



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Gestione delle Aziende

(ordinamento ex DM. 270/2004)

Tesi di Laurea

Le operazioni di M&A nel settore calcio.
Analisi casi A.S. Roma e Manchester United

Relatore

Ch. Prof. Bruno Bernardi

Laureando

Andrea Mion

Matricola 837400

Anno Accademico

2016/2017

Ad i miei genitori

INDICE

Introduzione	5
Capitolo 1. La globalizzazione nel mondo del Calcio	8
1.1. Le “nuove” società di calcio.....	8
1.1.1. Il passaggio da “ASD” a “SPA”.....	8
1.1.2. La Legge n. 91/81.....	9
1.1.3. Dalla sentenza Bosman alla “teledipendenza” di Club italiani.....	11
1.1.4. Considerazioni conclusive.....	16
1.2. Il Business Model delle società di calcio: oggi.....	17
1.2.1 Le combinazioni economiche.....	18
1.2.2. L’assetto istituzionale.....	26
1.2.3. L’organismo personale.....	28
1.2.4. Considerazioni conclusive.....	30
Capitolo 2. Le Acquisizioni nel settore calcio	31
2.1 M&A: definizione.....	32
2.2. La valutazione economico delle società di calcio.....	34
2.2.1. L’approccio valutativo nel caso F.C. Internazionale.....	37
2.3. Caso A.S. Roma.....	39
2.3.1. La nuova proprietà americana: la struttura del deal.....	44
2.3.2. Analisi dei prospetti contabili.....	49
2.4. Caso Manchester United.....	67
2.4.1. Un Excursus storico.....	67
2.4.2. La nuova proprietà: il 1° esempio di LBO nel settore calcio.....	68
2.4.3. Analisi dei prospetti contabili.....	75
CONCLUSIONI	92
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	96

INTRODUZIONE

A livello economico, il settore calcio incide per il 46% del fatturato dello sport system mondiale (nel 2016 €26,6miliardi di ricavi rispetto ai €57miliardi totali) mentre il costo del lavoro ha raggiunto i €10,6miliardi.¹

La perdita aggregata, con l'introduzione del *financial fair-play* appare in attenuazione, passando da €1,7miliardi del 2011 a €0,3miliardi di quest'ultimo anno.

Nel 2016, nonostante le condizioni di volatilità economica, il valore complessivo del settore calcio è cresciuto: il valore economico dei 32 club principali europei ha raggiunto un valore di circa €29,9miliardi, il 14% in più rispetto alla stagione precedente².

Proprio sulla base di questi numeri, molti imprenditori stranieri hanno visto nel settore calcio una grande opportunità di business, riversando in questi ultimi anni ingenti quantità di capitali, portandolo ad avere caratteristiche sempre più di un mercato globale e competitivo e trasformando le società di calcio in vere e proprie multinazionali.

Il fenomeno delle acquisizioni di società sportive di calcio, sarà l'oggetto principale del nostro elaborato, tramite il quale cercheremo di dimostrare come, queste operazioni, non siano sempre vantaggiose per i Club, come potrebbe sembrare dai casi di grande successo del Manchester City e del Paris Saint-Germain, alla quale, oltre alle motivazioni economiche, coesistono motivazioni extra-economiche che solo città come Manchester e Parigi possono dare; vi sono infatti casi come il Malaga, acquistato nel 2010 dallo sceicco qatariota Al-Thani per €40milioni e venduto non appena quattro anni dopo.

Alla base di questa scelta sembrava esserci una serie di promesse non mantenute da parte delle istituzioni pubbliche spagnole sulla possibilità di costruire uno stadio in città e un hotel a Marbella, permettendo quindi allo sceicco di utilizzare il Club come "veicolo" per ampliare il proprio business in aree di mercato non ancora sfruttate³.

Ultimi sono i casi delle due società di Milano, entrambe ora sotto la proprietà cinese. Gli investimenti cinesi nel calcio cominciarono dalla delusione del Presidente Xi Jinping che, dopo la sconfitta della sua nazionale contro la nazionale Thailandese, pare abbia detto "Noi, 1.3 miliardi di cinesi, abbiamo perso con la Thailandia, 65 milioni di abitanti, un quarto militari, un quarto monaci e solo il resto utile per il vivaio calcistico". Da quel momento, la

¹ Report Calcio FIGC 2017

² KPMG Football Clubs Valuation 2017

³ <https://www.tuttomercatoweb.com/?action=read&id=372725>

Cina dovrà rappresentare, oltre ad una potenza economica, anche una potenza globale dal punto di vista sportivo; per fare ciò, nel 2016, il governo di Pechino pubblica “il piano 2016-2050 per lo sviluppo a medio e lungo termine del calcio cinese”, che grossomodo prevede:

- Il miglioramento del proprio campionato nazionale tramite una campagna acquisti imponente e l’inserimento di soglie minime per le sponsorizzazioni;
- Apprendimento del know-how organizzativo ed industriale tramite l’acquisto di società europee⁴.

È proprio in quest’ultimo punto che rientrano gli acquisti da parte di imprenditori cinesi di quote di partecipazione in alcuni Club europei, tra cui l’Inter, il Granada, l’Atletico di Madrid ed il Milan.

Nell’estate di quest’anno (2017) però, il governo cinese ha varato una nuova normativa tramite la quale furono definite alcune linee guida per chi, residente in Cina, intenda investire in settori considerati non più strategici⁵; in particolare, tali investimenti verranno classificati in:

- Proibiti: investimenti che possano mettere a rischio gli interessi nazionali e la sicurezza della nazione, come la pornografia, gioco d’azzardo e la tecnologia;
- Limitati: investimenti nel settore immobiliare e l’acquisto di club sportivi;
- Incoraggiati: investimenti volti a migliorare i collegamenti e la cooperazione tra paesi dell’Eurasia⁶.

Passando alla descrizione del nostro elaborato, questo è essenzialmente costituito in due capitoli.

Nel primo, inizialmente, ripercorriamo le tappe e le vicissitudini che hanno portato alla costituzione delle moderne società di calcio, passando per la legge 91/81 che rappresenta tutt’oggi l’unico provvedimento che disciplina lo sport professionistico in Italia e terminando con la sentenza Bosman che liberalizzò il mercato dei giocatori. Successivamente abbiamo analizzato le caratteristiche del Business Model delle società di

⁴ <http://www.sportbusinessmanagement.it/2016/06/gli-investimenti-cinesi-nel-calcio.html>

⁵ <http://www.calcioefinanza.it/2017/08/18/la-cina-dice-ufficialmente-stop-agli-investimenti-nel-calcio-europeo/>

⁶ http://english.gov.cn/policies/latest_releases/2017/08/18/content_281475798846134.htm

calcio, dalle particolarità delle sue fonti di ricavo, alla forte incidenza della componente emotiva dell'evento sportivo rendendolo quindi unico nel suo genere.

Nel secondo capitolo invece, siamo passati all'argomento fulcro della nostra analisi.

Abbiamo dapprima definito le operazioni straordinarie di M&A, elencandone le caratteristiche principali e le varie tipologie; dopodiché siamo andati più nel dettaglio nel settore calcio, descrivendo le varie modalità di valutazione dei Club sportivi, introducendo il metodo utilizzato da Markham ed analizzando il metodo utilizzato, in sede di acquisizione, dall'FC Internazionale. Sulla base di questo, siamo passati allo studio di due casi specifici: l'A.S. Roma ed il Manchester United.

La scelta è ricaduta su queste due società in quanto, la prima rappresenta uno tra i primi casi italiani più strutturati di acquisizione in Italia e la sua quotazione in Borsa ci ha permesso di sfruttare tutta la documentazione contabile messa a disposizione dalla società; la seconda, oltre che per il blasone mondiale del Club ed il suo primo posto nella classifica stilata da Deloitte, perché l'acquisto della società da parte della famiglia Glazer, è avvenuto tramite Leveraged Buy-out, ossia acquistando la società a debito e ponendolo a carico della stessa, non sborsando in questo modo nemmeno un centesimo.

Per entrambi, abbiamo per prima cosa ripercorso i vari passaggi del deal, studiandone la struttura societaria sia pre che post-acquisizione, e successivamente, tramite lo studio dei documenti contabili, abbiamo analizzato gli effetti, sia positivi che negativi, del *takeover*.

Per terminare, abbiamo utilizzato i nuovi parametri individuati dalla FIGC per monitorare il controllo dell'equilibrio finanziario ed economico delle società di calcio, come strumento volto a comparare le performance, sia pre e post acquisizione, sia tra i due Club analizzati.

CAPITOLO 1: La globalizzazione nel mondo del calcio

1.1. Le “nuove” Società di Calcio

1.1.1. Il passaggio da “A.S.D.” a “S.P.A.”

Il 1966 lo possiamo definire come l'anno in cui nacquero le moderne società di calcio.

Prima di quest'anno, i Club, erano costituiti sotto forma di “associazioni mutualistiche”⁷ le quali consentivano, oltre ad una notevole flessibilità, anche lo svolgimento di attività atletico-agonistica a scopi ricreativi e senza scopo di lucro, sia oggettivo che soggettivo.

Quest'ultime erano finanziate da soggetti, definiti “mecenati”, responsabili per l'adempimento degli oneri sorti nell'ambito dell'attività sportiva come l'acquisizione di beni e attrezzature necessarie per lo svolgimento dell'attività in oggetto ma che non comprendevano, per il momento, la remunerazione di atleti ed allenatori.

La transizione da attività sportiva svolta nel tempo libero ad attività agonistica organizzata in tornei, che prevedeva la comparazione dei risultati e la formazione di una graduatoria, comportò una crescente attenzione al risultato sportivo ed un conseguente aumento degli investimenti con il fine di competere per risultati sempre più prestigiosi⁸; Da questo momento, l'associazione sportiva così com'è stata definita inizialmente, non fu più in grado di far fronte alle spese sempre più crescenti semplicemente con i contributi e le quote d'iscrizione dei soci e cominciò, da questo momento, a rivolgersi al mercato per remunerare nuovi capitali, assumendo connotati sempre più di tipo imprenditoriale e mutando di conseguenza la propria struttura.

In questa fase, definita come “*fase economica*”, molte realtà gestite ancora in forma associativa risultarono inadatte alla gestione di un'attività sempre più del tipo imprenditoriale, incontrando notevoli difficoltà nel rispettare i criteri di economicità e comportando l'aggravarsi dei deficit finanziari di molti Club.

⁷ Giorgio Falsanisi, Enrico Flacio Giangreco, “Le società di calcio del 2000: dal marketing alla quotazione in Borsa”, Rubettino Editore, 2001. Pag. 9.

⁸ Moreno Mancin, “Il bilancio delle società sportive professionistiche”, Cedam Editore, 2009. Pag. 3.

Vista la necessità, la F.I.G.C.⁹ nel 1966, fu costretta ad attuare un programma di risanamento strutturato, principalmente, in due provvedimenti:

1. Delibera del Consiglio Federale del 16 settembre: venne disposto, innanzitutto, lo **scioglimento delle associazioni calcistiche** professionistiche e la nomina successiva, per ognuna di esse, di un commissario straordinario il cui compito fu quello di liquidare suddette società e di ricostituirle sotto forma di S.p.A.;
2. Delibera del Consiglio Federale del 21 dicembre: si delega la Presidenza Federale ad approvare e rendere obbligatoria l'adozione di uno **statuto tipo** per tutte le società professionistiche. La peculiarità principale di queste nuove società calcistiche è l'assenza dello scopo di lucro soggettivo, riconoscendo invece quello oggettivo.

Gli anni successivi dimostrarono come, nonostante l'intervento della Federazione, l'economia e la gestione delle società calcistiche fossero ancora lontane da una sistematizzazione razionale ed efficace; i vari Club si trovarono in un "catastrofico squilibrio gestionale" caratterizzato, in particolar modo, dall'assenza del lucro soggettivo, da una forte crescita dei costi di gestione e dal mantenimento dei risultati di bilancio attraverso spericolate politiche contabili (Creative Accounting). Lo strumento utilizzato dalle società per svolgere questa pratica era la *permuta* dei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, la quale veniva conclusa a prezzi ben superiori rispetto a quelli realisticamente ottenibili, permettendo ai Club di coprire gli elevati costi di gestione¹⁰. Nacque perciò, la necessità di una riforma complessiva del sistema, finalizzata ad un miglior inquadramento giuridico del rapporto "società-atleta" e ad una predisposizione di meccanismi di controllo sui bilanci e sulle attività dei club calcistici.

1.1.2. La legge n. 91/81

Tale riforma arrivò nel 1981 con la c.d. **legge n. 91/81**, la quale costituisce il primo ed unico provvedimento che disciplina in maniera organica lo sport professionistico in Italia.

⁹ Federazione Italiana Giuoco Calcio

¹⁰ Nel biennio 1970/80, le squadre di Serie A e di Serie B, realizzarono oltre 115 miliardi di lire di plusvalenze.

Le delibere federali del 1966 non furono state in grado di sistematizzare un meccanismo di gestione operativa capace di realizzare risultati reddituali congrui o positivi ed a questo si aggiunsero, inoltre, due ulteriori elementi di complessità:

1. la presenza del c.d. “**vincolo sportivo**” e
2. la necessità di formalizzare un sistema di controlli, a livello federale, delle società sportive.

A queste complessità, si cercò di rispondere con la Legge del 23 Marzo 1981 n. 98, la quale fissò alcune regole che qualificano la società sportiva professionistica. Vennero ridefiniti:

- La **forma giuridica**: viene attribuita la capacità di stipulare contratti con atleti professionisti solo a società costituite nella forma di S.p.A. o S.R.L.;
- L'**oggetto sociale** di queste nuove società obbliga il reinvestimento di eventuali utili, interamente per il “perseguimento dell’attività sportiva”, concentrando quindi l’attività delle società esclusivamente all’ambito sportivo e alla sua promozione;
- Il **divieto della finalità di lucro** viene ulteriormente ribadito negli artt. 10 e 13, evidenziando la natura reddituale indiretta delle società sportive;
- L'**abolizione del vincolo sportivo**, permettendo al calciatore professionista di stipulare un nuovo contratto, al termine di quello in essere con la propria società sportiva, con un altro Club, riconoscendo al primo club “un’indennità di preparazione e promozione” (IPP)¹¹.

Il quadro economico-normativo delineato dalla L. 91/81, con la sua anomalia della mancanza di finalità di lucro soggettive dovrà, tra il 1994 ed il 1996, fronteggiare due eventi destinati ad essere definiti come spartiacque tra quello che possiamo definire il “vecchio calcio” e quello “moderno”, ossia: la **sentenza Bosman** e l’avvento della **pay tv/pay per view**.

¹¹ Tale IPP era determinata dal prodotto di due fattori: un “parametro base”, rappresentato dalla media degli emolumenti globali lordi percepiti dal giocatore nelle ultime due stagioni sportive, ed un “coefficiente di moltiplicazione”, quest’ultimo determinato dalla federazione attraverso una tabella che contemplava congiuntamente l’età del giocatore e la categoria della società di appartenenza e di quella di destinazione.

1.1.3. Dalla sentenza Bosman alla “teledipendenza” delle società Italiane

Nel 1993, il calciatore professionista Jean Marc Bosman intentò, presso la Corte di appello di Liegi, una causa contro varie organizzazioni sportive tra cui: l'UEFA, la Federazione belga ed il club Royal Liegeois (ultima squadra in cui ha militato).

L'oggetto di tale causa è riconducibile alla non concessione del trasferimento da parte della Federazione calcistica belga del calciatore Bosman dal FC Liegi al Durkenque; ciò portò, la Corte d'Appello di Liegi, con ordinanza 1° Ottobre 1993, a chiedere alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea di pronunciarsi in via pregiudiziale sull'interpretazione degli artt. 48, 85 e 86 del trattato CE, con riferimento ai regolamenti calcistici nazionali ed internazionali in materia di indennità di trasferimento.

In particolare, riguardava le norme federali aventi ad oggetto:

1. Il diritto di pretendere da un'altra società il pagamento di una somma di denaro per il trasferimento di un proprio giocatore giunto a scadenza di contratto;
2. La facoltà di includere, nei rispettivi regolamenti, norme che limitavano la partecipazione di giocatori stranieri.¹²

Dopo varie peripezie, nel 1995 la Corte di Giustizia europea accolse il ricorso del calciatore su entrambe le questioni sollevate, con effetti immediati in tutti gli ordinamenti degli Stati membri: da questo momento non è più concesso ai Club Europei di richiedere il pagamento della IPP per il trasferimento dei calciatori, sparisce inoltre qualsiasi vincolo o limite di schierare giocatori stranieri comunitari nei campionati sportivi professionistici.

Tale pronuncia della Corte però non era rivolta a tutti gli scambi di calciatori professionisti ma, l'abolizione della IPP, era valida solo nei casi di **trasferimento transfrontaliero** (rimaneva in vigore quindi nei casi di trasferimento tra Club della stessa nazione). Questo comportò una differenza, in fase di cessione, tra calciatori presenti sul mercato nazionale e quelli presenti sul mercato europeo, rendendo più conveniente economicamente l'acquisto di un calciatore straniero comunitario e svincolato, piuttosto di giocatori già presenti nel mercato nazionale.

Il governo italiano, per contrastare l'alterazione del mercato dei calciatori e per risollevare la situazione critica dei bilanci dei Club, dopo due D.L (272/96 e 383/96) non

¹² Moreno Mancin, “Il bilancio delle società sportive professionistiche”, Cedam Editore, 2009. Pag. 33.

convertiti in legge in quanto scaduto il termine di 60 giorni, decise di dare il via alla riforma della legge 91/81.

Questo avvenne con il D.L. 485 del 20 Settembre 1996, il quale:

- confermò l'abrogazione della IPP prevedendo in sostituzione un "*Premio di addestramento e formazione tecnica*" in favore delle società presso le quali il calciatore ha svolto la sua ultima attività dilettantistica o giovanile;
- introdusse alcune novità tra cui, la più rilevante, fu la possibilità di distribuire gli utili agli azionisti (**lucro soggettivo**).

A differenza dei due D.L. precedenti, quest'ultimo conobbe la conversione in un provvedimento definitivo grazie alla L. 586 del 18 Novembre 1996. Le principali novità riguardavano:

- **l'oggetto sociale:** venne definita la possibilità di svolgere attività economica ed imprenditoriale, con l'unico vincolo che questa sia tradotta in forme di promozione e diffusione dello sport¹³;
- **vincoli alla distribuzione dell'utile:** una quota degli utili (il 10%) deve essere destinata ai "vivai". Questi ultimi infatti, sarebbero stati colpiti duramente dalla sentenza Bosman in quanto, con l'eliminazione dell'IPP, le società sarebbero state poco incentivate nell'investire nei settori giovanili.

Come detto in precedenza, il secondo shock che comportò il passaggio dal "vecchio" al calcio "moderno", fu l'avvento delle **pay tv/pay per view**, comportando un incremento notevole del numero dei possibili fruitori dell'avvenimento sportivo, e la conseguente nascita di una quanto mai determinante fonte di reddito per i Club: i **ricavi da diritti tv**. Nella stagione 1993/1994, la RAI, che fino a quel momento deteneva l'esclusiva sui diritti tv del campionato di calcio, vendette una parte di questi alle **pay tv**, comportando un incremento, in un solo anno, del 66% dei ricavi. La contrattazione avveniva in maniera collettiva¹⁴, dove era la Lega calcio a "contrattare", per tutte le società appartenenti ad

¹³ Moreno Mancin, "Il bilancio delle società sportive professionistiche", Cedam Editore, 2009. Pag. 40

¹⁴ in Italia, la nuova ripartizione dei Ricavi tv prevede, oltre al 40% previsto dalla Legge Melandri, il 30% sarà suddiviso tra le venti squadre della massima serie in base al bacino d'utenza (il 25% dopo una ricerca sul tifo ed il 5% leggendo i dati Istat sulla popolazione residente nel comune) mentre il 30% restante sarà assegnato in base ai risultati (10%

essa, gli importi per la cessione dei diritti tv per la trasmissione delle partite. Questo principio fu attuato fino alla stagione 1990/00, stagione nella quale si è passati dalla contrattazione collettiva a quella individuale. In questo caso, ogni società poteva concludere singolarmente i contratti pay, dando così loro ulteriore forza economica.

Oltre a questo, tramite la legge 78/99, il legislatore pone il limite del 60% ai diritti in forma criptata acquistabili da un singolo operatore, non potendo così più considerare il campionato di calcio un prodotto unico.

Tabella 1: ns elaborazione su dati Report Figc 2007 e 2017

STAGIONE	RICAVI TV	STIPENDI
1991/1992	55,9	278,3
1992/1993	55,9	356,4
1993/1994	92,9	356,8
1994/1995	98	337,4
1995/1996	103,6	336
1996/1997	203,8	412,6
1997/1998	300,5	533,9
1998/1999	309	665,2
1999/2000	707,2	833,6
2000/2001	719	1104,1
2001/2002	724,8	1236,5
2002/2003	771,7	1110,1
2003/2004	741,2	1094,3
2004/2005	843,7	970,7
2005/2006	987	982,7
2015/2016	1152,8	1388,41

Con lo scoppio della bolla, quest'ultima causata dall'aumento degli emolumenti in corrispondenza di ogni rinnovo dei contratti tv, dal 2002 fino alla stagione 2004/05 i diritti vedono una fase di sostanziale contrazione, per poi, con l'avvento di Sky e lo sviluppo dei new media, riprendere la crescita negli anni successivi arrivando a toccare la soglia dei 600 milioni nel 2006. Questo trend si dimostra tuttora in crescita, i ricavi dalla cessione dei diritti tv sono diventati, per quanto riguarda il calcio italiano, la principale voce dei ricavi per i Club, attestandosi attorno a 1 miliardo nella stagione 2016/2017;¹⁵ tale valore però è

destinato a crescere vista l'intensa competizione, per le stagioni 2018/2021, tra Sky e Mediaset.

relativo alla storia del club dalla stagione 1946/1947 ad oggi, il 15% ai cinque anni precedenti e l'ultimo 5% alla stagione in corso).

¹⁵ KPMG, "Football Clubs' Evaluation, The European Elite 2017".

È importante analizzare il trend dei ricavi tv perché, oltre a costituire, in media, circa il 60/70% dei ricavi totali, ci permettono di trarre alcune considerazioni in concomitanza con l'andamento degli stipendi del personale tesserato.

Con la sentenza Bosman, alla scadenza del contratto (di massimo 5 anni), il giocatore può liberamente stipulare un contratto con un'altra società, o con la stessa, senza il pagamento di alcuna indennità.

È per questo che, all'avvicinarsi della scadenza del contratto, i Clubs si trovano di fronte a tre situazioni:

1. **l'acquisto, con pagamento di un onere, di un nuovo giocatore vincolato.** In questo caso vi sarà sicuramente l'offerta di uno stipendio maggiore, il quale fungerà da incentivo.
2. **La stipulazione di un contratto con un giocatore svincolato.** Il procuratore ed il giocatore stesso potranno richiedere uno stipendio maggiore sia perché, visto il suo status di mercato, non vi sarà un esborso collegato all'acquisto, sia perché, come nel primo caso, tale aumento di stipendio può fungere da incentivo.
3. **Il prolungamento della durata del contratto in essere, con il proprio giocatore, prima della scadenza.** L'unico costo in questa situazione riguarda l'aumento dello stipendio per poter ottenere il consenso del giocatore¹⁶.

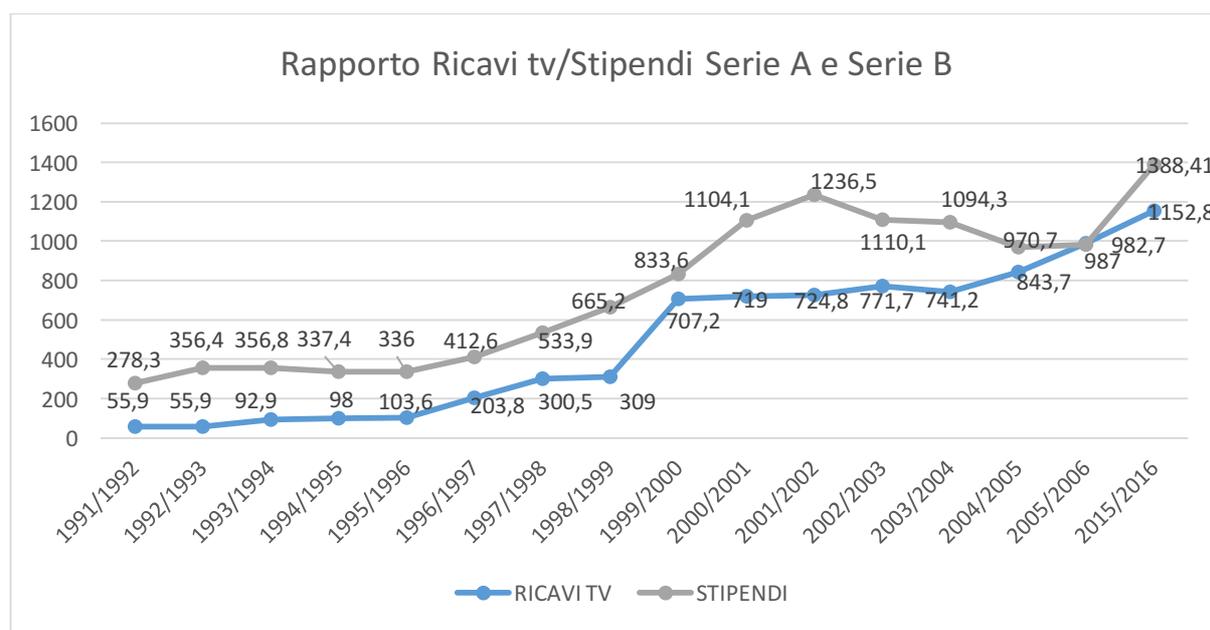
Le situazioni migliori che si possono configurare per le società sono la seconda e la terza in quanto i Club devono sostenere soltanto il costo relativo all'aumento dello stipendio del calciatore; allo stesso tempo però, le società devono fronteggiare una "reale" diminuzione dei ricavi derivanti dalla cessione dei calciatori, sempre più incoraggiati ad arrivare a fine contratto per poter richiedere uno stipendio maggiore.

È in questo momento che entra in gioco l'enorme liquidità derivante dai Diritti TV.

Le società, mosse dalla ricerca di giocatori sempre più forti con il fine di ottenere risultati sportivi sempre migliori, riversavano sistematicamente, ad ogni rinnovo del contratto stipulato dalla Lega con le emittenti tv, l'incremento dei proventi da diritti tv nel mercato. Come evidenziato dalla Figura 1 e dalla Tabella 1, con riferimento al periodo antecedente allo scoppio della bolla, i maggiori tassi di incremento degli stipendi si manifestarono proprio nella stagione successiva al rinnovo dei contratti televisivi.

¹⁶ Moreno Mancin, "Il bilancio delle società sportive professionistiche", Cedam Editore, 2009. Pag. 47

Grafico 1: ns elaborazione su dati Tabella 1



Il primo forte incremento ce l'abbiamo nell'anno della sentenza Bosman, il 1996, dove i proventi tv sono aumentati del 96% e, in modo analogo, gli stipendi nel triennio successivo aumentarono rispettivamente del 22,8%, 29,4% e 24,6%.

Con il rinnovo successivo, nel 1999, l'incremento dei proventi tv, frutto dei nuovi contratti televisivi individuali, fu del 129%. Proprio questo forte aumento fu la principale causa che portò agli incrementi degli stipendi nei due anni successivi e di conseguenza allo scoppio della bolla nel 2002. Possiamo vedere infatti come, nella Figura 1, in corrispondenza proprio dell'anno 2002, si evidenzia il massimo gap tra stipendi e ricavi tv.

I dirigenti delle società, consapevoli dei trend precedenti di crescita dei proventi tv, in corrispondenza ad ogni rinnovo, incrementarono gli stipendi per il personale tesserato, creando quindi tutti i presupposti per lo scoppio della bolla.

Da questo momento, si assistette per la prima volta ad una contrazione degli emolumenti, arrivando pian piano, nel 2006, ad azzerare la differenza tra valore aggregato degli stipendi e proventi da diritti tv; si cominciò a delineare quindi una situazione in cui, le remunerazioni riconosciute ai calciatori permangono come la principale voce di costo, ma in una percentuale inferiore rispetto agli anni prima del 2002.

1.1.4. Considerazioni conclusive

Per concludere la nostra analisi possiamo dire che vi sono due elementi che collegano trasversalmente i tre periodi precedentemente analizzati. Questi sono:

- la crisi economica del settore calcio;
- i cambiamenti della natura del rapporto che lega lo sportivo professionista al Club di appartenenza.

La crisi economico-finanziaria in cui versava il settore, poteva essere in gran parte imputata ad un management non all'altezza, di fronte alla necessità, di trasformare tali società, ancorate al tempo ad uno schema associativo, in S.P.A.; questo tardivo passaggio ha rallentato il processo di sviluppo del sistema, costringendo le società ad operare in un contesto, inizialmente, senza scopo di lucro, nonostante i notevoli investimenti richiesti dagli azionisti di una società professionistica.

