



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in
Economia e Finanza
Ordinamento ex D.M. 270/2004

Tesi di Laurea

L'operazione di acquisizione dell'AC Milan

Relatore

Prof. Massimo Buongiorno

Correlatore

Prof. Daria Arkhipova

Laureando

Alessandro Patrono

Matricola 864623

Anno Accademico

2017 / 2018

Indice

INTRODUZIONE	4
1. OPERAZIONI DI LEVERAGED BUY OUT	5
1.1. Definizione di LBO e fasi che la caratterizzano	6
1.2. Fase 1: Costituzione di una NewCo	8
1.3. Fase 2: Finanziamento della Newco per dotarla delle risorse necessarie all'acquisizione della società Target	9
1.4. Fase 3: Acquisizione della società Target	11
1.5. Fase 4: Fusione o incorporazione di Target e Newco	12
1.6. Effetti di un LBO ed eventuale disinvestimento (caso fondi)	13
2. OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE DELL'ASSOCIAZIONE CALCIO MILAN	15
2.1. Informazioni generali	16
2.2. Società veicolo (Newco)	22
2.3. Il prestito del Fondo Elliott	29
3. IL FONDO ELLIOTT	35
3.1. Storia e caratteristiche del Fondo	36
3.2. Operazioni passate del fondo	38
3.3. L'escussione del pegno sulle azioni della Rossoneri Investment Lux	42
4. VALUTAZIONE DEL MILAN E PROSPETTIVE FUTURE.....	50
4.1. Il metodo dei multipli	51
4.2. La valutazione dell'AC Milan	54
CONCLUSIONI.....	66

INTRODUZIONE

L'obiettivo del seguente elaborato è quello di descrivere l'operazione di acquisizione dell'AC Milan da parte dell'imprenditore cinese Yonghong Li, il cui closing è avvenuto il 14 aprile 2017. In seguito, però, a causa dell'inadempienza da parte di Yonghong Li nei confronti del fondo Elliott, suo creditore nell'operazione, vi è stato il passaggio di consegne dall'imprenditore cinese al fondo americano.

L'elaborato si suddivide in quattro capitoli:

- Nel primo vengono descritte le operazioni di Leveraged Buy Out in generale, poiché questa tipologia di operazione è stata quella utilizzata per il primo passaggio di proprietà;
- Nel secondo capitolo viene descritta l'operazione di acquisizione, partendo da un riassunto della storia passata del Milan fino ad arrivare all'attualità con il primo cambio di proprietà, la gestione di Yonghong Li nel primo anno, e l'escussione del pegno che porta il fondo Elliott ad essere il proprietario del Milan;
- Nel terzo capitolo viene descritto il fondo Elliott, la storia del fondo e del proprietario. Si è cercato di delineare il profilo del fondo e il suo modus operandi, prendendo spunto dalle operazioni passate del fondo sia in Italia che nel mondo. Si conclude il capitolo descrivendo il doppio passaggio di proprietà dal punto di vista del fondo e accennando a possibili strategie future;
- Nel quarto ed ultimo capitolo si trova la parte più pratica dell'elaborato, infatti, dopo un'introduzione e la spiegazione del metodo di valutazione basato sull'utilizzo dei multipli, si descrive la valutazione svolta per arrivare a stimare un possibile valore del Milan, tenendo conto dei suoi ricavi.

L'elaborato termina con un capitolo di conclusioni e riflessioni tratte dalla ricerca e dal lavoro svolto negli altri capitoli. All'interno delle conclusioni è stata ipotizzata una crescita del valore del Milan confrontandola con il benchmark italiano, la Juventus, e si è cercato di delineare una possibile strategia di Elliott per uscire dall'operazione con il guadagno desiderato.

Infine, si è cercato di dare un'interpretazione generale a tutta l'operazione e agli attori che ne hanno fatto parte.

1. OPERAZIONI DI LEVERAGED BUY OUT

Le operazioni di Leveraged Buy-out nascono in America alla fine degli anni '60 avendo però grande successo a metà degli anni '80. In seguito ad una serie di problemi, legati soprattutto al modo con il quale veniva finanziato questo tipo di operazioni, le quali portarono il fallimento di molte casse di risparmio del Mid West, per 5 o 6 anni non furono più utilizzate.

Dopo questo periodo di pausa, negli USA vennero riprese, mentre in Europa questo tipo di operazioni presero piede a partire dalla metà degli anni '90.