Anticipare la possibilità di ottenere del profitto dalla gestione dei Club avrebbe senza ombra di dubbio permesso una crescita sia culturale che manageriale del sistema calcio, oltre ad una maggiore responsabilizzazione nella gestione delle risorse investite.

I cambiamenti della natura del rapporto atleta/Club hanno comportato una progressiva perdita di controllo delle società sui diritti alle prestazioni sportive dei propri atleti, permettendo agli atleti di ottenere sempre maggiore forza contrattuale in sede di negoziazione del contratto soprattutto in termini di remunerazione.

Questo, assieme alla sempre maggiore necessità di ottenere risultati sportivi positivi, alla nascita di un trend sempre crescente degli stipendi, portò alla creazione del c.d. circolo vizioso "stipendi/ricavi", dove la quasi totalità dei ricavi venivano riversati esclusivamente negli emolumenti dei calciatori. Solo successivamente, con l'introduzione del Fair Play Finanziario, fu stabilito l'obbligo di riversare in stipendi un massimo del 70% dei ricavi.

Concludiamo questa breve analisi dicendo che, nonostante la crisi del 2002/2003 ed un miglioramento nella gestione delle società sportive, le perdite di bilancio risultano essere ancora ingenti.

Nella stagione 2015/2016, il risultato netto aggregato del calcio professionistico italiano è stato pari a -372 milioni, in forte diminuzione rispetto all'anno precedente (-536 milioni), ma comunque molto dimostrativo di come vi sia ancora molta strada da fare per risollevarle le sorti di una cultura manageriale ai livelli di quella oltre oceano o semplicemente oltremarina.

1.2. Il Business Model dei Club di calcio: oggi

Le società di calcio, nel corso degli anni, hanno subito vari cambiamenti di prospettiva di una loro possibile definizione economico-aziendalistica.

Inizialmente furono definite come “**aziende di erogazione**”, il cui obiettivo non era il perseguimento di un guadagno, ma bensì il pareggio di bilancio, senza di conseguenza fini lucrativi. In questo approccio, la sopravvivenza dei Club era legata o, da aiuti del mecenate-proprietario, o dai proventi derivanti dallo svolgimento dell’attività caratteristica.

Le critiche a questo tipo di approccio sono in particolar modo legate al connubio disgiunto tra le attività svolte dal mecenate e dalla natura, non ancora imprenditoriale, dei club.

Ciò che fa discostare maggiormente i club da aziende di erogazione è il ruolo ricoperto dai calciatori professionisti, i quali sono ora legati da contratti giuridicamente formalizzati e definiti come prestatori d’opera nei confronti dei club stessi.

Il secondo approccio, vede la società sportiva come “**aziende di produzione non a rischio di mercato**”. Tale approccio non può essere riconducibile ai club di calcio in quanto si dovrebbe fare riferimento ad un’unica azienda di produzione, con monopolio statale, snaturando di conseguenza la natura competitiva delle società calcistiche professionistiche.

Gli ultimi due approcci invece vedono il club come:

- “**azienda senza fine di lucro**”;
- “**impresa con fine di lucro**”.

Entrambi questi modelli furono presi in considerazione dal Legislatore, ma solo nel 1996, con la L. 586, la liceità del lucro soggettivo dell’imprenditore sportivo fu resa legale.

La natura lucrativa dei club però, per essere contestualizzata nell’ambito sportivo, deve essere ulteriormente esaminata ed è per questo che dobbiamo tenere a mente alcune specificità dell’attività sportiva. In particolar modo, le società sportive:

- sono particolarmente vincolate a motivazioni extra-economiche quali: prestigio, identità locale e successo sportivo;
- devono mantenere un occhio di riguardo per i loro vivai: ciò comporta un effetto sociale indiretto che va ad alimentare le motivazioni extra-economiche viste nel primo punto.

Nel corso degli anni, come si può evincere semplicemente dal cambiamento degli approcci su cui i club si sono basati, il settore calcio ha assunto una dimensione di tipo economico-

finanziario sempre più importante, con una sempre maggiore attenzione agli aspetti imprenditoriali, oltre ai vari paradigmi sia della managerialità che dell'economicità.¹⁷

Per tali motivi, lo studio nel dettaglio del Business Model delle società di calcio professionistiche ci sembra l'unico modo per comprendere il funzionamento di tali tipologie di società, caratterizzate da peculiarità che le contraddistinguono dalle aziende di tipo industriale. Prendiamo quindi in considerazione le parti della struttura dell'azienda che più ci permettono di capirne la funzionalità e gli elementi distintivi, in particolar modo:

- l'assetto istituzionale;
- le combinazioni economiche;
- l'organismo personale.

1.2.1 Le combinazioni economiche

Le c.d. combinazioni economiche ricoprono un ruolo di primaria importanza in quanto rappresentano il sistema delle operazioni, ossia l'insieme di tutte le "attività svolte dalle persone che costituiscono l'organismo personale dell'azienda".

Le operazioni si possono articolare secondo le seguenti classi:

- operazioni istituzionali, che determinano la struttura e la dinamica dell'azienda;
- operazioni di gestione, che comprendono tutte quelle attività direttamente rivolte alla produzione e al consumo;
- operazioni di organizzazioni, che riguardano l'organismo personale e la struttura organizzativa;
- operazioni di rilevazione, riconducibili alla raccolta e all'elaborazione dei dati e delle informazioni;
- operazioni di rivalutazione, le quali sono finalizzate alla rideterminazione dei valori degli elementi che costituiscono il capitale di funzionamento dell'azienda.

Di maggiore importanza e maggiormente distintive dell'ambito sportivo, sono le operazioni di gestione.

Tali operazioni sono raggruppabili, secondo un primo profilo di articolazione, nelle classi di:

- gestione caratteristica;

¹⁷ Lorenzo Gelmini, "Le società di calcio professionistiche nella prospettiva dell'economia d'azienda", Giuffrè Editore. Pag. 55.

- gestione patrimoniale;
- gestione finanziaria;
- gestione tributaria;
- gestione straordinaria.

La gestione caratteristica comprende tutte quelle operazioni di gestione riguardanti l'attività "tipica" dell'azienda che, nel contesto delle società di calcio è declinabile nell'**erogazione dello spettacolo sportivo**, dove tale spettacolo è riconducibile alla produzione di un bene che, da un punto di vista economico, presenta sia caratteristiche di un bene di mercato sia di un bene relazionale¹⁸.

Il calcio è un bene di mercato che opera secondo meccanismi di cooperazione e di competizione sotto la supervisione delle Leghe di riferimento; queste ultime, attraverso l'organizzazione dei campionati, realizzano il **prodotto sportivo**.

Il prodotto sportivo, costituisce l'elemento principale della gestione caratteristica delle società sportive, ed è, a sua volta, un bene relazionale; il calcio infatti è un'esperienza (umana relazionale) con carattere sia emotivo ma soprattutto passionale, dove è proprio la "relazione" a diventare il "bene", oggetto dell'attività.

Degna di nota, nell'ambito delle società sportive, è la gestione patrimoniale. Nella dottrina dell'economia aziendale, la gestione patrimoniale fa riferimento alle attività **tipiche** sistematicamente realizzate dall'azienda: solitamente vengono impiegati gli "eccessi di risorse" rimasti dall'attività caratteristica.

Nel caso del business sportivo, è sempre più difficile distinguere le due gestioni (caratteristica e patrimoniale), in quanto stiamo assistendo ad un progressivo cambiamento delle caratteristiche del business sportivo, inizialmente basato sull'attività tradizionale di *ticketing*, ed ora invece basato sullo svolgimento di quelle attività, ora più remunerative, come le *sponsorship* ed i Diritti Tv; questo comporta che, la gestione caratteristica dei *club*, sia sempre in continuo mutamento, costituendo la principale fonte di redditività per le società.

Per comodità, possiamo definire come gestione patrimoniale e accessoria, nel caso delle società di calcio professionistiche, quelle attività riguardanti la locazione a terzi di parte

¹⁸ F. Bof, F. Montanari, G. Silvestri, "Il management del calcio, la partita più lunga", Franco Angeli, 2008. Pag. 19.

delle proprie *facilities*, piuttosto che l'impiego della liquidità derivante dalle campagne abbonamenti¹⁹.

C'è da dire però che, pure gli stessi club possono essere oggetto della gestione accessoria di alcune società: è il caso su cui si basa il nostro elaborato, ossia le **acquisizioni societarie**. Stiamo assistendo oggi ad innumerevoli casi in cui un mecenate investe nel club sportivo attraverso una società *holding*, per la quale il business sportivo rappresenta un elemento di gestione accessoria.

Vi sono casi di aziende classiche in cui, la trasformazione della società comporta la modifica del contenuto di alcune attività tale per cui la gestione patrimoniale od accessoria si traduce in gestione caratteristica, o viceversa; questo non è il caso dei club sportivi, i quali mantengono la loro caratterizzazione tipica nella creazione e nella diffusione dello spettacolo calcistico, pur in coerenza con l'evoluzione degli elementi di profittabilità visti precedentemente.

Passando alla gestione finanziaria, questa rappresenta un tema particolare in quanto, le società sportive, possono essere definite come "mecenate-dipendenti": ciò sta a significare che i club sono fortemente dipendenti dagli investimenti e dal supporto economico-finanziario del mecenate di riferimento.

Sempre parlando di gestione finanziaria c'è però da prendere in considerazione due possibili situazioni in cui, quest'ultima, assume maggiore o minore rilevanza. Abbiamo il caso in cui:

- il sodalizio sportivo è inteso come **elemento facente parte di un ampio gruppo** (giuridicamente o economicamente inteso): la gestione finanziaria assume un ruolo abbastanza delicato in quanto altre gestioni del "gruppo economico" possono produrre risorse economiche le quali, successivamente, vengono disperse dal mecenate nelle altre gestioni aziendali;
- il sodalizio sportivo è inteso come **singolo soggetto economico**: la gestione finanziaria qui assume minore rilevanza in quanto il club beneficia direttamente della contribuzione del mecenate, senza sostenere il peso economico o finanziario derivante dal ricorso a forme di finanziamento onerose da parte di terzi.

¹⁹ Tale liquidità entra nelle casse delle società in via anticipata rispetto all'avvenimento del spettacolo sportivo.

Per terminare, la gestione tributaria non presenta caratteristiche distintive con riferimento alle società sportive, tranne nel caso di particolari specificità in tema di fiscalità nel settore.

Tutte le “gestioni” sopra elencate rappresentano la c.d. “gestione ordinaria”, ovvero l’insieme di tutte quelle operazioni di gestione che, pur avendo natura e modalità di svolgimento uniche rispetto alle altre, si ripetono e sono ripetibili in modo **costante e periodico** nel tempo.

A questa si contrappone la c.d. “gestione straordinaria”, la cui definizione va cercata nella Relazione Ministeriale al D. Lgs 127/91, la quale definisce come “per considerare straordinario un componente di reddito, non sia sufficiente l’eccezionalità o l’anormalità, ma sia invece necessaria l’**estraneità** della fonte del provento o dell’onere.”

Un esempio di un elemento di reddito che presenta particolari difficoltà nella sua corretta collocazione tra le due tipologie di “gestione”, è quello dagli utili, o perdite, derivanti la negoziazione dei diritti alle prestazioni sportive.

Occorre dire che, oltre a contribuire al raggiungimento dell’equilibrio economico, tali elementi di reddito, costituiscono una tra le voci più corpose del Conto Economico; proprio per questi motivi, ci verrebbe da inserirli nella gestione ordinaria, ma devono essere studiati con cautela, vista la pratica, in quel momento, diffusa del *creative accounting*, un meccanismo dove, le due società coinvolte, “gonfiavano” le valutazioni dei calciatori in modo tale che, tramite la **permuta**, potessero sistemare i propri conti mascherando, in parte, risultati economici e di gestione negativi.

Un approccio invece equilibrato potrebbe essere quello di produrre due esempi di risultati di performance, includendo e, successivamente, escludendo i ricavi riconducibili alla cessione delle prestazioni sportive, esaminando quindi in modo distinto la composizione degli utili pre e post cessione del diritto sportivo.

A conclusione di questo sotto-paragrafo, è giusto fare alcune riflessioni riguardo due aspetti di importanza rilevante per i club sportivi professionistici: i **meccanismi di cooperazione e di competizione** e le attività di **marketing** c.d. “**sportivo**”.

Per prima cosa c’è da dire che, la spinta dominante per gli attori dell’evento sportivo, quali calciatori e tifosi, è la volontà di vincere; quest’ultima è insita nella competizione, la quale, già di per sé, contiene il significato vero e proprio dell’evento sportivo, ma che deriva da

numerosi atti di cooperazione senza dei quali, l'evento sportivo, può essere sia depotenziato del proprio impatto che addirittura non esistere.

La cooperazione, costituisce la base sia nei singoli club che, di conseguenza, nelle Leghe di riferimento. Infatti, in maniera analoga alle altre attività d'impresa:

- vi deve essere cooperazione e collaborazione tra i calciatori per raggiungere prestazioni e risultati di livello;
- i club sportivi di successo, solitamente presentano alti livelli di cooperazione tra presidente, dirigenti, tecnici e tifosi, conducendo quindi ad una gestione equilibrata del business ed una conseguente soddisfazione degli stakeholder;
- la cooperazione e la competizione è presente anche nel mercato dei diritti alle prestazioni sportive del calciatore in quanto vi è, sia una competizione tra i club interessati al suo acquisto, sia una collaborazione come nei casi di permuta visti precedentemente.

Per quanto riguarda invece il modello di gestione delle attività di marketing, il prodotto sportivo presenta alcune tipicità che, per alcuni casi, lo rendono unico rispetto agli altri; in particolar modo è caratterizzato da:

- soggettività: il prodotto viene apprezzato non in egual misura da ogni individuo, in quanto concorrono, per la sua definizione, in grande parte elementi emozionali;
- intangibilità: il prodotto è composto sia dalla prestazione sportiva che da tutta una serie di contenuti soggettivi derivanti dall'evento in sé;
- deteriorabilità: il tasso affettivo dell'evento cala per ogni ripetizione, rendendo la replica o la programmazione in differita, meno coinvolgente rispetto all'evento originario;
- lo spettatore ricopre il ruolo principale in quanto condiziona in modo determinante le modalità di fruizione e di attenzione verso lo spettacolo sportivo;
- imprevedibilità e incontrollabilità: il risultato sportivo, visto l'esito sempre differente, rende il prodotto sportivo fortemente aleatorio nei propri esiti;
- polivalenza: la distribuzione del prodotto sportivo può avvenire tramite numerosi canali.

Tutte queste caratteristiche, impongono una certa cautela ed attenzione da parte delle società, in particolar modo per la *divisione marketing*, nella formalizzazione del **piano di marketing**.

Per la definizione di questo piano, vi è la necessità che esista, nei club di calcio professionistici, una forte interazione tra le diverse aree commerciali costituenti l'attività commerciali; queste sono:

- area **marketing** "in senso stretto": si occupa di analisi e di ricerche di mercato da poi sfruttare per avviare iniziative promozionali e/o pubblicitarie;
- area **vendite**: gestisce le fasi di vendita di biglietti ed abbonamenti oltre a ricercare opportunità di partnership con altre aziende o società;
- area **merchandising** e **licensing**: si occupa di tutte quelle attività, a livello commerciale, riguardanti il *brand* del club. Un esempio può essere l'accordo con aziende produttrici di articoli sportivi;
- area **comunicazione**: fanno parte l'ufficio stampa e coloro che si occupano dell'immagine della società, delle pubbliche relazioni e della gestione dei vari canali social.

L'obiettivo principale dell'Area Commerciale è, oltre a creare sempre più opportunità di sfruttamento del prodotto sportivo volte a massimizzare il rendimento e reperire di conseguenza risorse economiche da reimpiegare nelle attività core della società, quello di confrontarsi sia con i "produttori" del bene sportivo (Leghe, Federazioni, singoli calciatori e club), sia con i distributori, clienti finali e sponsor, dove proprio questi ultimi meritano una menzione particolare.

Essi possono essere qualificati come: sponsor ufficiali, sponsor tecnici o fornitori ufficiali, ma cosa più importante, il rapporto di sponsorizzazione può avere ad oggetto:

- singoli club;
- singoli sportivi;
- singoli eventi;
- eventi di carattere radio-televisivi;
- elementi tecnici.

La fattispecie che più ci interessa è sicuramente quella relativa ai **singoli club** in quanto, a differenza della sponsorizzazione dei singoli atleti che non produce ritorni economico-finanziari in capo al club che gode delle prestazioni sportive del calciatore, bensì ritorni indiretti derivanti dall'aumento dell'appeal che il giocatore ottiene ed un conseguente maggior valore di mercato, impatta direttamente nei bilanci della società; lo stesso ragionamento va fatto sia per le sponsorizzazioni di singoli eventi sia la sponsorizzazione radio-televisiva.

Con particolare riferimento al settore calcio italiano, il mondo delle sponsorizzazioni è stato oggetto di forti contestazioni negli anni, trovando il pieno appoggio della Lega e della FIGC solo dal 1981, le quali permisero un'esposizione massima della *sponsorship*, nelle maglie da gioco, di 100cm², poi aumentata a 144cm² due anni dopo. Oggi, per quanto riguarda la Serie A, la Lega consente alle società di riservare allo sponsor uno spazio, sulla parte frontale della casacca, di 350cm² con un limite di 250cm² per un singolo sponsor. La facoltà di aggiungere un quarto sponsor sul retro delle maglie è stata ammessa proprio nella stagione 2014-2015. Tale idea era stata inizialmente respinta in quanto, secondo alcuni esperti, il valore di tali sponsorizzazioni non è essenzialmente correlato con l'aumento degli spazi.

Per avere un'idea ancora più chiara di quanto possano essere profittevoli le sponsorizzazioni, abbiamo analizzato i dati raccolti nel "Report calcio - 2017" stilato dalla FIGC, ed abbiamo visto come, fino alla stagione 2014-2015 i ricavi da sponsor ed attività commerciali siamo rimasti pressoché invariati, costituendo, in media, il 15% dei ricavi di vendita totali. Nell'ultima stagione però (2015-2016), i ricavi derivanti da

Ricavi da sponsor e da altre attività 2011-2016

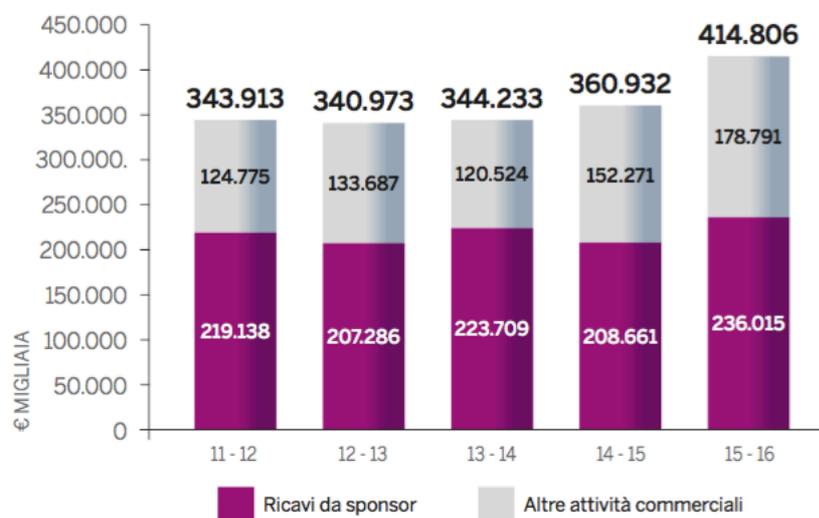


Figura 1: Analisi Ricavi da sponsor ed attività commerciali dal 2011 al 2016

risultati ottenuti dalle società dei principali campionati del resto d'Europa, la netta crescita registrata è indice di un maggiore dinamismo imprenditoriale dei club. Basti semplicemente pensare che, nella stagione 2015-2016, il Manchester United ha fatto

sponsorizzazioni sono aumentati del 14,9%, passando da un valore di 360,9mln ad uno di 414,8mln²⁰, a riprova della sempre maggiore rilevanza che questa tipologia di ricavo ha per il management delle società e delle Leghe.

Nonostante questo valore rimanga lontano dai

²⁰ Fonte: Report Calcio FIGC 2017

registrare Ricavi Commerciali per un valore di €363,8mln i quali costituiscono più del 50% dei ricavi totali (€689lmn)²¹.

Si sta infatti diffondendo, come da modello inglese, una maggiore attenzione verso i meccanismi di sponsorizzazione oltre ad una intensa ricerca di forme di collaborazione con il mondo imprenditoriale per aumentare il contributo da parte delle sponsorizzazioni alla redditività delle società di calcio²².

Il divario che esiste tra campionato italiano ed in particolare quella inglese, in termini di ricavi commerciali, deriva principalmente da un altro elemento del marketing: il *merchandising*.

Il merchandising caratterizza i modelli di business calcistico spagnolo e soprattutto quello inglese, comportando un aumento dei ricavi commerciali e di conseguenza dei ricavi totali.

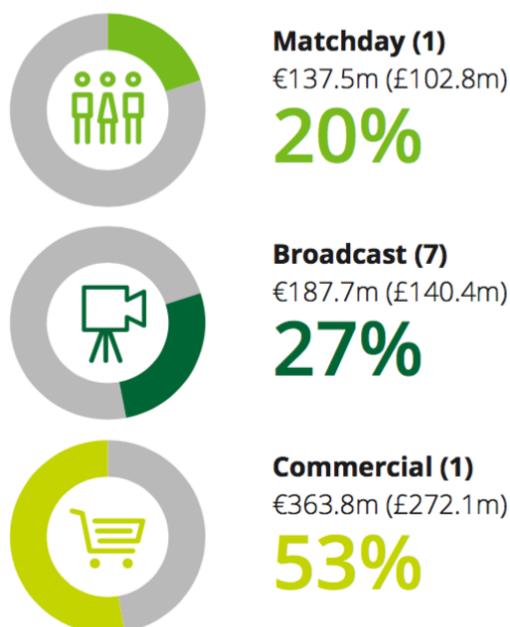


Figura 2: struttura dei ricavi del Man Utd, stagione '15-'16

Il Manchester United, considera questa attività un elemento chiave, appena successivo alle sponsorizzazioni, della propria strategia di business, che consente loro di ampliare la propria dimensione di utilizzo del prodotto sportivo, oltre a costituire per il club un'opportunità di differenziazione dei propri ricavi: aspetto che manca totalmente tra i club italiani nei quali l'attività di merchandising non ha ancora raggiunto soglie degne di attenzione.

In Italia, questa attenzione verso gli aspetti commerciali, in particolar modo per il merchandising, non si è ancora sviluppata,

principalmente per motivi sia di carattere culturale che manageriali, come ad esempio:

- la non abitudine da parte degli italiani di indossare le maglie della divisa come normale abbigliamento di tutti i giorni;
- la diffusa contraffazione dovuta dalla debole protezione dei marchi sportivi;

²¹ Fonte: Deloitte Money League 2017

²² E' questo il caso delle acquisizioni societarie: tema trattato nel Capitolo 2.

- la scoperta, solo recente, da parte dei manager, dei benefici sul fatturato, sia di breve che di lungo periodo, da un'attenzione maggiore al merchandising e più in generale alla divisione marketing.

In questi ultimi anni infatti, si sta affrontando un'era in cui, l'acquisto di club italiani da parte di società estere (vedi capitolo 2), sta permettendo di importare un'ottica più imprenditoriale all'interno dei club, dove la necessità primaria è quella di creare un sistema auto-rigenerante in cui predomini la diversificazione dei ricavi. Ciò permetterebbe ai Club, come prima cosa, di rispettare i vincoli imposti dal *financial fair play* senza riporre le speranze esclusivamente sulle plusvalenze, ma bensì sapendo di avere opportunità di entrate molto maggiori; una conseguenza di questo potrebbe essere la libertà di cercare, durante le sessioni di calciomercato, giocatori sempre più prestigiosi, elevando così l'appeal del singolo club e di conseguenza della Lega stessa. Il processo che porta alla generazione di questo circolo virtuoso di crescita è ancora lungo e tortuoso, ma le basi per questa inversione di tendenza, basata in primis sull'aumento della fetta dei ricavi commerciali, ci sono tutte.

1.2.2 L'assetto istituzionale

Come in ogni ambiente aziendale, pure nelle società di calcio professionistiche, vi è la presenza di un "soggetto economico" che rappresenta l'insieme dei portatori di interessi (*stakeholders*) sia istituzionali che economici²³.

Nel caso specifico però dei club di calcio, tale entità economica assume caratteristiche differenti in quanto, all'aspetto economico del business, si affianca un contenuto differente di erogazione di un servizio di ampio interesse nella collettività.

Con questo vogliamo dire come, il business sportivo sia caratterizzato dalla presenza di aspetti sia di natura economica sia non economica con la stessa importanza, divenendo quindi oggetto della medesima attenzione da parte del management.

Il soggetto economico, inteso come l'insieme degli *stakeholder*, può mutare a seconda che sia più o meno predominante uno dei due aspetti, ma ciò non è applicabile nel contesto sportivo, destinato ad ampliare la presenza e la conseguente interazione tra portatori d'interesse, comportando il perfezionamento di una struttura adatta a contemperare i soggetti in gioco.

²³ Lorenzo Gelmini, "Le società di calcio professionistiche nella prospettiva dell'economia d'azienda", Giuffrè Editore

Detto ciò, nel caso delle società sportive abbiamo la compresenza dei seguenti portatori d'interesse:

- **gli atleti**, le cui attese possono essere:
 - compenso monetario diretto: calcolato rapportandolo ai compensi degli altri atleti;
 - compenso monetario indiretto: può essere rappresentata dalla sponsorizzazione del singolo atleta o benefici indiretti derivanti dai successi sportivi del club di appartenenza;
 - durata del contratto che lo lega alla società;
 - soddisfazione derivante dalla partecipazione all'attività sportiva;
 - possibilità di carriera nel club una volta terminata l'attività sportiva agonistica.
- **i soci**, per i quali, il business del calcio riserva, oltre ai compensi economici diretti quale la remunerazione diretta dell'investimento, anche compensi economici indiretti, derivanti dallo sfruttamento di tutte quelle variabili di origine emotiva e sociale che caratterizzano il comparto sportivo.
Ovviamente, in tutti questi casi sopracitati deve persistere ed essere conservato, il valore economico dell'investimento.
- **i finanziatori**: questi si trovano in una situazione delicata vista la rilevanza sociale del club, la quale potrebbe influire sul comportamento da tenere nei confronti della società, ossia come un debitore qualsiasi.
- **I fornitori, sponsor e reti distributive**, esprimono attese principalmente di natura economica, sia dirette che indirette. È di loro interesse infatti sia la performance economico-finanziaria del club, sia la performance "sociale-emotiva" la quale va ad influenzare l'*appeal* del brand-società.
- **il pubblico sportivo**, può essere suddiviso in:
 - spettatori occasionali: hanno un approccio distaccato di come vivono l'evento sportivo, non avendo in nessun modo attese di tipo economico e attese di tipo non economico molto limitate;
 - i tifosi: per loro, il club rappresenta un bene considerato come "collettivo", in quanto patrimonio di un'intera comunità. Questo può portare il tifoso, congiuntamente alla disponibilità del tifoso di "sacrificare risorse

economiche”, ad essere in contrasto con le scelte societarie, rendendo quindi necessarie politiche volte ad accordare gli *stakeholder* in gioco.

- In misura minore abbiamo anche la **pubblica amministrazione**, la quale presenta nei confronti del club e delle Leghe di riferimento, attese sia economiche, come la riscossione dei tributi, sia non economiche, come la corretta gestione dell’ordine pubblico e la conseguente connessione con le entità locali²⁴.

L’aspetto che quindi caratterizza le società sportive, ed in particolare quelle calcistiche, è l’esistenza di una pluralità di *stakeholder*, la cui convivenza costringe il manager a creare un eco-sistema dove poter soddisfare le attese, economiche e non, di tutti i portatori di interesse, oltre alla valorizzazione degli aspetti sociali-emotivi ed economici generati dal club.

1.2.3 L’organismo personale

L’organismo personale è definito come “l’insieme delle persone che svolgono il proprio lavoro ai fini del raggiungimento degli obiettivi aziendali.”

È possibile collegare ad esso una valutazione monetaria tale per cui, l’organismo personale, assuma il ruolo di “capitale umano” che nella declinazione sportiva può essere definito come “parco giocatori” e rappresenta uno tra gli aspetti di maggiore significato dei club di calcio professionistici, sia in termini gestionali sia in termini economico-finanziari.

Questo ha portato ad una grande seguito letterario²⁵ (vale la pena ricordare gli studi svolti dal Prof. Moreno Mancin, il cui libro è stato utilizzato come fonte per alcuni passaggi di questo elaborato), luogo comune, è l’analisi delle prestazioni sportive in due momenti distinti: quello relativo all’acquisizione delle prestazioni e quello derivante dall’utilizzo di quest’ultime.

L’utilizzo ripetuto di tali prestazioni, fa sì che appartengano alla categoria delle immobilizzazioni immateriali, a riprova del fatto che, gli elementi del capitale non sono compresi interamente tra le cose materiali.

²⁴ Lorenzo Gelmini, “Le società di calcio professionistiche nella prospettiva dell’economia d’azienda”, Giuffrè Editore. Pag. 88.

²⁵ Degno di nota è pure il lavoro svolto da Luigi Bianchi e Diego Corrado, dove nel loro libro “I bilanci delle società di calcio: le ragioni di una crisi” approfondiscono l’

Il ruolo rilevante dell'organismo personale trova conferma, inoltre, in alcuni dati forniti dalla FIFA: solo nel 2017, sono stati conclusi 6375 trasferimenti (compravendita delle prestazioni sportive), per un valore totale di \$1.197mld²⁶.

Come da Figura 4, possiamo notare come vi sia un costante e graduale aumento del numero dei trasferimenti, in crescita di circa il 18% dal 2012; a ciò corrisponde un aumento della spesa riguardante la compravendita di giocatori, per un valore di \$4.79mld,

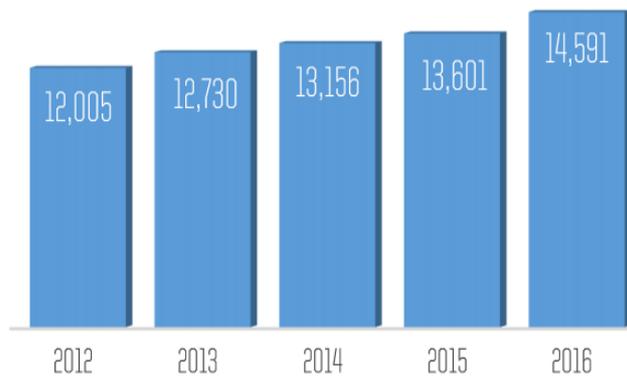


Figura 3: numero totale di trasferimenti internazionali dal 2012 al 2016

in crescita del 43% rispetto al valore di \$2.71mld dell'anno 2012²⁷. Tali valori possono essere in parte riconducibili all'aumento dei club coinvolti; siamo passati da un valore di 3823 nel 2012 ad un valore di 4379 nel 2016.

Insito nel tema del capitale umano nelle società di calcio, vi è pure quello riguardo l'andamento delle

retribuzioni del parco calciatori.

Il totale delle retribuzioni dei calciatori, tra i maggiori campionati europei, è di \$4533mld, di cui \$791mld sono della nostra Serie A, mentre il record lo detiene la Premier League con un valore di \$1696mld²⁸.

Questi, sono tutti valori che vanno analizzati singolarmente rapportandoli al volume di fatturato di ogni singolo Club e di conseguenza della Lega stessa; basti pensare semplicemente alla differenza di fatturato tra qualsiasi Club appartenente alla Premier League come il Manchester City ed uno appartenente alla Serie A come la Juventus. La differenza di fatturato tra le due è di \$183.8mld a favore della società inglese e ciò comporta una maggiore possibilità di spesa ed una conseguente maggiore possibilità economica di riversare tali entrate nella ricerca di giocatori sempre più competitivi.

Questa dinamicità del mercato dei calciatori, si riflette pure nel parco giocatori di ogni singolo Club, rendendo per l'appunto l'organismo personale **dinamico**, che ben si esprime

²⁶ Tale valore può essere fuorviante in quanto non prende in considerazione la finestra di mercato estiva.

²⁷ Fonte: Global Transfer Market Report 2017

²⁸ Fonte: Global Sports Salaries Report 2016

nell'evoluzione della vita sportiva del singolo calciatore. Ogni società ha di fronte un ciclo, che inizia dagli atleti del vivaio i quali apprendono dai calciatori più esperti, per poi agire loro direttamente e guidare infine i nuovi giovani provenienti dal vivaio. Il compito del club è quindi cercare di rendere virtuoso questo ciclo, ottimizzando la crescita dei giovani, valorizzandoli e cercare di trarre un guadagno futuro, sia diretto con una loro vendita, o indiretto derivante dalla crescita di giovani talentuosi e raggiungere preziosi successi sportivi senza aver investito cifre ingenti nel mercato. È quindi molto importante che questa dinamicità sia affiancata da una buona flessibilità, ovvero la capacità, da parte delle società, di fronteggiare nuove dinamiche di valori e di mercato.

Una modalità per raggiungere tale flessibilità può essere raggiunta dall'esternalizzazione di parte del processo produttivo o attraverso l'utilizzo di forme contrattuali per l'appunto flessibili, come per esempio le "cessioni temporanee di contratto", o più semplicemente **prestiti**, regolamentate dall'art. 103 delle NOIF²⁹.

1.2.4. Considerazioni conclusive

In questo paragrafo abbiamo studiato i tratti caratteristici delle società di calcio professionistico.

Queste presentano, sia caratteristiche comuni a qualsiasi azienda di tipo industriale, e sia caratteristiche che le rendono uniche nel proprio genere. Abbiamo visto dapprima, la rilevanza che il "Parco Giocatori" ha nel bilancio delle società, costituendo la principale voce tra le Attività Immateriali dello Stato Patrimoniale. Abbiamo poi visto l'importanza dell'evento sportivo, le cui caratteristiche peculiari quali deteriorabilità ed imprevedibilità, lo portano ad essere unico ed irripetibile, andando ad influenzare in modo significativo i "Ricavi" del Club.

Per questo motivo, è importante per le società sportive riuscire ad ottenere una diversificazione di tale voce, un po' come il modello inglese, dove tramite lo sfruttamento delle attività di marketing e commerciali, riescono ad ottenere una corretta *product extension*, ossia un'estensione delle possibilità di "sfruttamento" del prodotto sportivo, ottenendo di conseguenza un aumento del proprio fatturato.

²⁹ Le NOIF sono l'insieme delle norme che stanno alla base dell'organizzazione della FIGC e delle società di calcio. Esse sono emanate dal Consiglio Federale secondo le modalità stabilite dallo Statuto della FIGC.

CAPITOLO 2: M&A nel settore calcio: Definizione ed Analisi

La crisi economica di questi ultimi anni, ha avuto grandi ripercussioni anche sul mondo del calcio, in particolar modo sul mondo del calcio italiano.

Figura 4: Risultato netto del settore calcio italiano negli ultimi 8 anni³⁰



Come dimostrato nella Figura 5, il calcio italiano versa in condizioni di fragilità economica, con un risultato netto che nelle ultime 8 stagioni è stato sempre negativo. Il picco massimo di deficit lo riscontriamo nella stagione 2014/2015, stagione in cui la nostra Serie A ha subito un peggioramento del 104,4%, riconducibile sia alla diminuzione dei ricavi da plusvalenze, sia all'aumento del costo del personale tesserato, a dimostrazione di come vi sia la volontà da parte dei Club di trattenere i propri migliori giocatori oltre all'incapacità generale da parte delle singole società, e di conseguenza della Lega, di creare un sistema calcio volto a valorizzare i propri interpreti.

Alla base di tale problema vi può essere, a mio modo di vedere, la sempre maggiore globalità e competitività del calcio dal punto di vista economico il quale è, e sarà, sempre di più stravolto dalla globalizzazione e dalla conseguente necessità da parte dei Club di internazionalizzare il proprio business prendendo in considerazione dinamiche economiche pressoché simili a quelle delle società multinazionali.

Per quanto riguarda il calcio italiano, la conquista dei mercati esteri è prerogativa di una più ampia strategia di diffusione del brand Serie A e dei marchi delle squadre al di là dei

³⁰ Fonte: ns elaborazione su dati Report FIGC

confini nazionali, sia fisici che virtuali; di primaria importanza è però l'apertura ad investimenti da parte di imprenditori stranieri, come avvenuto in Premier League con i casi del Manchester United prima e del Manchester City poi. In Italia, precursore di tale movimento è stata la A.S. Roma, la quale, oltre al F.C. Internazionale sarà oggetto della nostra analisi, e che fa ben sperare per un cambio di filosofia e di gestione del business sportivo alla cui base c'è la capacità di agire su leve che permettono la differenziazione delle entrate ed il contenimento dell'incidenza dei costi.

2.1. M&A: definizione

I termini "fusione" ed "acquisizione", in inglese "Merger" ed "Acquisition", vengono molte volte usati come due sinonimi per indicare due tipologie di operazioni di finanza straordinaria finalizzate a cambiare un'azienda tramite uno o più atti giuridici.

Tali operazioni sono inoltre definite come "complesse" in quanto coinvolgono l'azienda sotto vari aspetti, sia economico-finanziari, sia organizzativi come gli aspetti di business, culturali, legali e fiscali³¹.

I c.d. *takeovers*, ossia le operazioni di acquisizione, avvengono nel caso in cui due o più aziende, appartenenti a proprietari diversi, combinano le loro risorse ed operano come un'unica azienda volta al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Con *merger*, invece, si intende quelle transazioni nelle quali, due o più aziende, spesso di grandezza simile, stipulano un accordo di gestione delle due aziende come un'unica società, rinunciando però in questo modo a dirigere, singolarmente, la propria azienda, oltre alla loro identità sia legale che economica. La c.d. "fusione", comporta un'integrazione totale delle società coinvolte ed una conseguente collaborazione nella gestione della nuova entità³².

Di solito le "fusioni", possono essere condotte, principalmente, in due modi:

- per **assorbimento**: è il caso in cui una compagnia ne assorbe un'altra. La prima continuerà ad esistere, mentre la seconda cesserà legalmente di esistere;
- **creazione di una nuova azienda**: le aziende coinvolte sono d'accordo sul perdere la loro identità e crearne una nuova tramite la quale esse operano.

³¹ Sherman A.J., "Mergers and Acquisition from A to Z", Amacom, 2010.

³² Come nota 31.

Se la transazione non è finanziata tramite liquidità, in entrambi i procedimenti sarà necessario intervenire tramite uno scambio di azioni tra le società. In particolare, nel primo caso, l'azienda *target* riceverà delle quote di capitale della società *bidder*, mentre nel secondo caso, la percentuale di quota del capitale della nuova società appartenente a ciascun partner, sarà determinata al momento della definizione dell'accordo, quindi in una fase preliminare alla transazione.

Abbiamo 5 tipologie differenti di "fusioni"³³:

- **orizzontali**: quando, due o più aziende, operano e competono nello stesso settore;
- **verticali**: quando, due o più aziende, operano nella stessa catena di fornitura;
- **conglomerate**: quando, due o più aziende, operano in settori totalmente differenti. In questo caso possiamo distinguere due ulteriori tipologie:
 - o **Fusioni conglomerate "pure"**: le aziende in questo caso non hanno in comune nessun'area, o aspetto, di business;
 - o **Fusione conglomerate "miste"**: l'obiettivo delle aziende è quello di estendere la propria quota di mercato o di estendere la propria offerta di prodotto.
- **di market-extension**: quando, due o più aziende, vendono lo stesso prodotto ma in mercati differenti;
- **di product-extension**: quando, due o più aziende, vendono prodotti "simili" nello stesso mercato³⁴.

Per quanto riguarda le "acquisizioni", avvengono tra non più di due aziende di cui, una è la c.d. impresa *bidder*, ossia l'acquirente, mentre l'altra è la c.d. impresa *target* ossia la società acquisita; l'impresa *bidder* può acquisire la proprietà di un particolare asset, di una linea di business o dell'intera società *target* attraverso o un pagamento cash, o l'acquisto di azioni o a debito.

Comunemente, vi sono due principali tipologie di acquisizione:

- **friendly (amichevole)**: quando l'impresa *bidder* informa preliminarmente il C.d.A dell'impresa *target*, della loro offerta, dando quindi la possibilità all'impresa *target* di valutare l'offerta e decidere di conseguenza;

³³ <https://www.cleverism.com/different-types-of-mergers-and-acquisitions-ma/>

³⁴ <https://www.mbda.gov/news/blog/2012/04/5-types-company-mergers>

- **unfriendly (ostile):** quando il controllo dell'impresa *target* avviene tramite la speculazione finanziaria, ossia senza il consenso del C.d.A. In questo modo, approfittando della svalutazione delle azioni, la proprietà dell'impresa *bidder* può acquistare un grande numero di quest'ultime ottenendo la maggioranza e di conseguenza il controllo dell'azienda.

Per quanto riguarda le procedure, le tipologie di transazione più adottate sono:

- **acquisizione "pura":** transazione attraverso la quale, la quota di capitale che assicura il controllo della società *target*, viene trasferito alla società *bidder*. Solitamente, questa tipologia di transazione avviene al di fuori del mercato azionario ed il suo pagamento avviene in cash;
- **leveraged buyout (LBO):** la transazione in questo caso è finanziata a debito. L'impresa *bidder* prende a prestito l'ammontare di denaro necessario ed i conseguenti flussi di cassa forniti dall'impresa *target* sono poi utilizzati per ripagare il debito. Solitamente, per non intaccare la situazione finanziaria delle società coinvolte, viene creata una nuova società, definita come "NewCo", utilizzata per trasferirvi il debito e che successivamente verrà incorporata con la società *target*. Come vedremo, questo è il caso che riguarda il Manchester United;
- **OPA:** avviene nel momento in cui vi è un'offerta o un invito ad offrire, da parte dell'impresa *bidder*, per l'intero patrimonio, o una parte di esso, dell'azienda *target* pubblicizzata. In questo modo, la società *bidder* potrà bypassare il mercato e rivolgersi direttamente all'impresa *target*. Per quest'ultima vi è la possibilità di beneficiare di un *premium price*, solitamente del 15-20%, rispetto al valore di mercato attuale delle azioni³⁵.

2.2. La valutazione economica delle società di calcio

Il valore economico di un bene, con riferimento alla sua natura "oggettiva", deriva principalmente dalla capacità dello stesso di produrre un risultato economico positivo.

³⁵ come Nota 34.

Ciò, non è applicabile al comparto del calcio professionistico, in quanto presenta peculiarità assolute rispetto ai normali ambiti in cui operano le aziende; tra le varie osservazioni possibili, queste sono le tre che più ci interessano:

- la maggior parte delle società di calcio professionistiche presentano livelli di redditività carenti o, addirittura, negativi;
- i prezzi ottenuti per la negoziazione presentano, molte volte, valori nettamente superiori ai corrispondenti valori contabili del patrimonio delle società (*surplus*);
- il fatturato rappresenta la grandezza economica che presenta la maggiore correlazione statistica con i prezzi negoziati.

Come nel periodo della bolla della Web Economy, in cui il titolo in borsa di Tiscali valeva di più rispetto a quello della FIAT, tale surplus descritto nel secondo punto, è in parte riconducibile a valori di avviamento sorti in fase di compimento delle operazioni sul capitale, dal momento in cui si debba giustificare il prezzo pagato, solitamente superiore al *fair value*, nonostante la presenza di gravi carenze dei flussi reddituali talvolta pure negativi.

Per tali motivi, l'uso di criteri basati sui flussi di cassa, di reddito o finanziari, nel caso in cui fossero fondati sui risultati storici, condurrebbero alla determinazione di valori economici nulli, o negativi, nella stragrande maggioranza delle società appartenenti al settore.

Questo è il caso del metodo di valutazione **DCF (*Discounted Cash Flow model*)**, la cui grande criticità è rappresentata dalla difficoltà di applicare tale modello "razionale", in un comparto, quello sportivo, in cui vi è l'assenza di piani previsionali futuri attendibili.

Un'altra metodologia utilizzata può essere quella basata sul **valore di Borsa dei Club**. Tale metodo è applicabile alle sole società quotate in borsa e consiste nella pura moltiplicazione tra il valore di un'azione della società e il numero delle stesse in circolazione. Il suo ristretto ambito di applicazione però ne diminuisce in grande misura la sua efficacia, sia come modello valutativo, sia come metodo di riscontro con altre società.

Di grande diffusione è invece l'approccio utilizzato dalla rivista **Forbes** che, dal 2004, pubblica il "*Most Valuable Soccer Teams*" nel quale vengono classificate i 20 club di maggior valore al mondo. La metodologia valutativa utilizzata è un'evoluzione dell'approccio basato sui multipli del fatturato, la quale tiene conto, inoltre, della

disponibilità attuale o futura, di uno stadio di proprietà, che costituisce un asset capace di generare enormi ritorni economici per le società di calcio.

POSITION	CLUB	CURRENT VALUE
#1	Man Utd	\$3869MLN
#2	Barcelona	\$3636MLN
#3	Real Madrid	\$3580MLN
#4	Bayern Monaco	\$2713MLN
#9	Juventus	\$1258MLN
#13	AC Milan	\$802MLN
#17	AS Roma	\$569MLN
#18	FC Internazionale	\$537MLN

Tabella 2: ns elaborazione su dati Forbes

La Tabella rappresenta, secondo Forbes, la classifica dei Club di maggior valore al mondo nel 2016. Interessante notare come, tra le prime posizioni, vi siano solo società con lo stadio di proprietà, vedi la Juventus che rappresenta la prima tra le italiane, a riprova dell'incidenza

che tale asset ha sia in bilancio che sul mercato, oltre che sulla veridicità di tale metodo; non va però dimenticato, per queste società, la grande forza del marchio e dell'attività di marketing.

Tale metodologia non è esente da critiche, in primis per la sua non chiara costruzione e secondo perché non sempre, i valori ricavati da tale modello possono essere considerati attendibili³⁶.

T. Markham, nel suo articolo del 2013 intitolato "What is the optimal method to value a football club", ha dimostrato come, comparando alcune valutazioni di società sportive fatte da Forbes tra il 1998 ed il 2003 con l'attuale prezzo delle transazioni delle stesse società, il valore definito da Forbes fosse il 27% inferiore rispetto al prezzo effettivo.

Sempre Markham, nel suo articolo, ha proposto un proprio metodo di valutazione economica dei club, definito come "**Modello Multivariato**", la cui formula è:

$$\text{“Club Valuation} = (\text{Revenue} + \text{Net Assets}) \times [(\text{Net Profit} + \text{Revenue})/\text{Revenue}] \times (\text{Stadium Capacity \%}) \div (\text{Wage Ratio \%})\text{”}$$

Analizzando tale formula possiamo vedere che: il fatturato comprende tutti i ricavi generati dal club in un esercizio finanziario e risulta estremamente importante

³⁶ In un articolo pubblicato da T. Markham intitolato "What is the optimal method to value a football club?", viene visto come il metodo "Forbes", abbia stimato, come nel caso del Manchester United, una valutazione del club inferiore di £110milioni rispetto all'effettivo costo d'acquisto del Club.

nell'industria nel calcio, oltre ad essere uno tra i fattori principali guardati dalla UEFA nei suoi controlli finanziari.

Il fatturato, viene poi sommato alle Attività Nette (totale Attività meno le Passività Correnti), in quanto dimostrano la possibilità futura da parte del Club di generare o meno redditi futuri.

Il termine successivo, è rappresentato dall'indice di redditività, dove l'1 (fatturato/fatturato) permette di aumentare la valutazione del club in linea con la generazione di profitti. Allo stesso tempo, una perdita nella formula, fa diventare tutto il secondo termine inferiore di 1, causando di conseguenza una diminuzione del valore finale.

Viene poi inserita la percentuale di riempimento dello stadio, a dimostrazione di come effettivamente il club utilizzi il suo asset di differenziazione fondamentale; maggiore è la percentuale di riempimento, più alta sarà la valutazione finale. Infine, il tutto viene diviso per la percentuale del fatturato riversata in emolumenti. Questo dimostra l'abilità della società di fronteggiare la tipologia principale di costi, dove ad un basso valore percentuale corrisponde una valutazione finale maggiore. Solitamente, in un'analisi di bilancio, tale valore si assesta tra il 50% ed il 70%.

2.2.1. L'approccio valutativo nel caso F.C. Internazionale

Un approccio interessante, che si basa sull'utilizzo di multipli in una logica comparativa è quello utilizzato dalla società F.C. Internazionale in sede di acquisizione da parte di "Suning Holdings Group Co." di una quota di maggioranza del capitale societario, oltre alla sottoscrizione di un aumento di capitale.

Gli amministratori, nel verbale dell'assemblea straordinaria tenutasi in data 13 giugno 2016, in relazione alla facilità con cui si riescono a reperire informazioni e dati relativi alla compravendita di società di calcio professionistico, hanno deciso di basare il loro approccio di valutazione su criteri c.d. "parametrici", ossia fondati su dei moltiplicatori che mettono in relazione i livelli di fatturato con i relativi valori economici impliciti nei prezzi negoziati.

Analizzando i dati riguardanti tale tipologia di investimento in sette club calcistici europei, per ciascuna transazione gli amministratori hanno determinato:

1. L'**equity side**, ottenuto rapportando il prezzo negoziato alle quote di capitale oggetto della compravendita, rappresenta il corrispondente valore dell'intero capitale netto;
2. L'**asset side**, ottenuto sommando all'*equity side* l'ammontare dei debiti complessivi facenti capo alle società in esame, al netto delle disponibilità liquide. Tale valore rappresenta l'**enterprise value**, che tiene conto sia del valore del capitale netto, che dell'indebitamento; ed infine
3. i **moltiplicatori**, ottenuti rapportando l'*enterprise value* ai corrispondenti valori di fatturato.

Sulla base di questi dati, il parametro di sintesi ritenuto più significativo è stato individuato nel valore medio tra tutti i moltiplicatori ricavati dall'analisi dei sette club in esame. Utilizzando tale moltiplicatore "Enterprise value / Fatturato", che nel caso in questione è pari a 4.0, la società è riuscita a determinare un valore, congeniale, del "fair value" del capitale netto della società.

Successivamente, gli amministratori hanno definito l'ammontare del fatturato e quello dei debiti da assumere per le valutazioni. A questo scopo, il valore del *turnover* (o fatturato) deve esprimere il valore atteso di tale grandezza e per tale ragione, è stato utilizzato il valore ricavato dall'ultimo bilancio consolidato disponibile prima dell'ingresso di nuovi investitori, depurato dalle plusvalenze in quanto difficilmente ripetibili in futuro; per quanto riguarda i debiti invece, è stato assunto come riferimento il dato contenuto nelle proiezioni di bilancio per l'anno in esame (nel caso in questione giugno 2016).

Applicando il moltiplicatore individuato al dato del fatturato, si ottiene un *Enterprise value* del Club pari a circa €684milioni. A tale valore viene sottratto l'importo dei debiti netti pari a €355milioni, ottenendo quindi un *equity value* di €328milioni.

Basandoci però su quanto scritto nel verbale dell'assemblea, l'aumento di capitale proposto ai soci pari a €142milioni (incluso sovrapprezzo), che ha assegnato a Suning una quota del 21,86% del capitale sociale post-aumento, implica che l'*equity value* della società post investimento sia di €649,5milioni, mentre l'*equity value* pre-investimento di €507.5milioni.

Possiamo vedere come il valore implicito nel proposto aumento di capitale sia superiore all'*equity value* ricavabile dall'applicazione del criterio valutativo sopra descritto

Questi surplus, generati nella valutazione dei club di calcio, possono essere in parte spiegati dalla caratteristica peculiare del comparto calcistico: la componente emozionale e partecipativa dei soci-mecenati è predominante rispetto alla normale razionalità che vede dare una maggiore importanza alle variabili economico-finanziarie che caratterizzano tale business.

In modo più razionale, quindi, possiamo attribuire tali valori di avviamento:

- alle carenti capacità, da parte dei club calcistici, di produrre flussi finanziari;
- alla limitata disponibilità di “surplus asset” in capo alle stesse;
- all’elevata correlazione tra prezzi e ricavi.

In conclusione, possiamo dire che tali valori di avviamento, definiti in termini monetari, possono essere spiegati solo riconoscendo la presenza di fattori economici che nascono, o al di fuori del puro valore aziendale, o che non hanno un diretto ritorno economico. Tralasciando le ipotesi di strategie errate, tali surplus possono essere quindi interpretati come misure di un più ampio ritorno, sia economico che meta-economico, dell’investimento effettuato.

2.3. Caso A.S. Roma

Sotto la presidenza della Famiglia Sensi, la società giallorossa ha vissuto il suo periodo d’oro culminato con la vittoria del campionato di Serie A nella stagione 2000/2001 e, pochi mesi dopo, venne proclamata vincitrice pure della Supercoppa Italiana.

Alla base di questi successi sportivi, vi fu la quotazione in Borsa della società, divenendo così la seconda società di calcio italiana ad approdare in Piazza Affari.

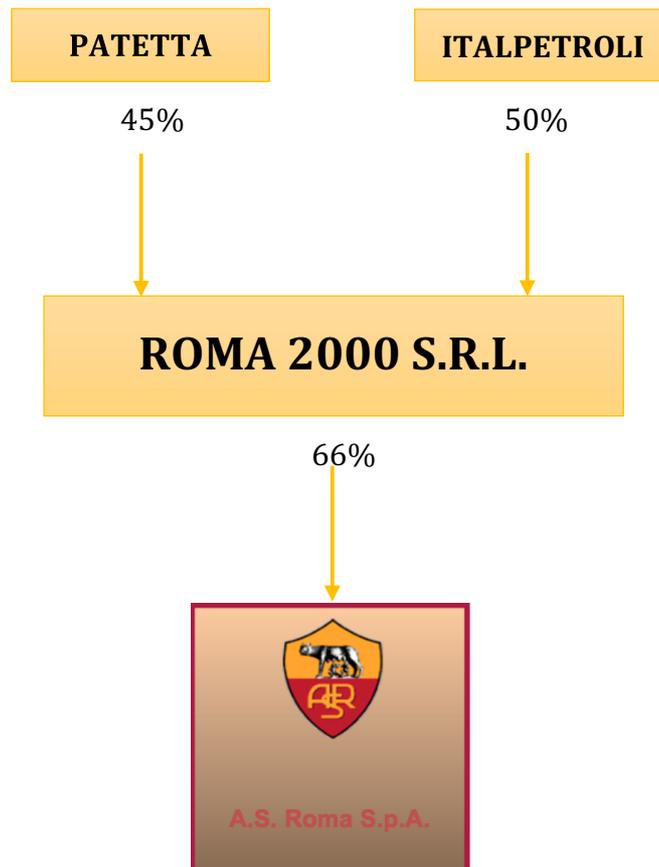
Furono collocate azioni per un valore di €13milioni, corrispondenti al 29% del capitale sociale interamente detenuto dal presidente Sensi ma, le azioni richieste, furono circa 3.5 volte quanto offerto, per un valore di circa €45milioni. Il prezzo proposto per le azioni era di €5,5 con lotti minimi da 500 azioni, portando quindi il Club ad una capitalizzazione pari a 555miliardi di lire³⁷.

Con uno sguardo alla catena di controllo del Gruppo, la AS Roma, fino a questo momento, era controllata indirettamente da Italtel con una partecipazione pari al 67% del capitale sociale; tale partecipazione era detenuta per la quasi totalità da Roma 2000 S.R.L.

³⁷http://archiviostorico.gazzetta.it/2000/maggio/23/oggi_Roma_quotata_Borsa_ga_0_0005_238328.shtml?refresh_ce-cp

(società di riferimento dell'AS Roma, di cui Franco Sensi era amministratore unico), che possedeva circa il 66% del capitale; la percentuale restante del capitale era del mercato. Nel 2004, però, la situazione cominciò ad essere non più così idilliaca come nell'anno dello scudetto: Italtipetrolli registrava debiti per un ammontare di €640milioni.

La struttura societaria al momento risultava essere, essenzialmente, così composta:



Il risanamento finanziario della società passò per le mani del gruppo Capitalia, in particolare per Banca di Roma.

L' accordo raggiunto tra quest'ultima e la famiglia Sensi prevedeva, per Italtipetrolli, la conversione in capitale di finanziamenti già erogati dallo stesso gruppo bancario, in un contesto di un più ampio piano di ristrutturazione finanziaria del "gruppo Sensi". In particolare, tale accordo prevedeva:

1. la cessione nel breve termine di asset di pronta liquidabilità, i cui incassi avrebbero permesso, tramite la canalizzazione dei conseguenti flussi finanziari, di rimborsare

il debito della controllante Roma 2000 S.R.L. nei confronti della società AS Roma S.p.A e il pagamento dei debiti da parte della controllante medesima;

- una semplificazione della struttura societaria attraverso una sola holding di controllo, ossia Italtpetroli. A tale scopo, quest'ultima acquistò l'intero pacchetto azionario della Immobiliare Patetta S.p.A. che, detenendo il 45% di Roma 2000 S.R.L., sommato al 50% già detenuto dalla Compagnia, le permise di ottenere il 95% di Roma 2000 S.R.L. ed il controllo, indirettamente, della società A.S. Roma S.p.A..

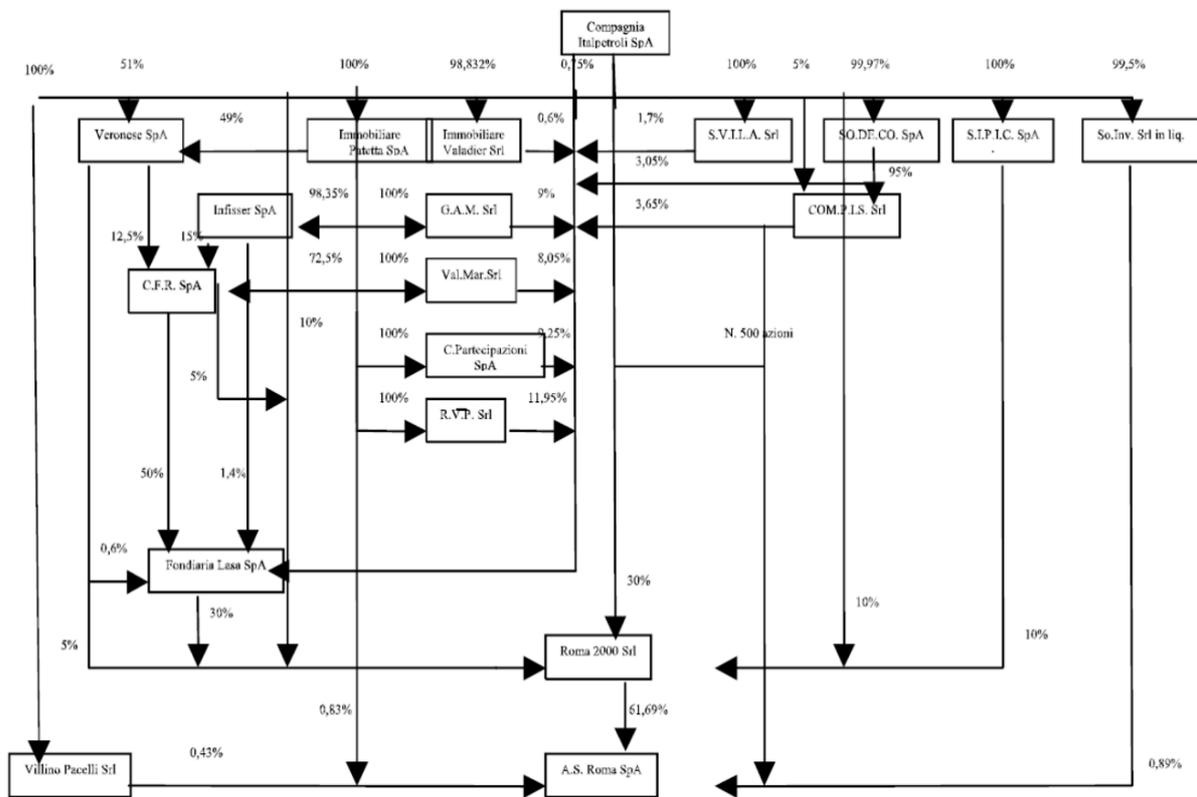
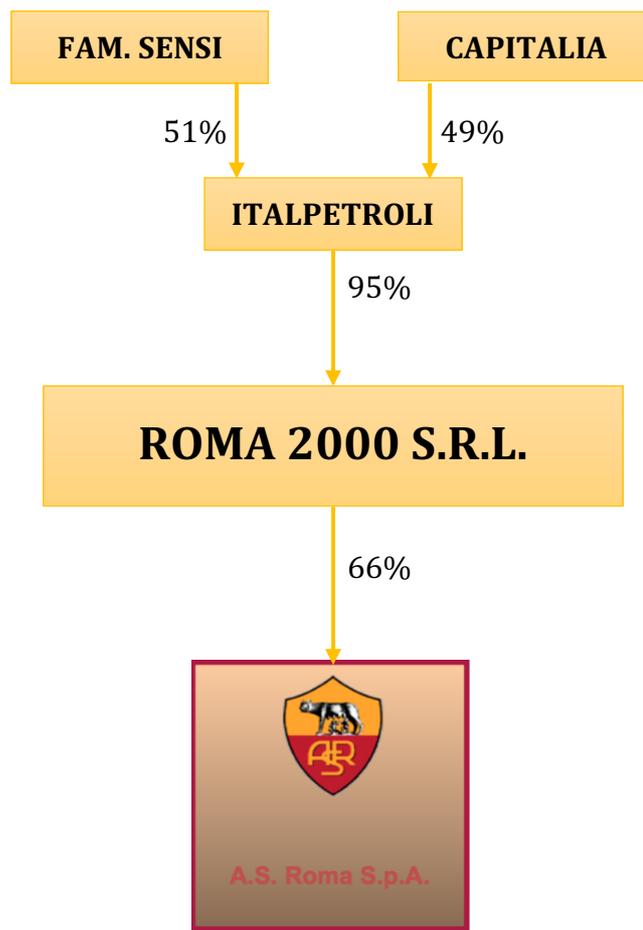


Figura 5: catena di controllo di Roma 2000 S.R.L. fino a risalire alle partecipazioni detenute dalla famiglia Sensi

Tramite questo accordo, Banca di Roma, trasformando in **azioni** parte dei propri crediti per un importo pari a €35milioni, deterrà una partecipazione pari al 49% in Compagnia Italtpetroli. In questo modo, Capitalia, acquisirà una partecipazione di natura puramente finanziaria, con l'obiettivo di contribuire al rafforzamento dell'implementazione del piano di risanamento³⁸.

³⁸ Comunicato di stampa congiunto tra Capitalia e famiglia Sensi, 31 Marzo 2004.



La società, dopo questa prima fase, visse una lunga fase di transizione divisa tra le ragioni della banca (Capitalia poi assorbita da UniCredit), che cercava acquirenti tra cui troviamo l'oligarca russo Kerimov e l'imprenditore statunitense Soros, e quelle dei tifosi, ancora legati alla Famiglia Sensi e preoccupati per il futuro del Club.

La situazione negli anni successivi non migliorò, anzi, nel 2010 la società rischiò di fallire con oltre €400milioni di debiti, €325milioni con UniCredit e circa €80milioni con Mps.

L'8 Luglio dello stesso anno però, la famiglia Sensi ed Unicredit firmarono davanti al collegio arbitrale una lettera d'intenti per azzerare il debito di Italpetroli. Tale accordo, sancì la scissione parziale e proporzionale di Italpetroli, con la contestuale nascita di una nuova società di controllo dell'AS Roma S.p.A, denominata "**NewCo Roma**" partecipata dalla Famiglia Sensi e da Unicredit rispettivamente per il 51% ed il 49%. In questa nuova società, verrà trasferito il 67% del Club giallorosso, diventando così quest'ultima proprietaria di un compendio scisso, sostanzialmente composto dalla partecipazione di Roma 2000 S.R.L. e da debito.

La NewCo Roma, ebbe il compito di valorizzare la società e di venderla. A tale scopo, la ricerca venne affidata all'advisor *Rotshschild Italia*, che analizzò nel mercato una serie di validi investitori in grado di coprire l'EV della società, pari a circa €150milioni.

Interessante può essere confrontare tale valore con quello ricavato dal modello multivariato proposto da Markham. Utilizzando i dati presenti nel bilancio di Giugno 2010, la formula diventa:

$$\begin{aligned} \text{Club Valuation} &= (\text{Revenue} + \text{Net Assets}) \times [(\text{Net Profit} + \text{Revenue})/\text{Revenue}] \times (\text{Stadium} \\ &\quad \text{Capacity \%}) \div (\text{Wage Ratio \%}) = \\ &= \{(137.044 - 13.200) \times [(-22.077/137.044) + 1] \times 0,56^{39}\} / 0,78 = \\ &= \mathbf{\text{€74.590milioni}} \end{aligned}$$

Possiamo vedere come il valore sia di circa €75milioni (più della metà) inferiore rispetto a quanto proposto dagli amministratori. Tale valore può essere in parte spiegabile da:

- l'utilizzo di un valore relativo alla % di riempimento stadio inferiore;
- la poca rilevanza data all'indice di redditività e di conseguenza all'utile (perdita) del club; è ormai risaputo come pochissimi club europei riescano ad ottenere margini positivi, rendendo quindi necessaria la copertura di tali perdite a fine di ogni esercizio;
- il valore di avviamento⁴⁰, spiegato sia da ragioni extra-economiche, in particolar ragioni emotivo-affettive, sia da ragione economiche come la capacità di generare ricavi futuri e di conseguenza un valore atteso dall'investimento molto superiore. A ciò va aggiunto il valore intrinseco del mercato di riferimento, caratterizzato dal boom delle partite di calcio sulle pay-tv, a seguito dell'internazionalizzazione delle operazioni commerciali dei club, gli investimenti in stadi privati e moderni⁴¹ e la struttura dei ricavi dei club, le cui fonti sono uguali per ogni club, ma la loro

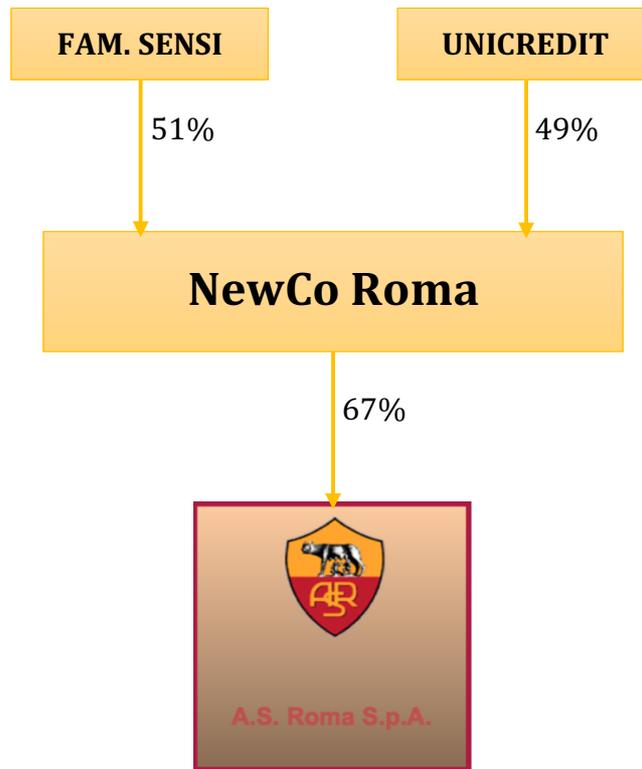
³⁹ Tale valore è approssimativo in quanto è stato utilizzato un valore di capacità massima assoluta, quando molto probabilmente, durante i match casalinghi alcuni settori non vengono presi in considerazione in quanto chiusi.

⁴⁰ L'avviamento è rappresentato dal maggior valore che viene attribuito ad un'azienda rispetto alla somma algebrica di tutte le singole attività e passività che compongono il patrimonio rivalutato.

⁴¹ https://www.agi.it/sport/calcio_squadre_valore_euro_juventus_real_madrid-1833528/news/2017-06-01/

incidenza cambia in modo sostanziale da campionato a campionato, influenzando e non poco il volume di ricavi conseguiti.⁴²

La catena di controllo della AS Roma S.p.A., nel 2010, risultò quindi essere:



2.3.1. La nuova proprietà Americana: la struttura del deal

Sulla scrivania dell'advisor arrivarono cinque offerte tra cui, la più rilevante, fu sicuramente essere quella della cordata USA messa insieme dall'imprenditore Thomas DiBenedetto, tale per cui Italtel ed UniCredit gli concedettero una trattativa esclusiva di 30 giorni.

L'oggetto del deal vede la "Di Benedetto AS Roma LLC stipulare con Roma 2000 S.R.L., un contratto di compravendita per effetto del quale la stessa Di Benedetto AS Roma LLC, attraverso una *holding* (NEEP Roma Holding S.p.A.), che verrà costituita insieme ad Unicredit S.p.A., acquisterà la partecipazione di controllo in AS Roma S.p.A e promuoverà, ad esito di detto acquisto, un'OPA obbligatoria⁴³. Tale OPA fu promossa su tutte le azioni

⁴² Vedi differenza tra il volume dei Ricavi dell'AS Roma e quello ottenuto dal Man Utd.

⁴³ L'OPA si dice obbligatoria quando un soggetto detiene, a seguito di acquisti a titolo oneroso, una partecipazione nel capitale ordinario della società superiore al 30%.

di AS Roma S.p.A. diverse da quelle costituenti la quota detenuta da NEEP, per un prezzo per azione pari ad €0,6781.

Tale *holding*, sarà partecipata al 60% dalla Di Benedetto AS Roma LLC ed al 40% dal Unicredit. Più nel dettaglio acquisirà:

- il 67,097% del capitale sociale, ossia la partecipazione di maggioranza, al prezzo di €60.300milioni;
- l'intero capitale sociale di ASR Real Estate S.R.L., che detiene in leasing il centro sportivo di Trigoria, al prezzo di €6milioni;
- l'intero capitale sociale di Brand Management S.R.L. al prezzo di €4milioni.

Per un totale di €70.300milioni.

L'efficacia di tale contratto, è però subordinata al verificarsi di queste condizioni:

- il rilascio del nulla-osta da parte dell'autorità antitrust, volta a verificare la sussistenza di impedimenti che inficiano lo svolgimento dell'attività;
- la concessione ad AS Roma S.p.A di un *vendor loan*⁴⁴ da parte di Roma 2000 S.R.L. della durata di dieci anni e dall'importo di €10milioni;
- la sottoscrizione da parte di AS Roma di un accordo di finanziamento, sotto forma di *term loan*⁴⁵, con Unicredit, di durata cinque anni per un importo di €30milioni.

Il mancato rispetto di tali condizioni avrebbe comportato la risoluzione contestuale del contratto di compravendita.

Verificatesi tutte le condizioni suddette, in data 18 Agosto 2011, si perfezionò l'**operazione di acquisizione** da parte di NEEP Roma Holding S.p.A. (NEEP) della partecipazione dei maggioranza (67.097%) del capitale sociale di AS Roma S.p.A ceduta da Roma 2000 S.R.L. secondo quanto definito nel contratto di compravendita stipulato in data 15 Aprile 2011. Da questa data quindi, NEEP rappresentò la nuova proprietà dell'AS Roma.

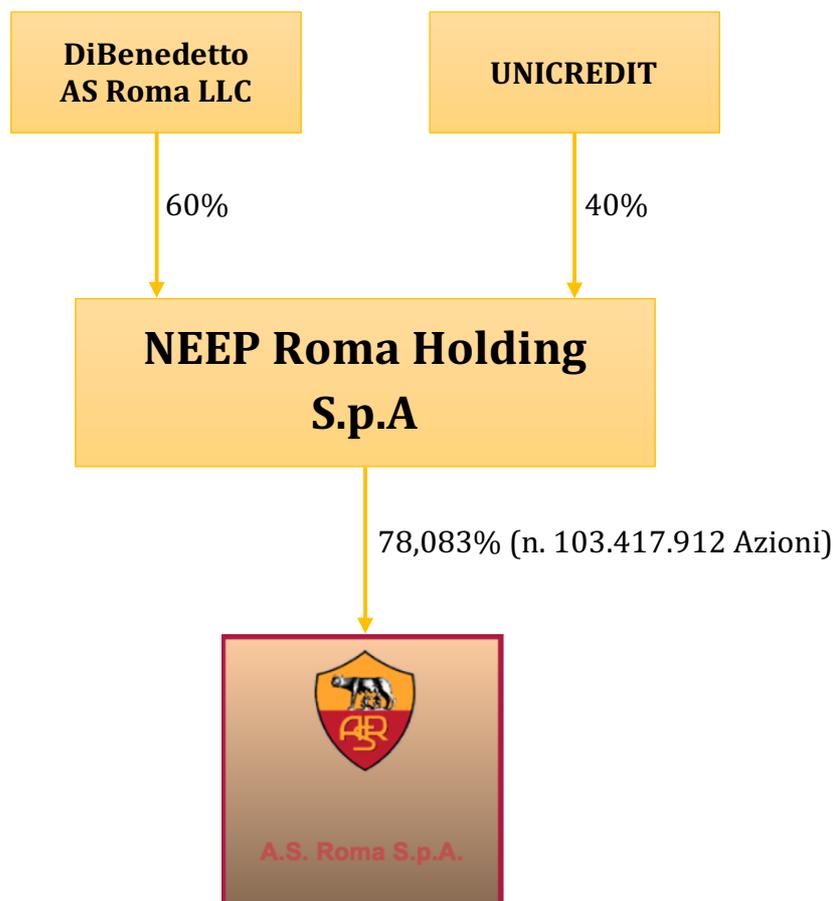
Quest'ultimo è obbligato ad offrirsi come acquirente per l'intera quantità delle azioni residue, consentendo agli azionisti di minoranza, che non gradiscono il cambio di controllo, di vendere le proprie azioni.

⁴⁴ Il *vendor loan* è un contratto di finanziamento in cui il venditore concede un prestito al compratore prendendo la forma di un pagamento differito di parte del prezzo d'acquisto.

Successivamente, a seguito delle intese raggiunte, AS Roma S.p.a deliberò un aumento di capitale scindibile, suddiviso in tre tanche, fino ad un massimo di €80milioni, di cui la prima pari ad un massimo di €50milioni.

La chiusura dell'OPA suddetta, comportò, con le azioni portate in adesione da alcuni azionisti di minoranza (pari al 10,941% del capitale sociale), un incremento della quota di partecipazione di NEEP Roma Holding S.p.A al 78,083% del capitale sociale di A.S. Roma S.p.A, riducendo il numero di azioni in circolazione non rappresentative della partecipazione di maggioranza (flottante).

Post-acquisizione, prendendo in considerazione la conseguente modifica degli assetti societari, la catena di controllo dell'AS Roma S.p.A, risultò essere:



Nell'anno successivo, DiBenedetto si dimette dalla carica di Presidente; su delibera del CdA venne nominato James Pallotta il quale, già nel 2011, costituì il fondo "RAPTOR HOLDCO LLC", che li permise successivamente di comprare il 9% di NEEP detenuto da Unicredit. Successivamente, nel 2014, il rimanente 31% della partecipazione di Unicredit

in NEEP passò ad AS Roma SPV LLC⁴⁶, per un corrispettivo di €33milioni, liquidando quindi in toto la banca dall'azionariato di NEEP Roma Holding S.p.A.. La prima, in data 26/10/2015 oltre a possedere, n. 11.707.728 azioni pari al 2,944% del capitale sociale di A.S. Roma S.p.A. esercita attività di direzione e coordinamento sulla A.S. Roma S.p.A..

In conseguenza di tali cessioni, AS Roma SPV, LLC incrementa la propria quota azionaria in NEEP al 100% del capitale azionario. Nel mese di giugno 2014, sono state emesse ulteriori azioni ordinarie (n.265.046.592) di A.S. Roma S.p.A., le quali sono state offerte in opzione agli azionisti ad un prezzo di sottoscrizione pari a €0,377. I diritti di opzione, validi per la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, furono esercitabili, a pena di decadenza, entro il 18 luglio 2014; in questo periodo, NEEP ha sottoscritto integralmente la quota di sua competenza dell'aumento di capitale. Successivamente, sono state sottoscritte ulteriori nuove azioni (n. 4.597.342), di cui 4.000.000 da parte di NEEP, grazie alla quale le permisero di detenere il 79,044% del capitale sociale della società.

Facendo un po' di chiarezza in seguito a tutti questi avvicendamenti societari, possiamo calcolare l'effettivo importo investito dai proprietari americani, ossia NEEP Roma Holding S.p.A., nella società giallorossa.

Tabella 3: importo investimento acquisto A.S. Roma S.p.A.⁴⁷

Investimento NEEP Roma Holding S.p.A		
	%	€
Acquisto n. 88.918.686 azioni (0,6781€ cadauna) A.S. Roma S.p.A.	67,10%	60.300.000
Acquisto Azioni Brand Management	100%	4.000.000
Acquisto Azioni ASR Real Estate	100%	6.000.000
n. 14.500.026 Azioni post chiusura OPA	10,94%	9.832.468
TOTALE		80.132.468

Come mostrato nella Tabella 3, dai documenti di bilancio a nostra disposizione, la cordata americana ha versato circa €80milioni; tale cifra, può essere più comodamente suddivisa in €70,3milioni relativi all'acquisto iniziale in data 18 agosto 2011 ed in €9,8milioni relativi alle azioni portate in adesione all'OPA le quali, sommate a quelle già detenute, costituiscono una partecipazione pari al 78,038% del capitale sociale sottoscritto e versato di A.S. Roma S.p.A..

⁴⁶ Precedentemente DiBenedetto AS Roma, LLC.

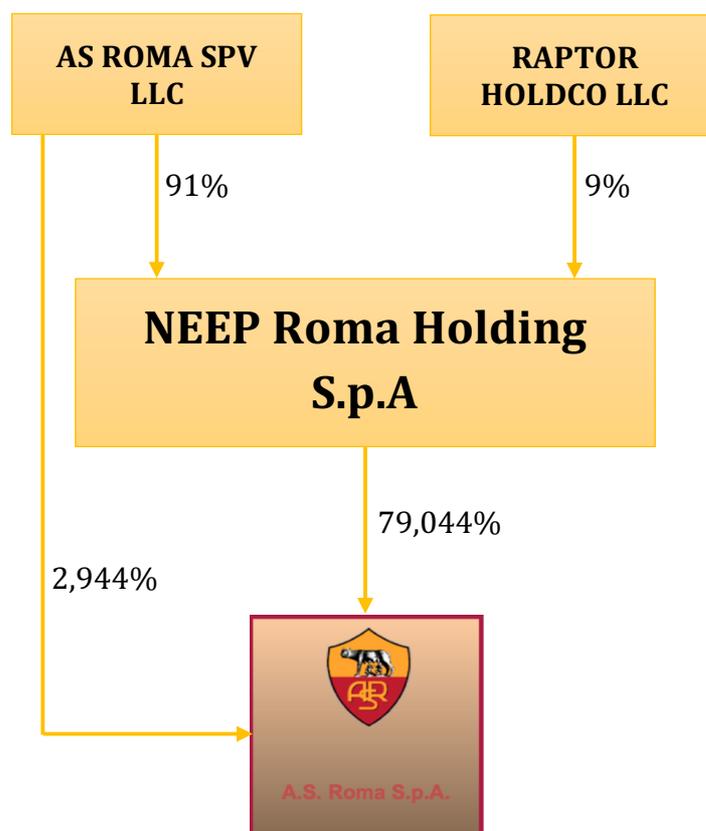
⁴⁷ Fonte: ns elaborazione su dati di bilancio relativi agli anni 2011 e 2012

A tale somma, che riguarda esclusivamente l'acquisto della partecipazione di maggioranza, vanno sommati tutti gli apporti di denaro per l'aumento di capitale i quali, possono essere suddivisi, essenzialmente, in tre *tranche*, per un ammontare massimo di €100milioni⁴⁸:

1. la prima tranche, da versare entro il 31 maggio 2012, per un importo massimo di €50milioni;
2. la seconda tranche, pari ad un importo, secondo il bilancio relativo all'esercizio che termina il 30 giugno 2013, di €26,550milioni;
3. mentre la terza ed ultima tranche, pari a €23,450milioni, riscontrabile nel bilancio conclusosi il 30 giugno 2014.

Questo valore, sommato agli 80 sborsati inizialmente, fanno un investimento totale di circa €180milioni.

La situazione attuale, a comando della società giallorossa è quindi rappresentata da:



⁴⁸ L'assemblea degli azionisti aveva contestualmente annullato il precedente aumento di capitale sociale deliberato dall'Assemblea Straordinaria della società in data 30 gennaio 2012.

2.3.2. Analisi dei prospetti contabili

La società A.S. Roma S.p.A. ci da la possibilità, mettendole a disposizione di chiunque nel proprio sito, di ottenere, e quindi nel nostro caso esaminare, assieme ai comunicati ufficiali ed ai verbali delle assemblee, tutte le relazioni finanziarie ed i relativi documenti di bilancio obbligatori, quali Stato Patrimoniale, Conto Economico e Nota Integrativa.

Nel nostro caso, prenderemo in considerazione il bilancio relativo all'esercizio con chiusura giugno 2011, quello relativo all'esercizio successivo, e l'ultimo bilancio a nostra disposizione, cercando in questo modo di analizzare le variabili di bilancio più significative intercorse nel processo di M&A.

Il Conto Economico

CONTO ECONOMICO				
I dati sono in milioni di €	2016	2013	2012	2011
RICAVI				
di cui da Gare	52,137	21,24	14,802	31,017
di cui Altri Proventi	15,702	20,425	17,876	15,281
di cui da Diritti TV	126,386	66,014	64,407	78,042
TOALE	194,226	107,679	97,085	124,340
COSTI				
di cui per il personale	150,660	91,998	101,319	105,435
TOTALE	198,948	130,661	132,965	136,070
Gestione operativa calciatori	64,167	10,986	9,060	4,453
EBITDA	59,444	-11,996	-26,819	-7,276
EBIT	6,243	-43,248	-57,599	-31,151
RISULTATO NETTO	-10,433	-43,010	-58,268	-30,589

Tabella 4: Conto Economico di ns elaborazione su dati di bilancio

La Tabella 4, rappresenta una nostra elaborazione dei dati contenuti nel Conto Economico fornitoci dalla società, tramite il quale ci siamo ricavati le voci di maggiore importanza per la nostra analisi.

In questo documento contabile, voci degne di nota sono principalmente i Ricavi, con la loro composizione, ed i Costi, la cui somma algebrica, una volta tolti gli ammortamenti, gli interessi e le imposte, ci consente di ottenere il risultato netto, voce che successivamente troveremo anche nel passivo dello Stato Patrimoniale.

I **ricavi totali** nei bilanci delle società di calcio, sono costituiti da:

- entrate del botteghino (gare);
- entrate commerciali (attività di marketing);
- entrate da cessione dei diritti TV.

È importante dire che, ai fini della nostra analisi, la voce dei ricavi è poco influenzata, se non indirettamente, da tutti gli aspetti gestionali derivanti la M&A.

Dico indirettamente perché, maggiori ricavi commerciali, o maggiori ricavi da gare, derivano sicuramente da, sia un cambio di mentalità che la nuova gestione può aver portato, come per esempio politiche di marketing più imprenditoriali, e sia dalla pura e semplice curiosità dei tifosi nel vedere le sorti della propria squadra del cuore, magari incentivati da una campagna acquisti stellare, facendo prevalere quindi gli aspetti emotivi di questo business. A tutto ciò vanno aggiunti i risultati sportivi sia nazionali, come la vittoria del campionato, che europei, come la qualificazione alle competizioni europee, i cui premi modificano positivamente tale voce di natura economica.

Questo però non sembra essere il caso dell'A.S. Roma S.p.A.

La voce dei ricavi, nel corso degli anni, ha un andamento prettamente altalenante, il cui corpus maggiore è costituito dai ricavi dei diritti televisivi e dai ricavi dal botteghino. Entrambe, sono voci che risentono quasi esclusivamente dei risultati sportivi ed è per questo motivo che non ce la sentiamo di ricondurre, tale fluttuazione, al cambio gestionale della società.

La voce dei **costi totali** invece, merita una menzione particolare.

Tale voce, oltre ai vari costi gestionali, come quelli riguardanti la manutenzione dello stadio, è costituita principalmente dalla voce del "costo del personale"; quest'ultima, può essere interessante analizzarla in quanto, se rapportata ai ricavi, può rappresentare un ottimo indicatore sulla capacità effettiva della società di gestire il loro asset più importante (vedi indicatore costo del lavoro allargato a pag. 63).

Importante, è prendere in considerazione l'**EBITDA**, il quale permette di evidenziare il reddito generato dall'impresa solo nella sua gestione operativa, oltre a permettere di comparare i vari Club, in termini di profittabilità, tra loro.

Secondo questo indicatore, il passaggio societario sembra non aver giovato al club, in quanto siamo passati da un margine operativo lordo positivo nel 2011 (€2,680milioni), ad uno negativo nel 2012 (€-16,699milioni), anno post-acquisizione.

Molto probabilmente, l'ebitda positivo ha svolto la sua parte nell'incentivare la proprietà americana nell'acquisto del Club, nonostante i risultati d'esercizio sempre negativi.

Il **risultato netto**, negli anni in analisi è sempre preceduto dal segno negativo, passando da un valore pre-acquisizione, nel 2011, di €-30,589milioni, ad un valore post-acquisizione, nel 2012, di €-58,268milioni, il quale rappresenta il valore più basso conseguito nella gestione americana.

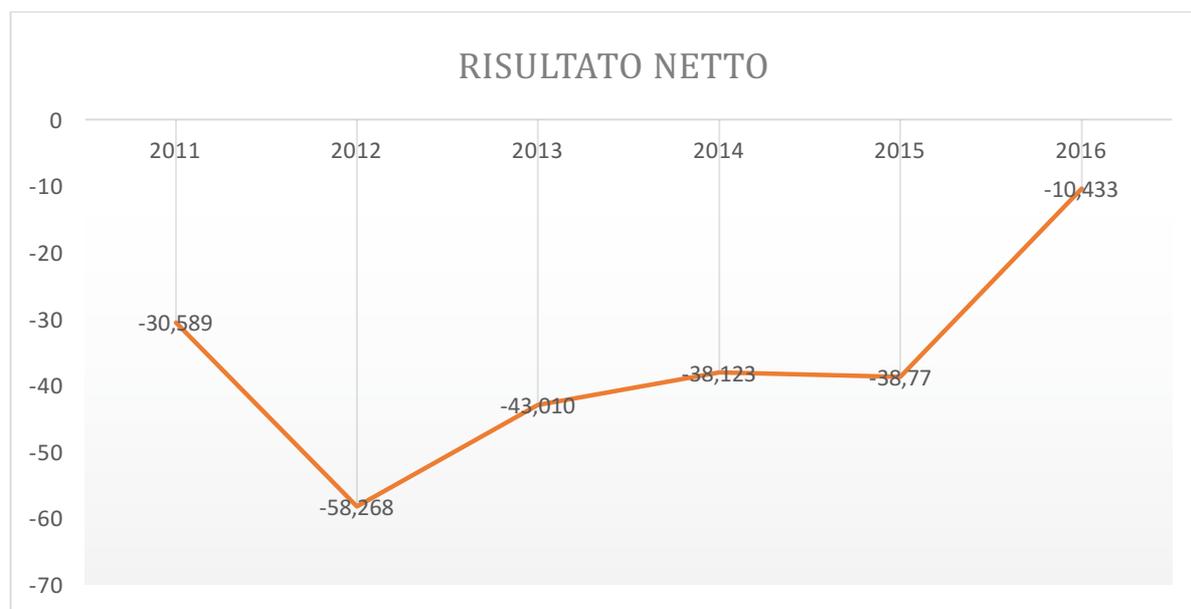


Grafico 2: livelli del risultato netto su ns elaborazione dati di bilancio

Grazie al “Grafico 1”, possiamo notare come, solo nell’anno post-acquisizione i livelli di perdita siano aumentati. Negli anni successivi invece, vediamo come la società, di fronte anche ad esigenze di *fair-play finanziario*, abbia cercato di diminuire la perdita ad ogni esercizio; questo perché con l’introduzione del FPF, le società devono, al termine di ogni esercizio, ottenere il pareggio di bilancio. La UEFA sancì che “le società non debbano avere perdite superiori a una certa soglia, che cala anno dopo anno: 45 milioni complessivi nel periodo 2012-2015; 30 milioni nel triennio 2015-2017; mentre dal 2018 il massimo di passivo che una società potrà avere sarà di 5 milioni”⁴⁹ (si fa riferimento all’EBT per evitare che si creino disparità tra le diverse aliquote applicate in Europa).

⁴⁹ Marco Bellinazzo, “Goal Economy. Come la finanza globale ha trasformato il calcio”, Baldini&Castoldi, 2015. Pag. 22.

Il Club ha potuto raggiungere questo obiettivo tramite, per prima cosa, una più accurata gestione del parco calciatori; lo strumento delle plusvalenze, ha infatti permesso alla società di ottenere, nel corso degli anni, un trend di crescita dell'ebitda, dell'ebit e di conseguenza del risultato netto; a ciò, va affiancato una costante crescita del fatturato, sia riconducibile a risultati sportivi sempre migliori, sia da migliori risultati dell'attività commerciale la quale, però, è sempre influenzata, come detto precedentemente, dai risultati del campo.

È importante quindi riuscire a creare una sorta di circolo virtuoso "risultati sportivi-risultati economici", grazie al quale la Società è in grado di far fronte a tutte le fonti senza il bisogno di versamenti da parte dei soci (auto-finanziamento).

Lo Stato Patrimoniale

STATO PATRIMONIALE				
i dati sono in milioni di €	2016	2013	2012	2011
ATTIVO:				
ATTIVITA' NON CORRENTI				
di cui diritti prestaz. calciatori	192,592	78,748	82,934	37,46
di cui partecipazioni	131,983	123,422	123,422	123,422
di cui altre attività non correnti	5,417	14,993	8,427	2,889
TOTALE	333,803	235,331	233,066	181,674
ATTIVITA' CORRENTI				
di cui crediti commerciali	66,839	37,507	39,572	26,353
di cui disponibilità liquide	0,321	7,652	21,150	1,180
di cui altre attività correnti	41,629	6,762	6,934	7,012
TOTALE	108,826	54,7	70,704	36,002
TOTALE ATTIVO	442,630	290,031	303,771	217,675

Tabella 5: attivo patrimoniale di ns elaborazione su dati di bilancio

La maggior porzione dell'attivo dello Stato Patrimoniale, nei Club sportivi, la detengono le "attività non correnti", caratterizzate principalmente dai "Diritti Pluriennali alle Prestazioni dei Calciatori", che costituiscono l'asset principale per le società di calcio⁵⁰.

⁵⁰ Solitamente i contratti dei calciatori sono sempre superiori ai 12 mesi.

Tra l'anno pre-acquisizione e l'anno post-acquisizione, registrano un incremento di circa €50milioni, dovuto principalmente agli investimenti fatti nel parco calciatori da parte della società. Molte volte infatti, per riprendere il concetto prima definito del circolo virtuoso "risultati sportivi-risultati economici", il primo passo per arrivare a questo è rappresentato dall'acquisto di "stelle", con lo scopo indiretto di riempire sempre di più lo stadio e di conseguenza aumentare i ricavi; ricordiamo infatti che, la percentuale di riempimento dello stadio, costituisce una variabile importante nella formula di Markham per la definizione dell'EV, dove maggiore è tale valore, maggiore sarà il risultato finale.

Altra componente importante, nel caso A.S. Roma S.p.A., sono le **partecipazioni**. Questo in quanto, la società detiene partecipazioni di maggioranza, rispettivamente del 99,99% e del 37,50%, in "Soccer S.A.S", responsabile delle attività di marketing, merchandising ed editoriali, ed in "S.D.S. Società Diritti Sportivi S.R.L. in liquidazione", costituita per la gestione dei diritti televisivi delle quattro società fondatrici (Roma, Parla, Fiorentina e Lazio).

Nel 2016, le partecipazioni sono aumentate in quanto, nella ad oggi liquidata S.D.S., il Club deteneva l'11,34% del capitale sociale, pari ad un valore nominale di €22,680milioni; il club detiene partecipazioni anche in "ASR Media and Sponsorship S.R.L.", società responsabile delle c.d. attività di "Direct Media Rights" collegate al canale Tv e al canale radio.

Passando alle **attività correnti**, esse sono riconducibili, in particolar modo, ai "crediti commerciali". Quest'ultimi sono costituiti principalmente, per il 70% circa, da "crediti v/ società di calcio, relativi alla quota a breve riveniente dalla cessione di diritti alle prestazioni sportive dei calciatori o di relativi proventi accessori.

Oltre alle **disponibilità liquide**, costituite dal versamento dei soci per l'aumento futuro di capitale, un importo notevole ce l'hanno le "**altre attività correnti**". In quest'ultima voce possiamo notare una sorta di "americanizzazione" del Club, questo perché, tale voce è costituita principalmente dai "crediti verso entità controllate" e, più in particolare, dalla canalizzazione degli incassi derivanti dalla fatturazione di diritti audiovisivi e non centralizzati dalla Lega e dalla partecipazione ai tornei UEFA; parlo di "americanizzazione" perché, solo con la nuova proprietà, la società ha cominciato a sfruttare canali commerciali non convenzionali come il canale tv ed il canale radio.

La somma delle due attività, ci da il totale dell'**attivo**.

Già dall'anno post-acquisizione, possiamo notare un balzo in alto dell'attivo dovuto principalmente ai forti investimenti della nuova proprietà sul parco giocatori; il valore dei diritti alle prestazioni sportive dei calciatori è infatti passato da un valore di circa €37milioni ad uno di circa €83milioni.

Negli anni successivi, oltre ad una piccola flessione nell'anno 2013, l'attivo ha registrato una crescita costante, toccando quota €442,630milioni nel giugno 2016.

Lo stesso andamento è stato seguito dal **passivo** dello stato patrimoniale.

STATO PATRIMONIALE				
i dati sono in milioni	2016	2013	2012	2011
PASSIVO:				
PATRIMONIO NETTO				
di cui Capitale Sociale	59,635	19,878	19,878	19,878
di cui Riserva sovrapprezzo azioni	60,159	11,547	11,547	37,034
di cui Riserva Legale	1,987	1,987	1,987	1,987
di cui Riserva Azionisti c/futuro aumento di capitale sociale	20,514	76,550	50,000	0
Utile (perdita) portato a nuovo	-162,649	-58,268	0	5,102
Utile (perdita) d'esercizio	-10,433	-43,009	-58,268	-30,589
TOTALE	5,734	49,826	66,285	74,553
PASSIVITA' NON CORRENTI				
di cui Finanziamenti	172,587	0	50,825	0
di cui Debiti commerciali	46,284	20,000	19,554	11,15
di cui altri debiti non correnti	4,97	9,531	9,870	9,958
TOTALE	231,723	46,635	97,272	37,326
PASSIVITA' CORRENTI				
di cui Debiti commerciali	123,721	65,032	69,604	25,933
di cui Finanziamenti	20,616	97,152	26,438	56,658
di cui Debiti Tributari	16,757	0,591	6,768	7,829
di cui altre passività	43,391	29,955	36,543	15,547
TOTALE	205,174	193,57	140,214	105,796
TOTALE PASSVO	442,630	290,031	303,771	217,675

Tabella 6: passivo patrimoniale di ns elaborazione su dati di bilancio

Di grande importanza, nel nostro caso, è analizzare tutti i vari movimenti avvenuti nel **Patrimonio Netto**.

Per prima cosa, il valore di tale voce presenta un costante decremento, da un valore di €74,553milioni nell'anno pre-acquisizione, ad un valore di €5milioni nel bilancio del 2016.

La diminuzione intercorsa tra i due anni, 2011-2012, deriva principalmente dalla deliberata copertura della perdita di esercizio al 30giugno 2011 tramite le Riserva Sovrapprezzo Azioni e la Riserva Utili a nuovo; importante è capire, tramite le sotto-voci del patrimonio netto come sia stata coperta tale perdita.

(Dati in migliaia di Euro)	Capitale sociale	Riserva legale	Riserva sovrapprezzo azioni	Riserva utili (perdite) a nuovo	Riserva da conferimento	Riserva FTA	Altre Riserve	Risultato di esercizio	Patrimonio netto
Valori al 30 giugno 2011	19.878	1.987	37.034	5.102	123.101	(85.933)	3.973	(30.589)	74.553
Copertura perdita di esercizio ⁽¹⁾	-	-	(25.487)	(5.102)	-	-	-	30.589	0
Versamenti soci c/futuro aumento del Capitale Sociale	-	-	-	-	-	-	50.000	-	50.000
Risultato al 30 giugno 2012	-	-	-	-	-	-	-	(58.268)	(58.268)
Valori al 30 giugno 2012	19.878	1.987	11.547	0	123.101	(85.933)	53.973	(58.268)	66.285
Copertura perdita di esercizio ⁽²⁾	-	-	-	(58.268)	-	-	-	58.268	0
Versamenti soci c/futuro aumento del Capitale Sociale	-	-	-	-	-	-	26.550	-	26.550
Risultato al 30 giugno 2013	-	-	-	-	-	-	-	(43.009)	(43.009)
Valori al 30 giugno 2013	19.878	1.987	11.547	(58.268)	123.101	(85.933)	80.523	(43.009)	49.826

Tabella 7: prospetto delle variazioni del patrimonio netto⁵¹

Dalla Tabella 7, vediamo infatti come la perdita registrata al giugno 2011 di €-30,589milioni, sia stata coperta per €5,102milioni tramite la “Riserva utili (perdite) a nuovo” e per €25,487milioni tramite la “Riserva sovrapprezzo azioni”.

A seguito di tali movimenti, la prima risulta a giugno 2012 pari a zero, mentre la seconda, da un valore di €37,034milioni, al 30 giugno 2012 risultava essere pari a €11,547milioni. Importante è notare come vi sia un valore di €50,000milioni nella “Riserva azionisti c/futuro aumento di Capitale Sociale⁵²”; tale valore è riconducibile alla prima tranche di versamenti effettuati dal NEEP Roma Holding S.p.A., secondo quanto stabilito dagli accordi inerenti agli assetti proprietari in ambito di un aumento del capitale sociale in più tranche, fino ad un massimo di €80milioni.

⁵¹ Fonte: bilancio A.S. Roma S.p.A. di giugno 2013.

⁵² In tale riserva, vengono depositati tutti quei versamenti, eseguiti dai soci, in previsione di un futuro aumento di capitale. Tali versamenti quindi hanno uno specifico vincolo di destinazione.

Passando alla perdita di €58,268milioni, rinvenuta nell'esercizio successivo, quest'ultima fu "coperta" letteralmente spostando tale importo nella "Riserva utili (perdite) a nuovo". Dico letteralmente in quanto, ciò rappresenta una copertura c.d. "virtuale", la quale permette di raggiungere l'equilibrio economico ma non l'equilibrio finanziario (auto-finanziamento). A questo venne inoltre affiancato, per una parziale copertura, l'utilizzo di "Altre Riserve" e della "Riserva sovrapprezzo azioni".

Come per l'esercizio precedente, inoltre, fu depositata nella "Riserva azionisti c/futuro aumento di Capitale Sociale", per un importo di €26,550milioni, la seconda tranche dell'aumento di capitale.

È proprio grazie a questi versamenti, che la proprietà riuscì a calmierare le perdite annuali, riuscendo a limitare la diminuzione del patrimonio netto.

Gli anni che andremo a vedere ora, non sono presenti nelle nostre tabelle riassuntive relative al Conto Economico ed allo Stato Patrimoniale, ma può essere molto interessante spiegare quanto fatto nell'esercizio con chiusura giugno 2015.

(Dati in migliaia di Euro)	Capitale sociale	Riserva legale	Riserva sovrapprezzo azioni	Riserva utili (perdite) a nuovo	Riserva da conferimento	Riserva FTA	Riserva utili (perdite) attuariali	Altre Riserve	Risultato di esercizio	Patrimonio netto
Valori al 30 giugno 2013	19.878	1.987	11.547	(58.268)	123.101	(85.933)	0	80.523	(43.009)	49.826
Copertura perdita di esercizio ⁽¹⁾	-	-	(11.547)	(27.489)	-	-	-	(3.973)	43.009	-
Versamenti soci c/futuro aumento del Capitale Sociale	-	-	-	-	-	-	-	23.450	-	23.450
Adeguamento riserva utili (perdite) attuariali	-	-	-	-	-	-	(142)	-	-	(142)
Risultato al 30.06.2014	-	-	-	-	-	-	-	-	(38.123)	(38.123)
Valori al 30 giugno 2014	19.878	1.987	0	(85.757)	123.101	(85.933)	(142)	100.000	(38.123)	35.011
Copertura perdita di esercizio ⁽²⁾	-	-	-	(38.123)	-	-	-	-	38.123	-
Aumento del Capitale Sociale	39.757	-	60.166	-	-	-	-	(79.486)	-	20.437
Proventi / oneri aum. Cap. Soc.	-	-	(6)	-	-	-	-	-	-	(6)
Adeguamento riserva utili (perdite) attuariali	-	-	-	-	-	-	(127)	-	-	(127)
Risultato al 30.06.2015	-	-	-	-	-	-	-	-	(38.770)	(38.770)
Valori al 30 giugno 2015	59.635	1.987	60.160	(123.880)	123.101	(85.933)	(269)	20.514	(38.770)	16.545

Tabella 8: prospetto variazioni patrimonio netto relativo all'esercizio 2014/2015⁵³.

A fine luglio 2014, sono state sottoscritte nuove azioni dal valore nominale di €0,15 cadauna, per un valore di €39,757milioni, comportando un valore del Capitale Sociale pari ad €59,635milioni; la "Riserva sovrapprezzo azioni", inoltre, registrò un incremento di €60,166milioni, pari ad un sovrapprezzo di €0,227 per ciascuna azione.

⁵³ Fonte: bilancio A.S. Roma S.p.A.

Questi due aumenti, pari a €99,923milioni, sono stati eseguiti per €79,486milioni da NEEP Roma Holding S.p.A, tramite parte dei versamenti fino ad ora fatti nella “Riserva azionisti c/futuro aumento di Capitale Sociale” per un valore totale di €100milioni (nell’esercizio precedente infatti furono versati ulteriori €23,450milioni), mentre i residui €20,437milioni, sono stati versati dal mercato, che ha aderito positivamente all’OPA promossa dalla *holding*.

Ecco quindi spiegato anche il valore del Capitale Sociale, a giugno 2016, di €59,635milioni. Passando alle **passività non correnti**, nell’anno pre-acquisizione sono state pari ad €37,326milioni, mentre nell’anno post-acquisizione hanno subito un incremento fino ad €97,272milioni.

Tale incremento, pari a €50,826milioni, deriva essenzialmente dai finanziamenti a lungo termine stipulati dalla proprietà americana, che si compongono di €30milioni con Unicredit S.p.A (c.d. Term Loan) e di €20,826milioni con Roma 2000 S.R.L. (c.d. Vendor Loan).

L’incremento dei debiti commerciali negli anni successivi, è determinato dalle acquisizioni di diritti pluriennali alle prestazioni sportive dei calciatori per la quota relativa dei debiti esigibile oltre i 12 mesi.

Nel 2016, il totale di queste passività ammontavano ad €231,723milioni, in netto aumento rispetto agli anni precedenti; questo è dovuto al nuovo finanziamento, stipulato dalla proprietà, con Goldman Sachs International, con lo scopo di attuare un processo di consolidamento e riorganizzazione funzionale del gruppo A.S. Roma S.p.A., oltre a permettere alla società di rimborsare il proprio indebitamento finanziario pregresso.

Le **passività correnti** invece, nel caso in questione sono essenzialmente costituite come le “non correnti”, con l’unica differenza che si fa riferimento a finanziamenti e debiti commerciali di breve termine.

I debiti commerciale a breve, hanno la medesima composizione di quanto descritto sopra, ma ovviamente fanno riferimento alla quota esigibile entro i 12 mesi; esse rappresentano la quota maggiore di tale passività, con un valore a bilancio, nel 2016, di €123,721milioni. I finanziamenti a breve invece, in diminuzione di €29,544milioni rispetto all’anno pre-acquisizione, si riferiscono al debito in confronto di Unicredit Factoring, a valere su crediti futuri da licenza di diritti audiovisivi e da sponsorizzazione; tale diminuzione è riconducibile sia all’erogazione di anticipazioni, sia al conseguimento di incassi derivanti crediti ceduti.



Grafico 3: ns elaborazione dell'andamento delle attività e delle passività su dati di bilancio.

Per concludere il nostro ragionamento, la situazione patrimoniale della società è caratterizzata da una costante erosione del patrimonio netto, principalmente causata dalla copertura del risultato netto negativo di bilancio, e dall'aumento degli Assets e di conseguenza dei debiti (passività).

Questo è alla base del processo, attuato dalla proprietà americana, di dotare la società di una buona situazione sia economico che finanziaria. Ciò è raggiungibile, in primis, tramite la gestione del parco giocatore puntando, tramite l'acquisto di giocatori di qualità, ad ottenere ottimi risultati sul campo, a cui è poi collegato, come già detto, un miglioramento della performance economica della società. Con le nuove regole del *fair-play finanziario*, inoltre, vi è l'obbligo da parte della società, di chiudere il bilancio in pareggio, rappresentando un ulteriore incentivo per migliorare la situazione dei conti dei vari Club, sia italiani che europei.

Gli indicatori di bilancio: liquidità, indebitamento e costo del lavoro allargato

Per una più completa analisi della situazione sia economico-patrimoniale della società, ricorriamo all'utilizzo di alcuni indicatori utilizzati dal sistema di controllo della Lega, sia di A che di B, del nostro calcio; i quali sono:

- *indicatore di liquidità*: ci permette di misurare il grado di equilibrio finanziario di breve termine. In caso di non rispetto di tale indice, la società è tenuta a depositare un piano finanziario nel quale vengono descritte le misure volte a riportare la

società nel parametro stabilito; il non rispetto inoltre, implica l'utilizzo di ulteriori due indicatori, definiti come **correttivi**, quali:

- *indicatore di indebitamento*: misura il grado complessivo di indebitamento in relazione al Valore della Produzione;
- *indicatore del costo del lavoro allargato*: misura il peso economico del costo del lavoro rispetto ai ricavi ordinari.

La FIGC, per poter esprimere un giudizio sullo stato di salute delle società, ha stabilito alcuni valori, che possono essere minimi come per il caso dell'indicatore di liquidità, e di soglia nel caso dell'indicatore d'indebitamento e del costo del lavoro allargato.

Tali valori sono descritti nella seguente tabella:

STAGIONE SPORTIVA	INDICATORE DI LIQUIDITA'	INDICATORE DI INDEBITAMENTO	INDICATORE DEL COSTO DEL LAVORO ALLARGATO
2016/2017	> 0,40	< 2,00	< 0,90
2017/2018	> 0,50	< 1,75	< 0,85
2018/2019	> 0,60	< 1,50	< 0,80

Tabella 9: ns elaborazione delle indicazioni dateci dalla Lega sul rispetto degli indicatori di controllo

Nella nostra analisi, utilizzeremo tutti e tre questi indicatori, in modo da fornire una visione più completa della situazione del Club nel periodo pre-acquisizione e post-acquisizione.

Partiamo dall'**indicatore della liquidità**, la cui formula è:

$$\text{Indicatore liquidità} = \text{Attività correnti} / \text{Passività correnti}$$

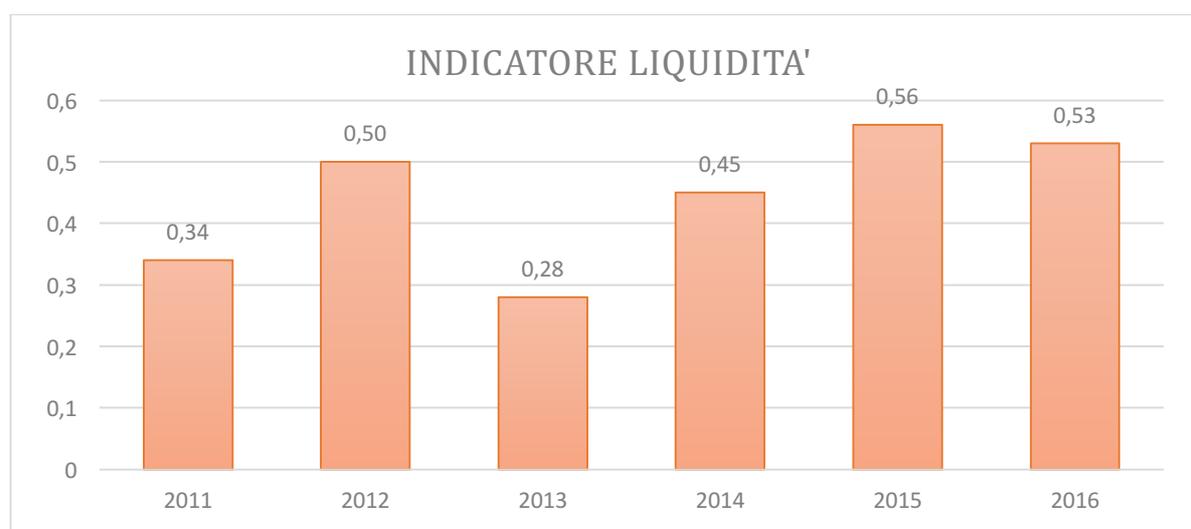


Grafico 4: ns elaborazione su valori ottenuti dai dati di bilancio

Come visto dalla Tabella 9, secondo i valori soglia minimi stabiliti dalla FIGC, i valori ottenuti dall'indicatore di liquidità possano essere considerati accettabili, se maggiori, od uguali, a 0,40.

Nel nostro caso, già dal primo anno in esame, ossia nell'anno pre-acquisizione, il valore risulta pari a 0,34, un valore nettamente inferiore a quello soglia definito dalla Lega.

Il debito per le anticipazioni di factoring con "Unicredit Factoring", sicuramente grava su tale indicatore, aumentando il valore delle passività correnti.

Nel 2012, l'anno post-acquisizione, tale indicatore è nettamente migliorato, attestandosi ad un valore di 0,50, addirittura accettabile anche per la stagione 2017/2018, la cui soglia massima è definita proprio a 0,50.

L'aumento delle Attività, come visto dalla Tabella 4, è in parte riconducibile all'aumento delle disponibilità liquide, determinato dal versamento di €21,315milioni, effettuato dagli azionisti di maggioranza di conto futuro aumento di capitale sociale.

Il valore delle passività è anch'esso aumentato rispetto all'anno precedente: il club ha conseguito incassi per i crediti ceduti, diminuendone il valore di tale voce; sono aumentati invece i debiti verso le società di calcio di circa €35milioni.

Il miglioramento generale dell'indicatore è frutto quindi di una gestione più accurata dei crediti e dei debiti, oltre ad un aiuto, in termine di versamenti di liquidità, da parte della proprietà. Il tutto ha permesso un aumento delle Attività più che proporzionale rispetto alle Passività.

Il valore risulta pressoché sempre superiore rispetto al valore soglia, fuorché nell'anno 2013, il quale lo possiamo definire ancora come un anno di "assestamento societario".

L'indicatore per l'anno in questione è pari a 0,28, il valore più basso in assoluto durante la gestione americana.

Tale valore è dovuto:

1. alla diminuzione del valore delle disponibilità liquide, le quali beneficiavano del versamento effettuato l'anno prima dai soci. Tale diminuzione comporta una conseguente diminuzione pure delle Attività;
2. un aumento di circa €70milioni dei debiti di finanziamento a breve termine, in parte dovuto al mancato rispetto dei *Covenants*⁵⁴ di riferimento del c.d. Term Loan

⁵⁴ In questo caso, si tratta di covenants di natura patrimoniale, ossia l'utilizzo di clausole che prevedono l'obbligo del mantenimento del rapporto Debiti/Capitale Sociale nella misura

(€30milioni circa), e la conseguente richiesta, da parte dell'istituto di credito, del rimborso in via anticipata.

Negli anni successivi, l'indicatore si attesta, in media, ad un valore superiore a 0,50, simbolo di una corretta gestione patrimoniale da parte della proprietà.

Importante è notare il netto miglioramento post-acquisizione.

L'anno 2013, come detto precedente, a nostro modo di vedere, può essere considerato come anno di transizione, da non prendere propriamente in considerazione: è un anno in cui si presenta la maggior forbice tra passività correnti e passività non correnti, a dimostrazione di come siamo di fronte ad un periodo di assestamento societario, caratterizzato da debiti esigibili entro in 12 mesi e la riscossione di crediti oltre l'anno. Tale politica, comporterebbe un incremento del rischio di credito, il quale viene attenuato in modo considerevole tramite l'utilizzo di operazioni di factoring; questo comporta un aumento successivo dei debiti di breve e al conseguente peggioramento dell'indicatore.

Passiamo all'**indicatore dell'indebitamento**, con formula:

$$\text{Indicatore indebitamento} = \text{Debiti} / \text{Valore della Produzione}$$

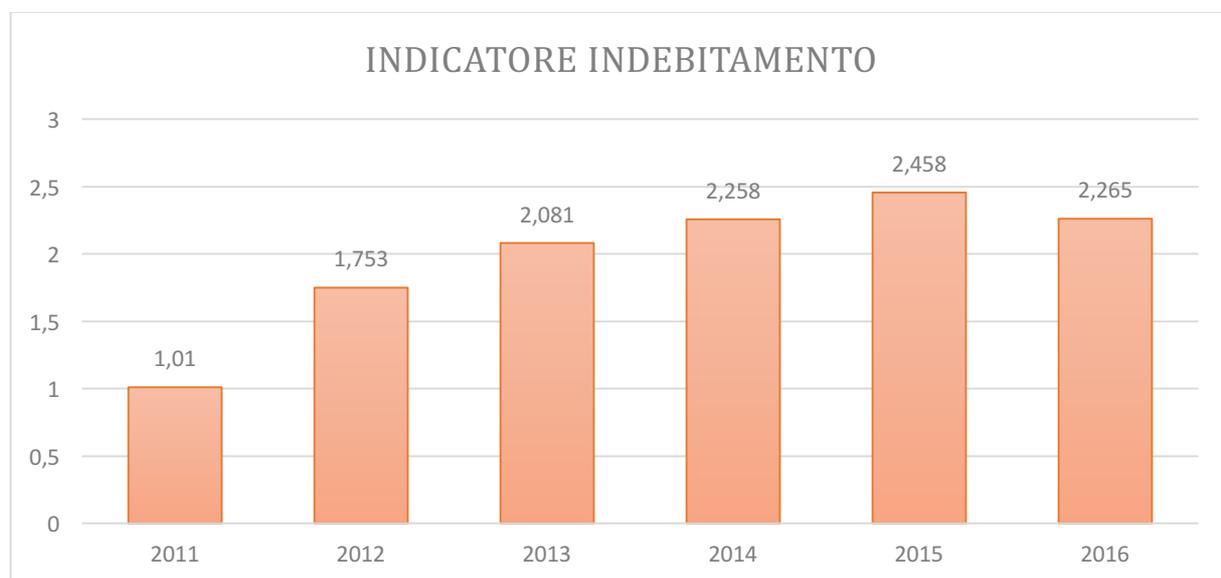


Grafico 5: ns elaborazione su valori ottenuti dai dati di bilancio

Per prima cosa, secondo il valore massimo accettato dalla Lega per la stagione 2016/2017, andrebbero considerati accettabili solo gli indicatori relativi all'anno 2011 ed al 2012 in

minima di 1,2:1 fino al giugno 2013; da luglio 2013 invece, tale rapporto non dovrà essere maggiore di 1,5:1, mentre dal luglio 2014 dovrà essere inferiore a 1:1.

quanto minori di 2. Essendo però un indicatore c.d. "correttivo", questo non verrà preso in considerazione se non nel caso di un indicatore di liquidità inferiore alla soglia minima, caso che non riguarda la società A.S. Roma S.p.A.

Ciò che balza subito all'occhio, è la costante crescita del valore stimato, con una lieve diminuzione nel finale.

Come definito dalla formula, tale indicatore aumenta, o all'aumentare dei debiti, o alla diminuzione dei ricavi, ed è proprio ciò che è successo tra l'anno pre-acquisizione (2011) e l'anno post-acquisizione (2012), in cui si è registrato un aumento dell'indebitamento di circa il 70%.

L'aumento dei debiti, è riconducibile alla stipula di nuovi contratti di finanziamento tra la proprietà e gli istituti di crediti, oltre, come nel caso del Vendor Loan, anche con parti collegate.

Piuttosto del denominatore, che prende in considerazioni solamente valori di carattere economico, potrebbe essere più utile analizzare il numeratore

Nel corso degli anni, è aumentato del 231% circa e tale aumento deriva soprattutto, sia da un aumento dei finanziamenti di lungo termine, stipulati con Goldman Sachs per il rafforzamento della struttura patrimoniale del club, e sia dei debiti commerciali a breve, in particolare verso le società di calcio, relativi all'acquisizione dei diritti sportivi del calciatore.

Composizione dell'indebitamento finanziario netto a breve e medio-lungo termine (€/000)	Variazione Euro/000	30-giu-12 Euro/000	30-giu-11 Euro/000
Debiti finanziari a medio e lungo termine:			
- verso Banche correlate	(30.000)	(30.000)	0
- verso Altri finanziatori	0		0
- verso soggetti correlati	(20.826)	(20.826)	0
Totale indebitamento a medio e lungo termine	(50.826)	(50.826)	0
Crediti finanziari a medio e lungo termine	0		
Posizione finanziaria a medio e lungo termine	(50.826)	(50.826)	0
Debiti finanziari a breve termine:			
- verso Banche	1.908	0	(1.908)
- verso Banche (imprese correlate)	(1.232)	(1.232)	0
- verso imprese controllate e collegate	0		0
- verso altri finanziatori	29.544	(25.206)	(54.750)
Totale indebitamento a breve termine	30.220	(26.438)	(56.658)
Disponibilità e Crediti finanziari a breve termine			
- Disponibilità	20.202	22.509	2.307
- attività finanziarie	(520)	0	520
- verso imprese controllate e collegate	0	0	0
- verso soggetti correlati	0	0	0
Totale disponibilità e crediti a breve termine	19.682	22.509	2.827
Posizione finanziaria a breve termine	49.902	(3.929)	(53.831)
Totale PFN (A+B)	(924)	(54.755)	(53.831)

Tabella 10: prospetto della posizione finanziaria netta⁵⁵

⁵⁵ Fonte: bilancio d'esercizio di giugno 2012

La Tabella 9 ci permette di studiare la composizione della posizione finanziaria netta. Tra l'anno pre-acquisizione e l'anno post-acquisizione l'importo dell'indebitamento è rimasto pressoché uguale, rispettivamente €-53,831milioni ed €-54,755milioni, ma andando più nel dettaglio, la natura di tale indebitamento risulta essere sostanzialmente diversa.

Partendo dal 2011, anno pre-acquisizione, la posizione finanziaria netta della società era pressoché costituita da debiti di breve termine, con l'indebitamento nel lungo periodo pari a 0.

La situazione, però, si ribaltò nell'anno post-acquisizione, dove per gli accordi raggiunti ad agosto 2011 tra Unicredit e la proprietà inerenti alla cessione della partecipazione di controllo della società, l'indebitamento era costituito per €50,8milioni da debiti non correnti e per 26,4milioni da debiti con scadenza entro i 12 mesi.

L'indebitamento è meno problematico se di medio/lungo termine; per di più è consigliabile mantenere una coerenza "temporale" tra investimenti e finanziamenti, non dovendo così pagare anticipatamente debiti senza avere incassato gli investimenti. Di per sé quindi, l'indebitamento non è un problema, ma ciò dipende se deriva, o da investimenti che mi permettono, in futuro, di produrre più utili, o se invece deriva da una gestione che brucia liquidità.

Più alto è il valore dell'indicatore e più difficile risulterà rispettare tale criterio temporale.

L'ultimo indicatore è il c.d. **indicatore del costo del lavoro allargato**. La formula per determinarlo è composta da elementi di Conto Economico, quali:

$$\text{Indicatore costo del lavoro allargato} = \text{Costo del lavoro allargato} / \text{Ricavi}$$



Grafico 6: ns elaborazione su valori ottenuti dai dati di bilancio

Tale indicatore è molto importante, in quanto dimostra la capacità della società di gestire uno tra i suoi asset più importante: il parco giocatori.

Questo rapporto, lo troviamo pure nella formula di Markham per la definizione dell'EV della società a riprova dell'incidenza che questo valore ha sia da un punto di vista economico e sia da un punto di vista aziendale.

Nel dettaglio, come da Tabella 8, per la stagione appena conclusa, l'indicatore ha un valore accettabile solo se il suo valore era inferiore a 0,90; dalla prossima stagione invece il valore soglia diminuirà a 0,85.

Nel caso in questione, nell'anno 2016, la società è riuscita ad ottimizzare la gestione del parco calciatori, attestando questo rapporto ad un valore di 0,833, a differenza degli anni precedenti, dove si era sempre ben superiori al valore soglia, con un valore medio di 0,97. Per questo indicatore, è difficile trarre delle conclusioni, in quanto prende in considerazione voci del bilancio che non risentono direttamente dell'operazione oggetto della nostra analisi, come è anche dimostrabile dai valori del Grafico 6.

Quello che possiamo dire però, è la presenza di un regolare miglioramento ottenuto nel corso della gestione americana nella gestione del parco giocatori, in particolar modo sfruttando le plusvalenze da cessioni dei diritti alle prestazioni dei calciatori.⁵⁶

I valori elevati degli anni precedenti, sono spiegabili con il "maggior desiderio" della società di garantire alla piazza calciatori di spessore, senza preoccuparsi di gestire in modo accurato i costi generali del Club. C'è da dire inoltre che questa politica dovrebbe essere affiancata da una politica pro-ricavi, il cui obiettivo è quindi un aumento del fatturato, in modo da poter bilanciare il risultato derivante da tale rapporto.

Andamento titolo azionario

Per concludere la nostra analisi, ed avere una visione più completa dello scenario sia pre che post-acquisizione, può essere utile vedere come abbia reagito il mercato alla notizia dell'acquisto della società giallorossa.

È facile vedere come, in data 15 aprile 2011, a seguito del comunicato con oggetto l'acquisto della partecipazione di controllo da parte di DiBenedetto AS Roma LLC (AS Roma SPV LLC) attraverso la holding NEEP Roma Holding S.p.A., la quotazione del titolo

⁵⁶ Dalla stagione 2011 alla stagione 2016, tale valore è passato da €18,405milioni ad €77,478milioni.

abbia registrato un significativo ribasso, da un valore che sfiorava quasi quota €1,2 ad uno molto vicino ad €0,7.



Grafico 7: andamento titolo azionario A.S. Roma S.p.A. 2012⁵⁷

Tale quotazione, si è mantenuta stabile sino al termine di periodo di adesione all’OPA (novembre 2011), momento in cui si è registrata un’ulteriore flessione in ribasso, fino a €0,5 arrivando a toccare il valore minimo di €0,44 per azione a giugno 2012.

Ad oggi, il valore risulta pressoché simile. Come dal Grafico 7 infatti, il valore del titolo oscilla in un range che va da €0,4 ad €0,6,

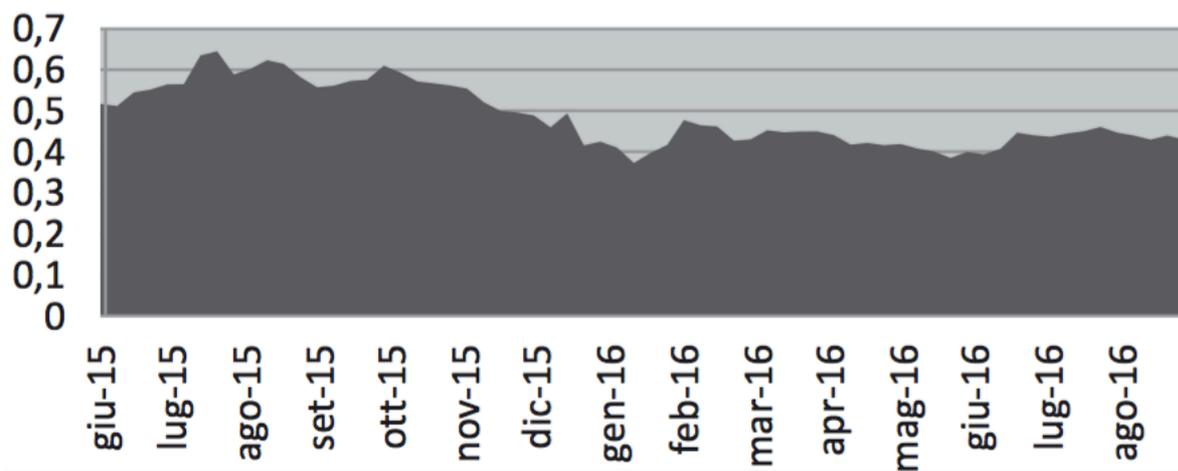


Grafico 8: andamento titolo azionario A.S. Roma S.p.A. 2016.⁵⁸

⁵⁷ Fonte: bilancio d’esercizio A.S. Roma S.p.A. di giugno 2012.

⁵⁸ Fonte: bilancio d’esercizio A.S. Roma S.p.A. di giugno 2016.

Ci viene da dire, vedendo l'andamento del titolo, come l'operazione straordinaria di M&A, abbia influito abbastanza negativamente sulla quotazione in borsa della società.

Questo andamento può essere soprattutto riconducibile all'aspetto aleatorio di tale operazione, tra le prime avvenute in Italia, che vede il passaggio di una società, simbolo del calcio italiano, ad una cordata americana; lo stabilizzarsi successivo del valore azionario, deriva sicuramente dall'incertezza che ancora caratterizza questa tipologia di operazione nel calcio, soprattutto italiano, e la poca fiducia che il mercato ripone in quest'ultime per risollevare le sorti del settore calcio italiano.

2.4. Caso Manchester United

2.4.1. Un excursus storico

Il Manchester United, fondato nel 1878 con il nome di Newton Heath L&YR F.C., può essere considerata, oltre ad una delle squadre più vincenti del calcio inglese ed europeo, il primo caso di “Public Company” calcistica, in cui vi è la separazione tra controllo, affidato a manager esperti, e proprietà. Nei primi anni del ‘900, il Club presentava un grave squilibrio finanziario, con oltre £2.500 di debiti ed una crisi di liquidità, tuttavia fu salvato da un birraio locale, John Davies, il quale cambiò il nome della società in “Manchester United” nel 1902.

Con la morte di Davies avvenuta nel 1927, il club ebbe un’ulteriore crisi finanziaria ma, grazie all’intervento di James Gibson nel 1931, riuscì a sopravvivere.

Nel 1951, con la morte di Gibson, la proprietà del Club passò alla moglie.

Nel frattempo, un imprenditore locale, Louis Edwards, cominciò ad accumulare azioni del MUTD diventandone presidente nel 1965; il figlio Martin, acquistò la quota di partecipazione di Alan Gibson (figlio di James Gibson), e diventò l’azionista di maggioranza e successivamente presidente con la morte del padre. Durante la sua presidenza, il Club fu oggetto di numerose trattative di acquisto, la più importante delle quali fu fatta nel 1989, dal magante Michael Knighton, di circa £20milioni ma proprio quando la trattativa sembrò essere conclusa, i suoi principali finanziatori si tirarono indietro, costringendo Knighton ad accontentarsi di un posto nel consiglio di amministrazione del Club.

Nel 1991, il Manchester United fu quotato nella Borsa di Londra.

Nel 1992, i *Red Devils*, così la squadra è chiamata tra i suoi tifosi, furono oggetto di un clamoroso tentativo di scalata da parte del proprietario dell’attuale “Sky”, Ruper Murdoch, il quale era pronto a versare un assegno da £623milioni; il Manchester United, come da caratteristica delle Public Company, ha sempre pagato un dividendo agli azionisti⁵⁹, rappresentava per il magante australiano una grande opportunità per aumentare il proprio giro d’affari.

Questo non fu visto di buon occhio oltre la manica.

⁵⁹ Questo perché gli azionisti, se non ottengono un ritorno dal proprio investimento, vendono le loro azioni, questo ne fa calare il prezzo e di conseguenza il capital gain.

Fece scalpore infatti che, il proprietario di un network che detiene i diritti di trasmissione della Premier League, voglia controllare uno tra i principali Club.

La questione divenne in breve tempo affare di stato; i tabloid britannici denunciarono il sostegno mediatico che i giornali di Murdoch diedero al Primo ministro Tony Blair nelle elezioni del 1997, mettendo inoltre sotto lente d'ingrandimento l'amicizia tra la figlia di Murdoch e il braccio destro di Blair.

Tutto questo portò il tycoon australiano ad abbandonare i suoi propositi di acquisto⁶⁰.

2.4.2. La nuova proprietà: il primo esempio di LBO nel settore calcio

Venuti a conoscenza della ricerca di nuovi finanziatori da parte del CdA del Club di Manchester, la Famiglia Glazer, già proprietaria dei Tampa Bay Buccaneers National Football League dal 1995, nel marzo del 2003 decisero di acquistare il 2,9% delle azioni della società dei *red devils* per un valore intorno ai £9milioni, arrivando a fine anno a possedere una quota intorno al 15%.

Nel febbraio del 2004, aumentarono la loro quota nel capitale sociale al 16,31% e nei giorni seguenti, alcuni tabloid locali, riportavano come vi fosse l'intenzione da parte della famiglia di procedere ad un'offerta di acquisto, valutando il Club per un totale di £741milioni.

In data 27 settembre 2004, il *material shareholdings*⁶¹, era costituito da:

The Cubic Expression Company Limited	75,736,960	28.9%
Malcolm I Glazer Family Limited Partnership	50,268,029	19.2%
Mountbarrow Investments Limited	17,000,000	6.5%
Legal & General Group Plc	8,156,644	3.1%

Figura 6: azionisti di maggioranza.⁶²

La loro quota aumentò progressivamente, arrivando a detenere 50.268.029 azioni corrispondenti al 19,2% del capitale sociale, mentre, già nell'ottobre dello stesso anno, la

⁶⁰ Marco Bellinazzo, "Goal Economy. Come la finanza globale ha trasformato il calcio", Baldini&Castoldi, 2015. Pag. 169.

⁶¹ Con questo termine vengono definiti tutti quei shareholders che, con la loro quota nel capitale sociale, presentano un'influenza rilevante nella società.

⁶² Fonte: bilancio d'esercizio Manchester United PLC 2004.

loro quota salì 30%, potendo quindi procedere con una prima proposta d'acquisto, successivamente riproposta e modificata nel dicembre dello stesso anno.

Il 12 maggio, Red Football Ltd, la società veicolo creata appositamente dalla famiglia Glazer per l'acquisto dei *red devils*, raggiunse un accordo con i due soci di maggioranza John Magnier e JP McManus per l'acquisto della quota, pari al 28,7% della loro società "Cubic Expression Company Limited"; ottennero in questo modo una partecipazione totale del 57%. A questo punto, si assicuraron pure la quota del terzo azionista di maggioranza, l'imprenditore scozzese Harry Dobson, incrementando la loro quota al 63%. Entro il 13 maggio, i Glazer, rastrellando un ulteriore 12,8% delle quote tra i piccoli azionisti, ottennero la partecipazione di maggioranza, con il 74,81%, un valore appena al di sotto della soglia del 75%, che gli avrebbe consentito di procedere con il *delisting* del Club dalla Borsa di Londra e rendendo di conseguenza privata la società.

Questo avvenne appena qualche giorno dopo, portando la loro partecipazione al 75,7% e soltanto un mese dopo procedettero con la rimozione del club dal mercato azionario.

La quota appartenente ai Glazer aumentò gradualmente fino al 76,2% quando, il 23 maggio, fecero l'ultima offerta formale di acquisto di 300pence per azione con termine ultimo il 13 giugno. Nonostante la volontà nel CdA, la quota dei Glazer nel Club raggiunse, entro il 14 giugno, il 97,3%, un valore al di sotto della soglia del 97,6% necessaria per un buyout obbligatorio di tutti gli altri azionisti rimasti, prolungando quindi la scadenza dell'OPA al 27 giugno.

In una dichiarazione del 28 giugno, rilasciata da Red Football, si evince come quest'ultima detenga il 98% (259.950.194) delle azioni, costringendo quindi i rimanenti azionisti ad andarsene.

La valutazione finale del Club fu di £790milioni, circa €1,2miliardi.⁶³

Le modalità di acquisto della società da parte della cordata Americana furono una novità per il mondo del calcio.

La famiglia Glazer acquisì il controllo del Club avvalendosi di un **leveraged buy-out**⁶⁴, senza di conseguenza sborsare una sterlina. Questo tipo di operazione, prevede la creazione di una società veicolo nella quale affluiscono le risorse finanziarie dell'offerente,

⁶³ Secondo la formula di Markham, la corretta valutazione del Club sarebbe di £806,1milioni.

⁶⁴ Significa acquisizione attraverso debito.

sia equity che indebitamento. Successivamente, la NewCo, conferisce gli asset nella società target e di conseguenza procedere ad una fusione per incorporazione con la società target. Per l'effettiva realizzazione di tale operazione, l'impresa target deve essere caratterizzata, sia da un basso livello di leva finanziaria, sia da un'elevata capacità della stessa di produrre cash flow.

Nel nostro caso, la Famiglia Glazer, per l'acquisizione di **Manchester United PLC** (controllante di Manchester United Football Club Ltd), creò la **Red Football Ltd** (NewCo), ossia una società veicolo in cui far confluire inizialmente il debito contratto con le banche. Come effetto di tale operazione, Red football Ltd e Manchester United PLC si fusero, cessando quindi di essere due entità distinte.

Dopo aver raggiunto l'obiettivo, il debito a capo della NewCo fu trasferito al gruppo **Red Football Shareholder Ltd**, costituito da una complessa struttura sia di controllo che debitoria, che post-acquisizione risultava essere:

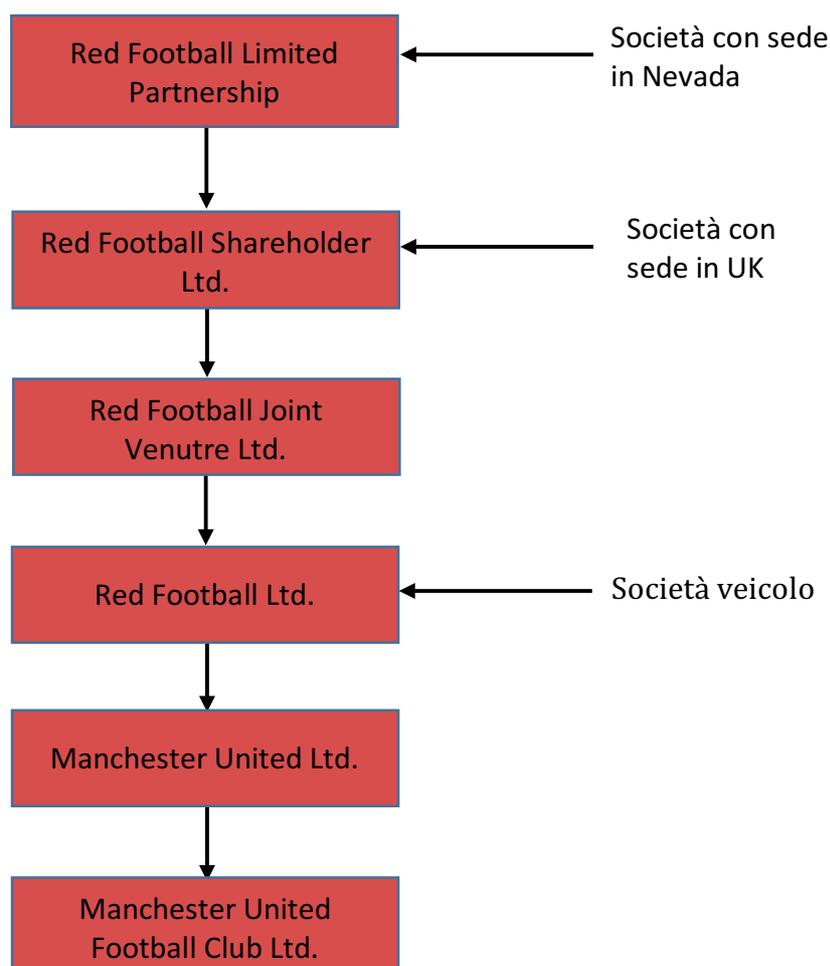


Figura 8: catena di controllo di ns elaborazione ottenuti tramite informazioni di bilancio

In Gran Bretagna, la Holding a capo del Gruppo, risulta essere Red Football Shareholder Ltd, ma tale società che risulta essere registrata ed operante oltremarina, è a sua volta controllata dal Red Football Ltd Partnership, società con responsabilità limitata e registrata in Nevada, di proprietà della famiglia Glazer.

La prima controlla direttamente Red Football Joint Venture Ltd ed indirettamente, tramite quest'ultima, Red Football Ltd, che ricordiamo essere la società veicolo indebitata e successivamente fusa con Manchester United PLC.

Ritornando alle condizioni per le quali è possibile procedere con il LBO, la società target deve essere caratterizzata da bassi valori di leva finanziaria. Nel nostro caso, utilizzando i dati presenti nel bilancio del 2004, essa è uguale:

$$\begin{aligned} \text{Leva Finanziaria} &= \text{Attivo Patrimoniale} / \text{Capitale proprio} = \\ &= 148,255 / 125,283 = \\ &= 1,183 \end{aligned}$$

Quanto più alto è questo indicatore, tanto più l'azienda ha debiti finanziari. Tale rapporto possiamo dire amplifichi il rischio, sia nel bene che nel male, quindi ad alti valori di leva, si associano alti valori di rischio.⁶⁵

Nei £790milioni sborsati per questa scalata, i £525milioni che servirono per l'effettivo acquisto della società furono interamente presi in prestito dalle banche, ad interessi piuttosto alti, e scaricati successivamente nelle casse societarie del Club di Manchester.

In sostanza, ottennero i soldi dando in pegno lo stesso Club, basandosi sulla capacità di quest'ultimo di generare flussi di classe per ripagare il debito.

Questa operazione non fu vista di buon occhio dai tifosi dei *red devils* i quali, per protesta, costituirono un fondo rivale per contendere il controllo della società; la principale ragione di tale ammutinamento furono le modalità di acquisto da parte dei Glazer, che caricarono di debiti un Club che fino all'anno prima, alla voce "Borrowed", presentava un valore pari a zero.

Nel gennaio 2010, giusto prima dell'annuncio in cui si comunicava l'aumento del debito di Red Football Ltd a £716,5milioni, la società annunciò la loro intenzione di rifinanziare il debito attraverso l'emissione di un bond ad alto rendimento con un valore di circa

⁶⁵ Fino al 2003 il LBO non era consentito in base all'art. 2358 del c.c. che proibiva di accordare prestiti o concedere finanziamenti per l'acquisto di proprie azioni.

£500milioni e scadenza 1 febbraio 2017, che consentirà ai Glazers di pagare la maggior parte dei £509milioni di debiti con le banche e di iniziare a ridurre i £202milioni di PIK (payment in kind)⁶⁶. Questi ultimi sono detenuti da Red Football Joint Venture Ltd e garantiti sulle azioni della società in Red Football Ltd e quindi del Club; se questi non fossero stati rimborsati dai Glazer entro il 2017, avrebbero perso tutte le loro azioni in Red Football Ltd; per quest'ultimo motivo, congiuntamente all'elevato tasso d'interesse del 14,25%, i PIK rappresentavano per la proprietà una priorità, dovendo essere quindi ripagati prima possibile.

La nuova quotazione in borsa

Nel 2011, alcuni rumors vedevano la volontà, da parte dei Glazer, di quotare un numero di azioni della Società in una Borsa Asiatica tra cui Hong Kong o Singapore, potendo in questo modo raccogliere £400-600milioni potenziali.

Dopo alcuni mesi senza sviluppi sul fronte asiatico, la proprietà considerò l'idea di "trasferirsi" verso gli Stati Uniti.

L'anno successivo infatti, il 2012, fu l'anno della quotazione del Club nella Borsa di New York, con l'obiettivo minimo di raccogliere \$100milioni (£64milioni).

La scelta di quotare la Società nella Borsa americana, fu dettata dalla possibilità di mantenere la doppia tipologia di azioni, A e B. La differenza più importante tra le due è che, per quanto riguarda la prima (A), ad ogni azione corrisponde un voto, mentre per le seconde (B), ogni azione da diritto a dieci voti.

Questo espediente, consentì alla famiglia Glazer, possedendo già integralmente le azioni di tipo B tramite Red Football LLC, di mantenere il controllo del club; infatti, anche nel caso in cui i Glazer avessero venduto il 90% delle azioni di tipo A del Club nell'IPO, le azioni di tipo B avrebbero garantito a loro la maggioranza dei voti.

La ragione principale però della quotazione in borsa, derivò dal bisogno di racimolare fondi tra gli azionisti; il debito in questo periodo era circa pari a £366milioni.

Questa decisione, rappresenta un importante cambiamento di strategia da parte dei Glazers in quanto, dal momento dell'acquisizione (maggio 2005), il Club ha sempre creduto che il debito in capo alla società non fosse in alcun modo un problema, vista

⁶⁶ Si tratta di un particolare tipo di obbligazione che non prevede il pagamento di interessi durante la vita del titolo, ma versa i dividendi in nuove obbligazioni fino alla scadenza. Sono strumenti di debito particolarmente utilizzati nelle operazioni di LBO.

soprattutto la capacità di quest'ultima di sfruttare al meglio i propri assets ed ottenere ricavi sempre maggiori.

La situazione però sembra essere cambiata.

Glazer cercò di stabilire il prezzo delle azioni tra i 16 ed i 20 dollari, permettendo quindi di aumentare il fair value del Club da un minimo di £2,6miliardi ad un massimo di circa £3,7miliardi⁶⁷, la SEC⁶⁸ però, bloccò i piani del magnate americano, decidendo che ogni azione fosse pari 14 dollari.

La società, debuttò in Borsa il 10 agosto 2012.

L'IPO riguardava il 10% complessivo del capitale di Manchester United PLC, offrendo solo la tipologia di azioni di classe A. Le azioni in vendita furono 16.666.667, di cui 8.333.334 furono di nuova emissione mentre le restanti furono collocate da "Red Football LLC"⁶⁹. Inizialmente, ci fu un rialzo del valore a \$14,05 per azione, ma alla chiusura il prezzo ritornò uguale a quello iniziale, valutando di conseguenza il Club \$2,3miliardi e facendolo diventare in ogni caso il Club sportivo con più valore al mondo.

Dal termine dell'IPO, Manchester United PLC fu controllata da Red Football LLC con il 58% delle azioni di classe A ed il 100% delle azioni di classe B.

Il Club infine, ricevette proventi netti, al netto delle commissioni, pari a \$110,3milioni (£70milioni), i quali furono usati per ripagare parte del debito. Le spese dell'IPO, pari a circa \$12,3milioni, furono invece pagate dal Club, mentre la Famiglia Glazer ricevette immediatamente \$110milioni, uscendone possiamo dire vincitrice.

Uno tra i più grandi investitori fu l'imprenditore americano Soros, che investì circa 3 milioni di azioni di classe A, corrispondenti ad una quota del 1,9%, per un valore di \$40,7milioni.

⁶⁷ $\$16 \times [39.685.700 (A) + 124.000.000 (B)] = \2.6milioni
 $\$20 \times [39.685.700 (A) + 124.000.000 (B)] = \$3,3\text{milioni}$

⁶⁸ Securities Exchange Commission.

⁶⁹ www.ju29ro.com/controllo-informazione/4249-il-manchester-united-sbarca-alle-cayman.html

Per la quotazione in Borsa, la proprietà modificò la catena di controllo del Club, diventando:

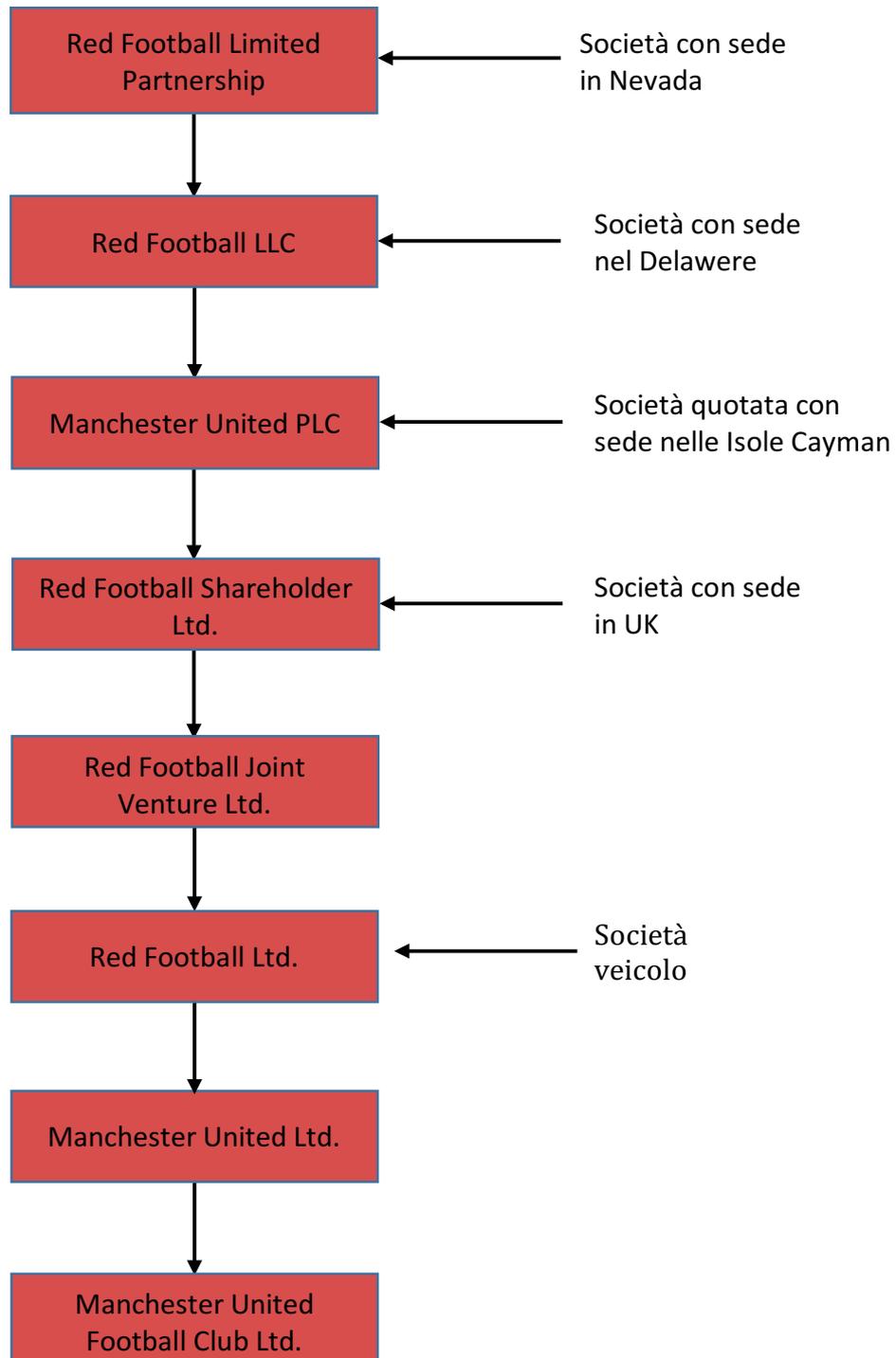


Figura 9: catena di controllo di ns elaborazione ottenuti tramite informazioni di bilancio

Da questa riorganizzazione societaria, Manchester United PLC, rappresenta la società quotata nella Borsa di New York, a cui fa capo il Manchester United. La sede di questa società è nelle Isole Cayman, in quanto questo permette di ottenere vantaggi, sia relativi ai controlli, sia di tipo fiscale derivanti dall'assenza di imposte dirette.

Ricordiamo che Manchester United PLC, fu una denominazione già utilizzata durante la prima quotazione del Club nel 1992 che, a seguito dell'operazione di LBO ed il successivo *delisting* dalla Borsa di Londra, fu sostituita con la denominazione Manchester United Ltd, tuttora presente nella struttura di controllo e società che controlla in modo diretto il Club. Quest'ultima è controllata direttamente da Red Football LLC⁷⁰.

Red Football LLC, fu creata nel 2010 da parte della famiglia proprietaria per agevolare la gestione del gruppo. Questo modello societario infatti, è un modello ibrido, in quanto presenta caratteristiche, sia delle società di persone, sia di quelle di capitali, consentendo ai soci di beneficiare della responsabilità limitata per i debiti societari, oltre ad un regime fiscale trasparente con conseguente tassazione diretta in capo ai soci.⁷¹

Red Football Shareholder Ltd, prima della riorganizzazione, costituiva l'ultima società capogruppo, con sede in UK, ma conseguentemente alla ristrutturazione della catena di controllo, Red Football LLC conferì le quote di Red Football Shareholder Ltd in Manchester United PLC, facendo così diventare quest'ultima società controllante di Red Football Shareholder Ltd.

Per la parte rimanente, la catena di controllo rimase pressoché uguale, con la Red Football Ltd come società veicolo e Manchester United Ltd, società che detiene il controllo diretto di Manchester United Football Club Ltd (Club di calcio).

2.4.3. Analisi dei prospetti contabili

Il Manchester United, nella sezione "Financial Information" del proprio sito, rende disponibile i report sia annuali sia trimestrali, in una logica più ampia di rispetto dei criteri di trasparenza richiesti per le società quotate in Borsa.

Per la nostra analisi, abbiamo preso in considerazione l'anno pre-acquisizione (2004), l'anno dell'acquisizione (2005), l'anno post-acquisizione (2006) e per finire l'ultimo

⁷⁰ LLC = Limited Liability Company.

⁷¹ www.bankpedia.org/index.php/it/113-italian/l/20897-limited-liability-company.

bilancio disponibile, ossia quello del 2016, potendo quindi comparare gli effetti di lungo periodo derivanti dal take-over.

Il bilancio relativo alla stagione 2010/2011, segna il passaggio dall'adozione dei principi contabili nazionali (UK GAAP), all'adozione dei principi contabili internazionali (IFRS), in seguito della quotazione della società sulla Borsa americana.

I principi contabili internazionali, impongono la redazione di un bilancio d'esercizio che si avvicini il più possibile al valore economico della società, rendendo più facile il raffronto della società tra il suo patrimonio netto e la relativa capitalizzazione in borsa; i criteri di valutazione invece, si ispirano alla valutazione delle poste al *fair value*, ossia il prezzo equivalente dell'attività al momento della vendita. Questo, comporta l'iscrizione in conto economico anche di componenti positivi di reddito non ancora realizzati, parlando quindi di "reddito potenziale", in quanto include componenti iscritti al fair value che potrebbero successivamente modificare il loro valore o addirittura non verificarsi⁷²; proprio per questi motivi, nella nostra rielaborazione dei documenti contabili, vi sono delle discrepanze tra i vari anni, in particolare nei bilanci successivi al 2006.

Il Conto Economico

CONTO ECONOMICO					
I dati sono in milioni di £	2016	2012	2006	2005	2004
RICAVI					
Di cui Match Day	106,6	98,72	72,098	66,268	61,206
Di cui Media	140,4	104,000	46,112	48,416	62,544
Di cui Commerciali	268,345	117,6	54,961	42,427	45,330
TOTALE	515,345	320,32	173,171	157,171	169,08
COSTI					
Di cui Personale	232,242	161,762	96,096	77,01	76,874
Di cui Ammortamento calciatori	88,009	38,262	26,847	24,159	21,839
Di cui Altri costi operativi	91,244	85,115	37,235	33,224	32,897
Ammortamento Avviamento	0	0	39,178	0	0
Di cui Spese Takeover	0	0	0	6,707	0
TOTALE	436,709	285,139	210,35	148,539	139,17
EBIT	68,85	44,872	-24,756	8,287	26,841
RISULTATO NETTO	36,371	23,313	-62,555	3,101	12,447

Tabella 11: ns elaborazione del Conto Economico

⁷² Sostero, Ferrarese, Mancin, Marcon, "L'analisi economico-finanziaria di bilancio", Giuffrè.

Il Conto Economico, oltre a fornirci alcune indicazioni sugli effetti economici derivanti l’acquisizione, ci può fornire alcuni spunti sulla capacità del management del Manchester United di generare Ricavi e, congiuntamente ad un’ottima gestione dei costi, di conseguire utili al termine dell’esercizio.

Non è un caso che, secondo il report “Money League” stilato annualmente da Deloitte, il Manchester United rappresenti il Club con più fatturato al mondo, passando nel corso di 10 anni, da **Ricavi** di un valore di £169milioni, a ricavi di un valore di £515milioni.

Nel caso dell’A.S. Roma S.p.a., i ricavi derivanti dalla cessione dei diritti TV costituivano circa il 65% dei Ricavi Totali⁷³, dimostrando una “tele-dipendenza” della società italiana, più in generale dell’intera Serie A, nella creazione di ricavi durante la gestione.

Questo non è un problema per i Club inglesi, in cui i ricavi derivanti la cessione dei diritti tv costituiscono in media il 35% del totale e vi è una distribuzione equa tra le altre fonti di ricavo come il botteghino ed il commerciale.

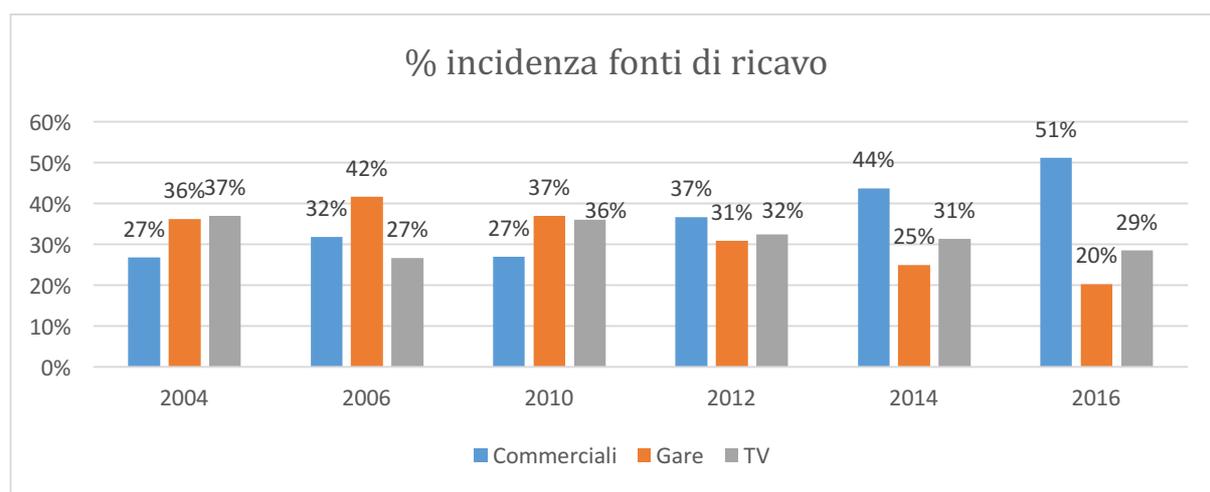


Grafico 9: dettaglio della % dei ricavi dal 2004 al 2016 di ns elaborazione su dati di bilancio

Come dimostrato dal grafico, le fonti di ricavo negli anni in esame risultano essere essenzialmente equi-distribuite.

L’incidenza dei Ricavi derivanti la cessione dei Diritti TV è rimasta pressoché uguale, costituendo, in media, circa il 33% dei ricavi totali; per quanto riguarda i Ricavi da gare invece, la loro incidenza è diminuita: nell’anno post-acquisizione costituivano la principale fonte di ricavo con il 42%, mentre nel 2016 essa costituisce solo il 20% dei ricavi totali.

⁷³ Nell’anno 2016 per esempio, tra i €194milioni di ricavi totali circa €126milioni derivano dai diritti tv.

Importante è notare il trend di crescita dei Ricavi Commerciali, passati, da un'incidenza di appena il 27% nell'anno pre-acquisizione, ad una del 51% nel 2016.

Tale aumento è certamente riconducibile alla capacità del management di creare un business basato sulla *brand extension* e sullo sfruttamento commerciale del marchio, capace sempre più di attrarre nuove partnership, seguendo in tutti i sensi il "Modello Americano" voluto proprio dalla nuova società dal 2005⁷⁴.

Un esempio di questo, è l'accordo di sponsorizzazione tecnica tra il Club ed *Adidas*, in vigore dal 2015 e con una durata di 10 anni, il quale rappresenta un nuovo record nel campo delle sponsorizzazioni tecniche. L'accordo, prevede un minimo garantito di £750milioni per dieci anni, in cambio dei diritti esclusivi di distribuzione globale del merchandising a marchio Man Utd da parte dell'azienda tedesca.

Questo però, è il secondo contratto di sponsorizzazione da record firmato dai *red devils*. Dalla stagione 14/15 infatti, hanno come *main sponsor* il marchio automobilistico *Chevrolet*, grazie ad un contratto da £324milioni per sette anni.

Entrambe queste sponsorizzazioni, garantiscono al Club entrate commerciali per un valore di oltre £120milioni⁷⁵.

Una voce che merita di essere confrontata con il caso dell'A.S. Roma, è quella riguardante i ricavi da stadio in quanto, non è influenzata da logiche di mercato, ma semplicemente da una serie di interventi sia normativi che strutturali risalenti all'era degli Hooligans⁷⁶. Tali interventi consistettero nell'emanazione di norme più restrittive in termini di sicurezza e alla ristrutturazione (in alcuni casi alla completa costruzione) degli stadi, riducendone la capienza ma allo stesso tempo migliorando l'esperienza dell'evento sportivo. La logica conseguenza di questo procedimento fu un maggior afflusso di persone allo stadio, arrivando ad un tasso di riempimento, nella stagione 2016/2017, del 95%; in Italia, il tasso di riempimento è pari al 54,6%⁷⁷.

⁷⁴ <http://www.calcioefinanza.it/2017/08/07/fatturato-manchester-united-modello-di-business/>

⁷⁵ <http://marcobellinazzo.blog.ilsole24ore.com/2014/07/14/manchester-united-sponsorizzazione-da-record-con-adidas-ai-red-devils-940-milioni-di-euro-per-dieci-anni/>

⁷⁶ A seguito della strage di Heysel, fu stilata la "Convenzione europea sulla violenza e i disordini degli spettatori durante le manifestazioni sportive", ratificata attualmente da 42 Paesi.

⁷⁷ <http://www.calcioefinanza.it/2017/08/31/indice-riempimento-stadi-europa-2016-2017/>

Passando ai **Costi**, pre-takeover, erano pari ad un valore di circa £139milioni, passando per un valore di £210,35milioni nell'anno successivo, arrivando ad un valore di £436milioni nell'anno 2016, circa tre volte superiore rispetto al 2004.

L'incremento di tale voce, è riconducibile principalmente all'aumento degli emolumenti corrisposti ai calciatori, causati, sia da rinnovi contrattuali e partecipazione alle coppe europee con i relativi ammortamenti, e sia ad un incremento dell'organico da 504 nell'anno pre-acquisizione, ad 810 nel 2016.

I £6,7milioni delle "spese takeover" dell'anno 2005, fanno riferimento alle tasse professionali e ad altri costi associati all'operazione di acquisizione.

Di ottimo spunto, è la voce dell'EBIT, la quale presenta nell'anno dell'acquisizione e nell'anno post-acquisizione, valori decrescenti rispettivamente di £8milioni e di £-24milioni, anno in cui si registra la peggior perdita per il gruppo con un valore negativo di £62milioni. Tali valori negativi, sono sicuramente inficiati dal pagamento della rata dell'ammortamento dell'avviamento, esposto di circa £39milioni, previsto dai principi contabili "UK GAAP".

Dal 2011 però, la redazione dei bilanci avvenne secondo i principi contabili internazionali IFRS, i quali non assoggettano l'avviamento ad ammortamento, ma lo sottopongono annualmente ad un *Impairment Test*, tramite il quale si verifica che le Attività in bilancio siano iscritte ad un valore non superiore a quello effettivamente recuperabile.

Nel bilancio del 2016, ci viene detto infatti che tale avviamento è riconducibile all'acquisizione del 2005, ribadendo come annualmente, normalmente al termine del terzo trimestre fiscale, venga effettuato il test o più frequentemente nel caso in cui si verificassero eventi che potrebbero determinare una riduzione del suo valore.

Interessante è analizzare l'andamento del **Risultato Netto**.



Grafico 10: ns elaborazione dell'andamento del Risultato Netto su dati di bilancio

Come evidenziato dal Grafico 10, abbiamo una flessione del Risultato Netto in corrispondenza del periodo di acquisizione.

Una prima lieve flessione avvenne nel 2005, con una diminuzione di circa £10milioni rispetto all'anno precedente, ma nell'anno successivo ci fu un risultato ancor più negativo, segnando un rosso di £62milioni.

Negli anni successivi, la società è però riuscita, grazie anche come detto precedentemente all'adozione dei principi contabili IFRS, ad ottenere un utile di £27milioni già dalla stagione 2012⁷⁸, mantenendolo e migliorandolo fino all'ultimo bilancio disponibile in cui si registrò un utile netto di £36milioni.

Lo Stato Patrimoniale

STATO PATRIMONIALE					
i dati sono in milioni di £	2016	2012	2006	2005	2004
ATTIVO:					
ATTIVITA' NON CORRENTI					
di cui Diritti prestaz. calciatori	232,982	112,399	73,865	75,351	78,233
di cui Attività Materiali	245,714	247,866	252,249	127,253	125,093
di cui Avviamento	421,453	421,453	483,205	0	0
di cui Attività fiscali differite	145,460	0	/	/	/
di cui Investimenti	13,447	14,197	0,262	1,178	2,271
TOTALE	1085,239	798,915	809,581	202,823	204,504
ATTIVITA' CORRENTI					
di cui Disponibilità liquide	229,194	70,603	6,029	65,340	36,048
di cui Crediti a breve termine	128,657	74,163	39,272	16,120	39,487
TOTALE	366,665	148,233	46,610	83,465	78,893
TOTALE ATTIVITA'	1451,904	947,148	856,191	286,288	283,397

Tabella 12: ns elaborazione dell'Attivo dello Stato Patrimoniale

Dalla nostra rielaborazione, possiamo vedere come in dodici anni gli impieghi siano aumentati di £1168milioni, l'aumento maggiore però lo registrano tra l'anno dell'acquisizione (2005) e l'anno post-acquisizione (2006), pari a £570milioni circa.

⁷⁸ Tale valore è riconducibile all'effetto del saldo positivo derivante dal calcolo delle imposte sul reddito. Infatti, il risultato pre-imposte, risultava negativo per £4,7milioni.

Per quanto riguarda le **Attività non correnti**, il valore delle attività immateriali, ossia dei Diritti alle Prestazioni Sportive dei Calciatori, rimase tra le varie annate pressoché uguale, con valori che si attestano intorno ai £74milioni. In un’ottica di lungo periodo però, questi sono aumentati considerevolmente, arrivando ad un valore di £232,982milioni a giugno 2016; tale aumento deriva dagli investimenti da parte della proprietà sul parco giocatori con evidenti ripercussioni positive sul fatturato del Club.

Ciò che però incrementa in modo netto gli impieghi, è il valore dell’avviamento, assente nel 2005 e pari a £483milioni nel 2006, riconducibile all’operazione di takeover.

Acquisition of subsidiary undertaking
Control of Manchester United Limited (formerly Manchester United PLC) was gained on 12 May 2005, and has been accounted for under the acquisition method. Details of the acquisition balance sheet are as follows.

	Book value £'000	Fair value adjustment £'000	Fair value at acquisition £'000
Fixed assets			
Intangible assets	77,157	-	77,157
Tangible assets	123,515	99,025	222,540
Investments	219	-	219
Current assets			
Stocks	122	-	122
Debtors - amounts falling due within one year	33,484	-	33,484
Debtors - amounts falling due after more than one year	300	-	300
Intangible asset held for resale	1,583	-	1,583
Cash at bank and in hand	32,616	-	32,616
Creditors - amounts falling due within one year	(52,962)	-	(52,962)
Creditors - amounts falling due after more than one year	(6,900)	-	(6,900)
Provision for liabilities and charges			
Deferred taxation	(5,475)	-	(5,475)
Other provisions	(2,094)	-	(2,094)
Investment in joint venture	(4,337)	-	(4,337)
Accruals and deferred income			
Deferred grant income	(752)	-	(752)
Other deferred income	(8,741)	-	(8,741)
Net assets acquired at fair value	187,735	99,025	286,760
Fair value of consideration			
Cash paid during the period including directly attributable professional fees	-	-	588,695
Fair value of share issued in exchange for shares in Manchester United Limited	-	-	222,448
Total consideration	-	-	809,143
Goodwill arising			522,383

Figura 7: dettaglio acquisizione

In Figura 10 possiamo vedere il dettaglio dei valori relativi all’acquisizione ed il relativo avviamento di £522,383milioni, ottenuto dalla differenza tra valutazione al “Fair Value” delle attività nette, pari a £286,760 ed il valore di acquisto delle società controllate, pari a £809,143milioni.

Nella nostra rielaborazione del Conto Economico, alla voce “Ammortamento Avviamento”, troviamo inoltre l’importo della rata dell’ammortamento per l’anno 2006; quest’ultima, sommata all’importo dell’avviamento residuo al 2006 (£483milioni), ci consente di definire, senza l’aiuto della Figura 10, l’importo totale dell’avviamento, pari a £522,383milioni.

Dal 2012, precisamente dal 2011, il valore dell'avviamento rimase pari a £421,453, questo perché, come detto in precedenza, secondo i principi contabili internazionali, tale valore è sottoposto annualmente ad un test che ne verifica il suo importo effettivo, sulla base del maggiore tra il valore d'uso ed il fair value meno i costi di vendita.

Passando alle attività materiali, per i primi due anni furono pari rispettivamente a £125,093milioni e £127,253milioni, ma dall'anno post-acquisizione il loro valore aumentò fino ad un valore di £252,249milioni.

Group	Freehold Property £'000	Assets under construction £ 000	Plant and Machinery £'000	Fixtures and Fittings £'000	Total £'000
Cost					
On acquisition of subsidiary undertaking	214 726	4 678	32,198	12 810	264,412
Additions	191	36 198	1,480	103	37,972
Disposals	(805)	-	(13 983)	(1 740)	(16,528)
At 30 June 2006	214,112	40,876	19,695	11,173	285,856
Depreciation					
On acquisition of subsidiary undertaking	8 339	-	24 216	9 317	41 872
Charge for the period	3 037	-	3 348	1 002	7,387
Disposals	(65)	-	(13 847)	(1,740)	(15,652)
At 30 June 2006	11,311	-	13,717	8,579	33,607
Net book value					
At 30 June 2006	202,801	40,876	5,978	2,594	252,249
At 30 April 2005	-	-	-	-	-

Figura 8: dettaglio Attività Materiali⁷⁹

Come da Figura 11, tale aumento è riconducibile principalmente all'acquisto delle imprese controllate per un importo pari a £214,112milioni a cui, sottratto l'ammortamento, otteniamo il valore contabile netto pari a £202,801milioni; a questo viene poi sommato il valore degli Asset in costruzione, dei terreni, impianti e macchinari, ottenendo in questo modo il valore totale delle attività materiali.

Il loro valore, al giugno 2016, è di £245,714milioni, la cui diminuzione è semplicemente dovuta all'ammortamento.

Passando alle **Attività correnti**, sono composte essenzialmente dalle "Disponibilità Liquide" e dai "Crediti a Breve termine". Esse passano da un valore di £83,465milioni pre-acquisizione, ad uno di £46,610milioni post-acquisizione. Tale decremento è riconducibile alla diminuzione delle Disponibilità liquide, in particolare, come si evince dal Cash Flow stilato dalla società, l'investimento fatto nell'acquisto delle società

⁷⁹ Fonte: bilancio d'esercizio Red Football Limited 2006.

controllate, ha provocato un esborso di liquidità di £586,695milioni, compensato solo in parte dai prestiti ottenuti dalle banche e di conseguenza dall'attività di finanziamento.

I crediti di breve termine, riconducibili ai "Crediti verso Ente Specifico" (società di calcio), sono aumentati in modo sempre costante, da £16,120milioni a £128,657milioni.

STATO PATRIMONIALE					
i dati sono in milioni di £	2016	2012	2006	2005	2004
PASSIVO:					
PATRIMONIO NETTO					
di cui Capitale Sociale	52	0	0	26,519	26,219
di cui Riserva sovrapprezzo azioni	68,822	249,105	547,139	7,756	4,013
di cui Altre Riserve	-32,989	666	217	667	600
di cui Riserva Fusione	249,030	/	/	/	/
Utile (perdita) portato a nuovo	173,367	/	-62,555	145,904	142,522 ⁸⁰
Perdita rimanente	/	-12,671	/	/	/
TOTALE	458,282	235,097⁸¹	484,801	180,846	173,354
PASSIVITA' NON CORRENTI					
di cui Prestiti a lungo termine	484,528	421,247	267,487	6,900	8,795
di cui Passività fiscali differite	14,364	26,678	/	/	/
di cui Debiti commerciali	41,450	22,305	/	/	/
di cui Risconti passivi	38,899	9,375	/	/	/
di cui altri Altre passività	10,637	3,063	66,732	55,138	56,613
TOTALE	589,878	482,668	333,596	62,038	65,408
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI					
di cui Prestiti a breve termine	5,564	15,628	/	/	/
di cui Risconti passivi	188,844	128,535	/	/	/
di cui Debiti commerciali	199,668	83,664	/	/	/
di cui altri Debiti a breve termine	9,667	1,556	37,171	43,404	44,635
TOTALE	403,744	229,383	37,171	43,404	44,635
TOTALE PASSIVO	1451,904	947,148	856,191	286,288	283,397

Tabella 13: ns elaborazione del Passivo dello Stato Patrimoniale

⁸⁰ Il dato considera sia il Gruppo che la Società.

⁸¹ Per arrivare a questo valore va ulteriormente sottratta la quota relativa alle partecipazioni di minoranza pari £2,003milioni.

Il **passivo** risulta essere ogni anno in crescita, ed il maggior aumento lo riscontriamo, come pronosticabile, tra le due stagioni a cavallo dell'acquisizione.

Più nel dettaglio, il **Patrimonio Netto** risulta essere dal 2004 al 2016 sempre crescente, in particolare, tra l'anno 2005 e l'anno 2006, l'aumento è stato di circa £300milioni grazie soprattutto all'aumento della Riserva sovrapprezzo azioni di circa \$540milioni in seguito all'emissione di azioni post-acquisizione; nell'anno 2016, notiamo la Riserva di Fusione, nata a seguito dell'operazione di riorganizzazione⁸², il cui valore deriva dalla differenza tra il patrimonio netto della società acquisita (Red Football Shareholder Ltd) e l'investimento dell'acquirente (Manchester United PLC). Per quanto riguarda le **passività non correnti**, sono passate da valori, intorno a £60milioni dal 2004 al 2006, ad un valore, nel 2016, pari a £590milioni circa, costituite in grandissima parte dai prestiti di lungo termine, pari a \$6,900milioni nell'anno dell'acquisizione ed aumentati a £267milioni nell'anno post-acquisizione.

Bank loans

	Group	
	30 June 2006 £'000	30 April 2005 £'000
Bank loans	271,000	-
	<u>271,000</u>	<u>-</u>
Maturity of financial liabilities		
Within one year	9,190	-
Between one and two years	5,775	-
Between two and five years	31,295	-
In more than five years	224,740	-
	<u>271,000</u>	<u>-</u>
Analysis of changes in borrowings		
At 1 May 2005	-	-
New borrowings	289,900	-
Repayment of borrowings	(18,900)	-
	<u>271,000</u>	<u>-</u>
At 30 June 2006	<u>271,000</u>	<u>-</u>

Figura 9: dettaglio Bank Loans⁸³

Come sarà meglio spiegato nella parte dell'indicatore d'indebitamento, l'aumento di tale voce è dovuto ai prestiti contratti dalla Famiglia Glazer per finanziare l'acquisto della Società, e costituisce la caratteristica principale del Leveraged Buy-Out.

⁸² Vedi pag. 70.

⁸³ Fonte: bilancio Red Football Ltd 2006.

Per chiarire, la posizione finanziaria netta⁸⁴ (net debt) al 2005 era pari a £15milioni circa, mentre nel 2006 risultava negativa per £310milioni, a riprova di come tale tipo di operazione sia provante, forse troppo, sotto il punto di vista finanziario la società; i prestiti a lungo termine infatti risultano ancora essere, nel 2016 pari a £484,528milioni. Interessante, nelle **passività correnti**, è notare come pure nel 2006 (anno post LBO), il loro valore non abbia subito modifiche degne di nota, segno che gran parte dell'indebitamento è di lungo periodo. Il valore delle passività correnti è però aumentato in modo esponenziale nei 6 anni successivi, più precisamente sono aumentati i debiti commerciali, costituiti principalmente dalle commissioni di trasferimento e altri costi associati all'acquisizione delle registrazioni dei calciatori, ed i risconti passivi⁸⁵ riferiti a ricavi anticipati per abbonamenti.

In conclusione, possiamo vedere come l'aumento dell'**Attivo** di circa £600milioni, intercorso tra il 2005 ed il 2006 e riconducibile in grande misura all'Avviamento, risulta essere finanziato per £300milioni tramite il patrimonio netto, con l'emissione di nuove azioni, e per i restanti £300milioni da finanziamenti a lungo termine con le banche, come spiegato dalla Figura 12.

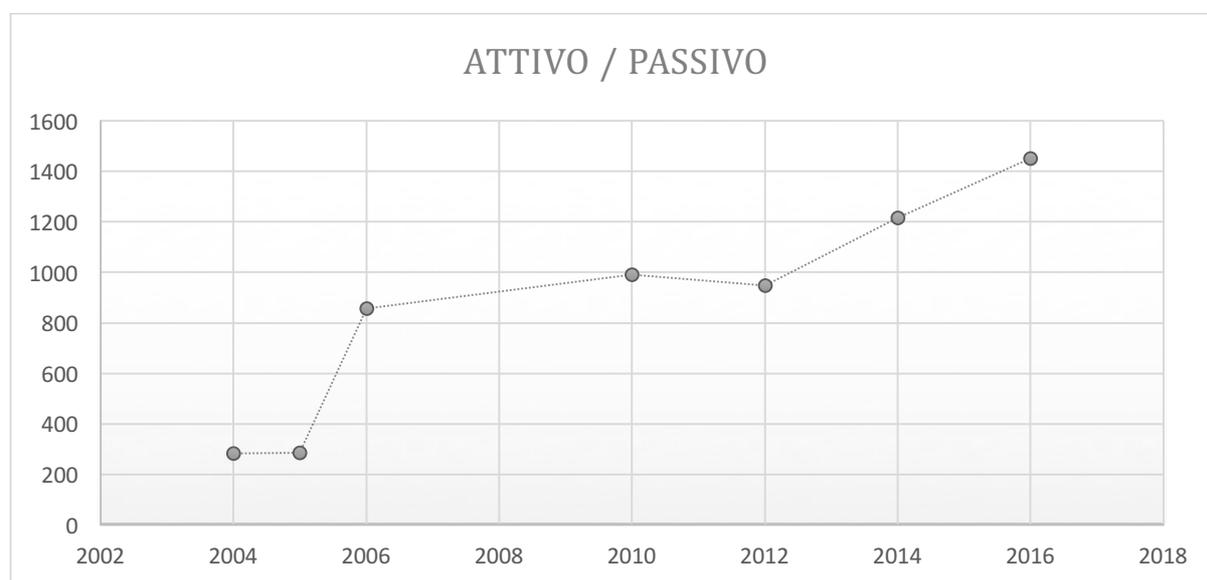


Grafico 14: ns elaborazione su dati di bilancio

⁸⁴ Disponibilità liquide - Debiti finanziari correnti e non correnti

⁸⁵ Sono dei Ricavi già ottenuti ma di competenza di uno o più esercizi successivi.

Gli indicatori di bilancio: liquidità, indebitamento e costo del lavoro allargato

Come per il caso precedentemente studiato⁸⁶, completeremo l'analisi della società, utilizzando gli indicatori che si avvale la Lega Calcio per verificare lo stato di salute dei Club in termini economici, finanziari e patrimoniali.

Il primo è l'**indicatore della liquidità**, finalizzato a misurare la capacità della società a far fronte agli impegni finanziari con scadenza entro i 12 mesi.

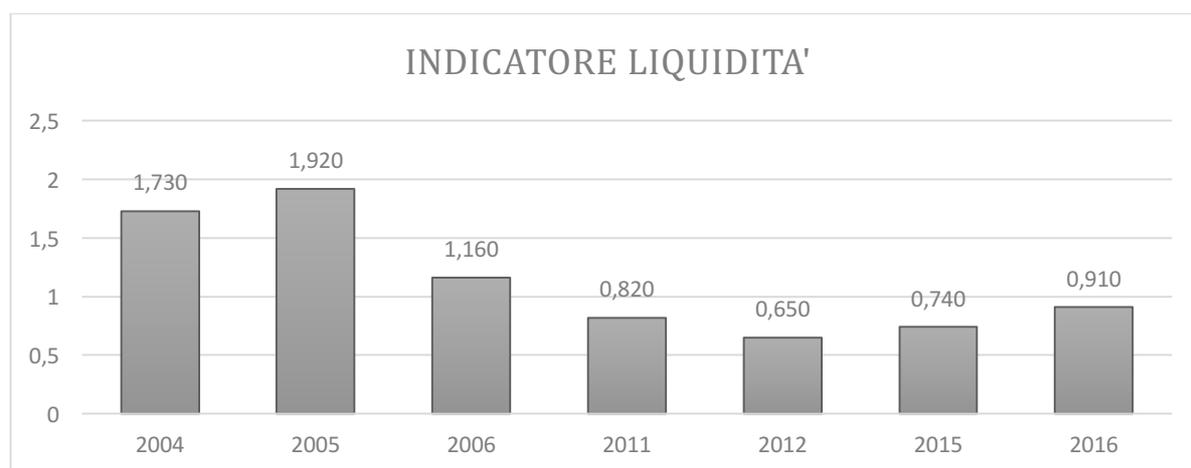


Grafico 15: ns elaborazione su valori ottenuti dai dati di bilancio

L'andamento di questo indicatore ci mostra come, nei primi anni, vi fosse una certa coerenza della durata degli impieghi rispetto alla scadenza delle fonti, con una conseguente situazione di equilibrio finanziario, in particolar modo nel breve termine.

Nell'anno pre-acquisizione, l'indicatore era pari ad 1,73 permettendo alla società di lavorare sfruttando la capacità del proprio business di generare liquidità senza ricorrere a debiti di lungo termine. Nell'anno successivo la situazione è ulteriormente migliorata, l'indicatore infatti misura un rapporto attività correnti-passività correnti pari ad 1,92 con un incremento della liquidità pari a £29,292milioni; tale incremento è riconducibile ad una più oculata gestione del mercato calciatori, grazie al quale si sono venduti giocatori per un valore di £23milioni ed acquistati per un valore di £20milioni, a differenza dell'anno prima in cui la forbice acquisti-vendite risultava negativa per £28milioni.

Nell'anno 2006, quindi post-acquisizione, l'indice di liquidità risulta allo stesso modo positivo pari ad 1,16 ma in diminuzione rispetto all'anno precedente.

⁸⁶ Vedi pagina 58.

Come per l'anno precedente, questo indicatore risente molto delle variazioni dei flussi di cassa e quindi delle variazioni delle disponibilità liquide, quest'ultime infatti hanno subito una variazione negativa per £59,311milioni, causata principalmente da un:

- Cash Flow operativo positivo per £5,800milioni;
- Cash Flow d'Investimento negativo per £64,170milioni (di cui acquisto giocatori per £35,940milioni).

Negli anni successivi, il valore è sempre stato al di sotto dell'unità ma, se prendiamo in considerazione i valori minimi previsti dalla nostra Federazione⁸⁷, il Manchester United avrebbe passato il test in tutti gli anni in esame, pure utilizzando il valore dell'indicatore a regime, ossia dalla stagione 2018/2019. Basti confrontare questi valori con quelli ottenuti nel caso precedente, dove non è mai stata superata la soglia di 0,6.

Il trend, per il Man Utd, sembrerebbe comunque in crescita: nel 2016 l'indicatore di liquidità è stato pari a 0,91, a significare che la società è riuscita quasi interamente a coprire le passività a breve con le sole attività correnti.

Passiamo all'**indicatore di indebitamento**.

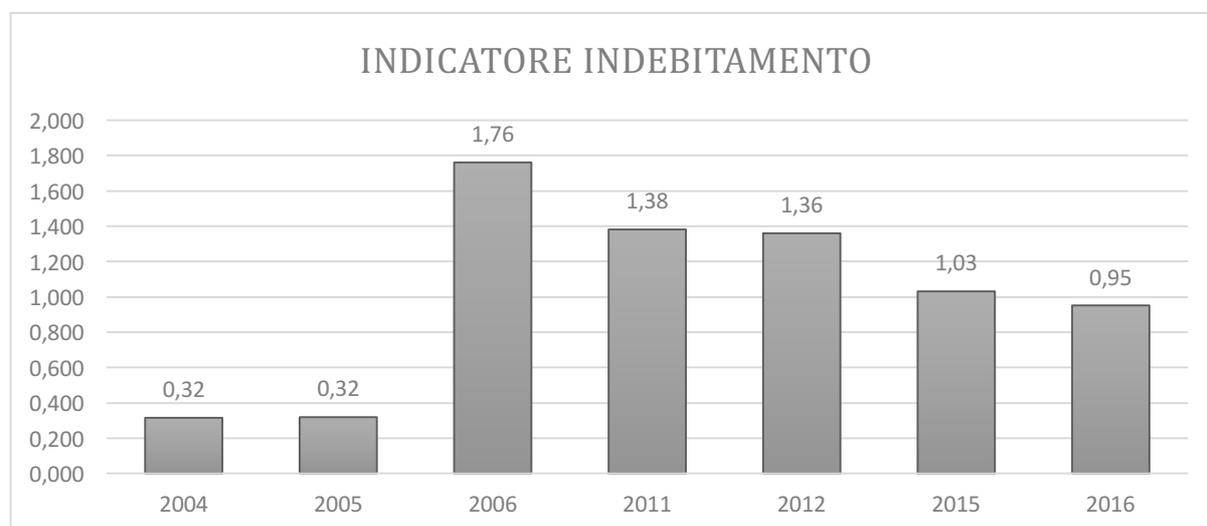


Grafico 16: ns elaborazione su valori ottenuti dai dati di bilancio

Tale indicatore rispecchia perfettamente la storia del Club.

Fino all'anno dell'acquisizione, il 2005, la società fu priva di debiti, ma con l'acquisto della società da parte della famiglia Glazer, tramite un'operazione di LBO, la situazione cambiò, come dimostrato dal grafico 13.

⁸⁷ Vedi Tabella 9.

La struttura del debito in capo alla società è alquanto complessa.

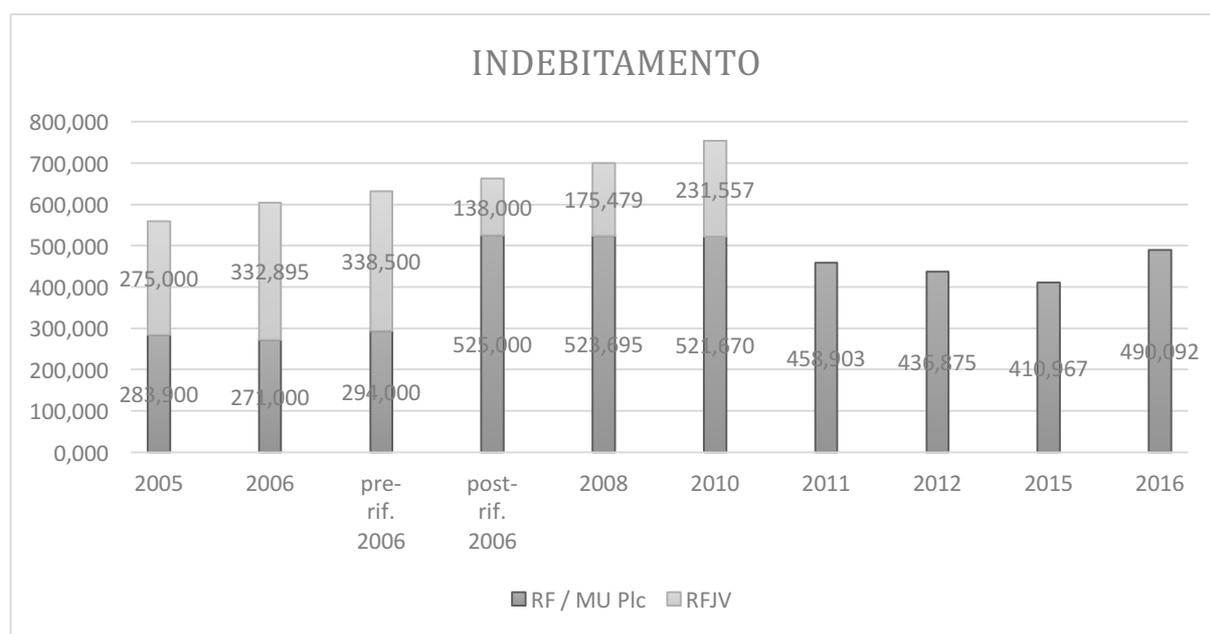


Grafico 17: ns elaborazione del livello di indebitamento su dati di bilancio

A giugno 2006, l'indebitamento era pari £603,895milioni, £271milioni dei quali erano sotto-forma di prestiti bancari privilegiati, detenuti da Red Football Ltd, i quali comportano il sostenimento di oneri finanziari con un tasso d'interesse basato sul Libor maggiorato di un margine che varia tra il 2,125% ed il 5,00%. Tali prestiti, sono stati garantiti dalle due società controllate, Manchester United Ltd e Manchester United Football Club, con il loro patrimonio, incluso lo stadio Old Trafford.

Nell'agosto del 2006, il debito fu rifinanziato e furono introdotti i PIK per un valore di £138milioni con un tasso d'interesse del 14,25% annuo, ed il debito aumentò a £663milioni.

Al giugno 2008, la posizione finanziaria mostra un indebitamento netto pari a circa £699milioni, di cui il 73% fa capo a Red Football Ltd (la società veicolo utilizzata per il LBO). Tra i prestiti bancari privilegiati, circa £510milioni riguardano il debito contratto da Red Football Ltd, garantito sempre dalle due società controllate Manchester United Ltd e Manchester United Football Club per la cifra di £567milioni (precedentemente erano garantiti per £425milioni), mentre i restanti £8milioni riguardano un prestito bancario facente capo a Alderley Urban Investments Limited, una controllata di Manchester United Ltd. Ai prestiti privilegiati, vanno sommati i PIK per un importo di £175,479milioni, la cui durata è di 11 anni a decorrere dal 2006 e sono in capo a Red Football JV.

Nel gennaio del 2010, Manchester United PLC, ha provveduto all'emissione di un bond di £502milioni, il prestito è garantito da tutti i beni e le attività facenti capo al Gruppo e le relative obbligazioni sono quotate alla Borsa di Lussemburgo. I fondi raccolti dall'emissione di tali obbligazioni, unitamente alle disponibilità di cassa esistenti, sono stati utilizzati per rimborsare i prestiti in scadenza, ma solo dopo aver prestato questi fondi alla controllante Red Football Ltd sotto forma di versamento in conto capitale per l'importo di £405milioni⁸⁸.

Nel giugno dello stesso anno, post-emissione bond, il debito totale, inclusi i PIK, fu di circa £750milioni.

Nell'anno successivo, i PIK furono ripagati ad un costo di £249milioni. Il club spese circa £90milioni (riconducibili alla vendita di Cristiano Ronaldo) per ripagare parte delle obbligazioni e successivamente altri £63milioni grazie a parte dei proventi derivanti l'IPO. Negli anni successivi, l'indebitamento rimase in un range tra i \$410 ed i \$450milioni, interamente a capo di Manchester United PLC; nell'ultimo anno, il 2016, l'indebitamento aumentò £490milioni, dovuto principalmente all'impatto dei tassi di cambio con il dollaro USA sul debito contratto in dollari (il cambio al 30 giugno 2015 era pari a 1,57 mentre al giugno 2016 era pari a 1,33)⁸⁹.

Per concludere, passiamo all'**indicatore del costo del lavoro allargato**.



Grafico 18: ns elaborazione su dati di bilancio

⁸⁸ <http://luckmar.blogspot.it/2011/02/consolidato-del-manchester-united-in.html>

⁸⁹ <http://luckmar.blogspot.it/search/label/Bilancio%20Manchester%20United>

Come per gli altri due indicatori, pure l'indicatore del costo del lavoro allargato, evidenzia l'anno post-acquisizione come l'anno più critico per il Gruppo a capo dei *Red Devils*.

Nonostante l'aumento dei Ricavi, passati da £157milioni del 2005 a £173milioni del 2006, proprio in quest'ultima stagione riscontriamo il valore più alto di tale indicatore pari a 0,72.

Per spiegare questo aumento occorre quindi andare a vedere il valore del parco giocatori ed il relativo ammortamento: nel 2005 la somma dei due era pari a circa £101milioni, mentre nel 2006 era pari a £123milioni.

In una visione più ampia però, il trend di questo indicatore ci mostra come fino all'anno post-acquisizione, una percentuale sempre maggiore dei ricavi veniva riversata in stipendi, toccando per l'appunto il 72% nel 2006; negli anni successivi, nonostante il monte ingaggi sia sempre maggiore, pari a £232milioni nel 2016, il valore di questo indicatore risulta ogni anno migliore soprattutto grazie al notevole incremento dei ricavi⁹⁰.

Come nel caso dell'AS Roma, questo indicatore non ci può fornire spunti su aspetti derivanti il *takeover*, ma ci può dare alcune indicazioni su aspetti economici, come l'ottenimento di enormi ricavi che consentono alla Società, nonostante aver riversato ingenti cifre nell'acquisto di giocatori, di mantenere questo indicatore ad ottimi valori e di conseguire utili al termine dell'esercizio.

Andamento titolo azionario

Dal 10 agosto del 2012, il Club è nuovamente quotato in Borsa, questa volta in quella di New York per cercare, come visto precedentemente, di erodere parte del debito consentendo comunque alla Famiglia Glazer di rimanere proprietaria.

Ad oggi, il club è presente con il simbolo "MANU" ed al 6 settembre 2016 sono quotate 164.025.280 azioni ordinarie di cui 40.025.280 di Classe A e 124.000.000 di Classe B.

Precedentemente, il Manchester United era quotato presso il London Stock Exchange dal 1991 fino al 2005, anno dell'acquisizione americana.

Purtroppo non abbiamo dati relativi a quel periodo e, visto il *delisting* successivo, ci risulta impossibile valutare l'andamento del titolo pre e post-acquisizione.

⁹⁰ Vedi pagina 76.

Dal Bilancio di giugno 2016, ci possiamo ricavare la Figura 13, la quale ci indica il prezzo massimo e minimo annuale delle azioni.

<i>Annual</i>	Per Share	
	High	Low
	(in USD)	
FY 2016	18.99	13.33
FY 2015	19.63	14.78
FY 2014	18.78	14.47
FY 2013 (10 August 2012 through 30 June 2013)	19.04	12.18

Figura 10: prezzi massimi e minimi storici delle azioni⁹¹

Non essendoci stati eventi rilevanti per l'oggetto della nostra analisi, che avessero potuto modificare il valore azionario del Club, il prezzo delle azioni in questi quattro anni, come mostrato anche dai valori di Figura 1, è stato influenzato, solo ed esclusivamente, dall'andamento della squadra nel campionato/coppe europee e dagli acquisti "mediatici" avvenuti nella campagna acquisti.

Interessante, è l'articolo postato nel sito <http://www.correttainformazione.it/azioni-manchester-united-borsa-quotazione-wall-street-previsioni-acquisto-pogba-comprare-investire/81645491.html>, in cui viene mostrato come, nel caso dell'acquisto del calciatore Pogba, il club abbia aspettato ad ufficializzarlo solo nel momento dell'apertura delle Borse, potendo in questo modo sfruttare un aumento della volatilità e causando un notevole balzo in avanti del prezzo delle azioni, attirando sempre maggiori investitori internazionali e comportando un ulteriore rialzo del titolo.

Il prezzo delle azioni attuali si attesta intorno a \$17⁹², facendoci concludere che, l'aumento derivante le operazioni di calciomercato vengano molto facilmente calmierate dall'andamento della squadra durante le regular season.

⁹¹ Fonte: bilancio giugno 2016

⁹² In data 17/09/2017.

CONCLUSIONI

L'assenza di letteratura in materia di acquisizioni in ambito sportivo, in particolare nel settore calcio, ha reso molto interessante e soprattutto motivante, tramite l'analisi di alcuni casi particolari, lo studio di questa tematica.

La diffusione delle operazioni di M&A di società sportive, può essere spiegata da una duplice prospettiva:

1. La necessità di capitali esteri da parte delle società di calcio italiane: nel 2015/2016 sono stati effettuati interventi di ricapitalizzazione per circa €483,6milioni (+61,8%)⁹³, accompagnati da un trend crescente di acquisizioni della proprietà delle società principali da parte di azionisti stranieri⁹⁴.
2. Lo sfruttamento del Club calcistico come veicolo pubblicitario, utile sia a diversificare il proprio portafoglio sia come modalità di apprendimento del know-how (come nel caso della Cina).

A nostro modo di vedere, inoltre, si sta sviluppando una nuova motivazione alla base dell'acquisto di Club che prevede, dopo averlo valorizzato, l'ottenimento di capital gain da una possibile rivendita futura⁹⁵.

Nel nostro elaborato, abbiamo scelto di analizzare una società italiana, l'A.S. Roma, ed una società inglese, il Manchester United.

Un dato importante sono i Ricavi, la cui composizione nel 2016, per l'AS Roma, vedeva una forte incidenza dei Ricavi Tv (65% del totale); per il Manchester United la situazione è diversa: solo il 29% dei ricavi totali provengono dalla cessione dei Diritti Tv.

La capacità di diversificare i propri ricavi, rappresenta un tema importante per il successo sia competitivo che economico-finanziario dei Club. Tale diversificazione è ottenuta:

- dalla capacità di valorizzare il proprio brand, rendendolo di respiro mondiale;
- sfruttando l'aspetto sociale-emotivo presente nel dna dell'evento sportivo, il quale non è solo costituito dalla partita in sé ma da tutta una serie di attività volte a coinvolgere lo spettatore per più tempo possibile, sfruttando sia l'attività di

⁹³ Fonte: Report Calcio FIGC 2017.

⁹⁴ Tra i 13 principali campionati europei si contano un totale di 44 proprietà straniere.

⁹⁵ Questo è il caso dell'acquisto da parte del tycoon indonesiano Thoir dell'FC Internazionale. Lo stesso possiamo dire dell'acquisto di Tacopina del Venezia Calcio.

marketing e di *merchandising* e di conseguenza lo sfruttamento commerciale del marchio.

Da un punto di vista economico, l'AS Roma ogni anno registra perdite d'esercizio, riportate a nuovo tramite coperture virtuali.

Lo stesso non si può dire per l'equilibrio finanziario: il mancato rispetto della coerenza temporale impieghi-fonti a breve termine, non rappresenta un problema in quanto i debiti correnti risultano prevalentemente di natura commerciale soggetti quindi a scadenze meno rigide.

I dati analizzati certificano come la prima necessità della proprietà americana sia quella di garantire un equilibrio finanziario di breve periodo a scapito di quello a lungo termine, costituito in gran parte da debiti v/ banche.

A differenza del caso A.S. Roma, il Manchester United versa in condizioni di equilibrio economico senza il ricorso a coperture virtuali.

Precedentemente all'acquisizione del club inglese, tramite LBO, da parte della Famiglia Glazer, la società era priva di debiti.

L'avvento dei nuovi proprietari, ha portato il Club ad indebitarsi sia a breve che a lungo termine, quest'ultimo quasi totalmente, sotto forma di Prestiti v/ banche.

La proprietà cercò di fronteggiare questo indebitamento tramite:

- una nuova quotazione in Borsa della Società;
- l'emissione di obbligazioni;
- la generazione di flussi di cassa positivi.

La Famiglia Glazer gestisce la società come un asset del proprio portafoglio ed in quanto tale deve garantire ritorni finanziari ed incrementi di valore (Forbes assegnava al Club un EV di \$3,3miliardi).

Tale tipologia di investimento segue una logica definita come "Modello Americano"⁹⁶, cercando di valorizzare l'investimento in termini di dividendi e capital gain, il tutto accompagnato da una strategia di marketing che ha creato un marchio di appeal internazionale capace di garantire grandi ritorni economici.

⁹⁶ <http://www.calcioefinanza.it/2016/04/12/modello-di-business-manchester-united/>

Come abbiamo avuto modo di analizzare dunque, entrambe le società sono fortemente indebitate ma, a differenza dei *red devils*, la società giallorossa non è in grado di creare cash flow e l'appeal del marchio non garantisce ritorni economici tali da permettere l'ottenimento di utili d'esercizio.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- Report Calcio FIGC 2017
- KPMG Football Clubs Valuation 2017
- <https://www.tuttomercatoweb.com/?action=read&id=372725>
- <http://www.sportbusinessmanagement.it/2016/06/gli-investimenti-cinesi-nel-calcio.html>
- <http://www.calciofinanza.it/2017/08/18/la-cina-dice-ufficialmente-stop-agli-investimenti-nel-calcio-europeo/>
- http://english.gov.cn/policies/latest_releases/2017/08/18/content_281475798846134.htm
- Giorgio Falsanisi, Enrico Flacio Giangreco, “Le società di calcio del 2000: dal marketing alla quotazione in Borsa”, Rubettino Editore, 2001. Pag. 9.
- Moreno Mancin, “Il bilancio delle società sportive professionistiche”, Cedam Editore, 2009.
- KPMG, “*Football Clubs’ Evaluation, The European Elite 2017*”.
- Lorenzo Gelmini, “Le società di calcio professionistiche nella prospettiva dell’economia d’azienda”, Giuffrè Editore.
- F. Bof, F. Montanari, G. Silvestri, “Il management del calcio, la partita più lunga”, Franco Angeli, 2008.
- Deloitte Money League 2017
- Global Transfer Market Report 2017
- Global Sports Salaries Report 2016
- Sherman A.J., “Mergers and Acquisition from A to Z”, Amacom, 2010.
- <https://www.cleverism.com/different-types-of-mergers-and-acquisitions-ma/>
- <https://www.mbda.gov/news/blog/2012/04/5-types-company-mergers>
- http://archiviostorico.gazzetta.it/2000/maggio/23/oggi_Roma_quotata_Borsa_g_a_0_0005238328.shtml?refresh_ce-cp
- Comunicato di stampa congiunto tra Capitalia e famiglia Sensi, 31 Marzo 2004.
- https://www.agi.it/sport/calcio_squadre_valore_euro_juventus_real_madrid-1833528/news/2017-06-01/
- Marco Bellinazzo, “Goal Economy. Come la finanza globale ha trasformato il calcio”, Baldini&Castoldi, 2015.

- Bilanci d'esercizio A.S. Roma S.p.A.
- Bilanci d'esercizio Manchester United PLC
- Bilanci d'esercizio Red Football Limited
- www.ju29ro.com/contro-informazione/4249-il-manchester-united-sbarca-alle-cayman.html
- www.bankpedia.org/index.php/it/113-italian/1/20897-limited-liability-company.
- Sostero, Ferrarese, Mancin, Marcon, "L'analisi economico-finanziaria di bilancio", Giuffrè.
- <http://www.calciofinanza.it/2017/08/07/fatturato-manchester-united-modello-di-business/>
- <http://marcobellinazzo.blog.ilsole24ore.com/2014/07/14/manchester-united-sponsorizzazione-da-record-con-adidas-ai-red-devils-940-milioni-di-euro-per-dieci-anni/>
- <http://www.calciofinanza.it/2017/08/31/indice-riempimento-stadi-europa-2016-2017/>
- <http://luckmar.blogspot.it/2011/02/consolidato-del-manchester-united-in.html>
- <http://luckmar.blogspot.it/search/label/Bilancio%20Manchester%20United>
- <http://www.calciofinanza.it/2016/04/12/modello-di-business-manchester-united/>