In Italia sorse il dibattito sulla legalità di queste operazioni. Nel febbraio del 2000, la Quinta Sezione Penale della Corte di Cassazione (libro 2), ha esplicitamente dichiarato che lo schema di finanziamento delle operazioni di leveraged buy-out, nato negli Stati Uniti, non è importabile in Italia perché in contrasto con la legge italiana (sentenza 5503/2000). Questo dibattito non fu risolto con questa sentenza, e solo con il decreto legislativo 6/2003 sembrò essere stata trovata una soluzione al problema della liceità delle operazioni di LBO. Il Governo è successivamente intervenuto con delega del Parlamento (lege n. 366/2001), chiarendo gli ambiti all'interno dei quali l'istituto del leveraged buy-out possa considerarsi legittimo.

La più importante acquisizione effettuata con un'operazione di leveraged buy-out in Italia, nonché una delle più importanti a livello europeo e mondiale, fu quella di Telecom, acquisita da Olivetti, operazione dal controvalore complessivo di 31,3 miliardi di euro.

1.1. Definizione di LBO e fasi che la caratterizzano

Il Leveraged Buy-out o LBO è un'operazione di finanza strutturata utilizzata per l'acquisizione di una società mediante lo sfruttamento della capacità di indebitamento della società stessa.

Queste operazioni sono caratterizzate da una forte flessibilità circa le modalità operative con cui vengono svolte, i soggetti partecipanti e l'insieme di fonti di finanziamento utilizzate. Il leveraged buy out solitamente prevede la creazione di una società veicolo costituita ad hoc e detta NewCo, all'interno della quale i partecipanti all'operazione e i diversi finanziatori immettono il capitale di rischio e il capitale di debito necessario all'acquisizione.

Le operazioni di LBO riguardano principalmente imprese mature, quindi con una lunga storia e opportunità di crescita molto contenute, ma con flussi finanziari robusti e solitamente molto stabili. Inoltre, trovandosi la nuova società con un debito importante derivante dall'operazione stessa, è importante che questa sia caratterizzata da un basso grado di leva finanziaria.

L'acquisizione riguarda la partecipazione di una società, di un'azienda, di un ramo d'azienda o di un gruppo di attività (target), la quale può essere o totalitaria o di controllo.

Una caratteristica è quella di ricorrere al debito per finanziare la maggior parte del valore di acquisto e questo fa sì che si tratti di un tipo di operazione piuttosto rischiosa, infatti, se da un lato, l'elevato indebitamento che contraddistingue tali operazioni può consentire di sfruttare l'effetto di "leva finanziaria" del debito sulla redditività d'impresa, dall'altro lato, tali operazioni incrementano il rischio finanziario dell'impresa stessa. Tutto ciò sottopone a pressioni difficilmente sostenibili il management, il quale, attraverso i flussi di cassa unlevered prodotti dall'impresa, deve riuscire a garantire il rimborso del debito e il pagamento degli oneri a servizio del debito, coerentemente con il business plan concordato con gli intermediari creditizi.

I debiti contratti per lo sviluppo dell'operazione, dovranno essere rimborsati attraverso i flussi di cassa attivi prodotti dall'attività operativa della società stessa o la cessione di attività o di parte dei beni della società Target.

La caratteristica peculiare di questo tipo di operazioni sta nel fatto che contemporaneamente si verificano due eventi: da un lato vi è il buy out, quindi il cambio della proprietà, comune a tutte le operazioni di acquisizione; dall'altro lato vi è una totale ristrutturazione delle passività della società oggetto della cessione (leveraged).

Rispetto alle normali operazioni di M&A, nel caso in questione l'acquisizione avviene "fuori bilancio" per i soggetti proponenti, infatti per questi l'unico effetto contabile è rappresentato dalla sottoscrizione di capitale azionario della NewCo. I capitali raccolti a titolo di debito, e il connesso pacchetto di garanzie collaterali sono, invece, di pertinenza della NewCo.

Un'operazione di LBO consiste in una sequenza preordinata di fasi sequenziali, le quali consentono di raggiungere un insieme di obiettivi nell'interesse dei soggetti acquirenti. Queste fasi sono:

- Fase 1: costituzione di una NewCo, ovvero di una società veicolo strumentale al LBO;
- Fase 2: finanziamento della NewCo, dotandola delle risorse necessarie (equity e debito) ad acquisire il capitale della Target;
- Fase 3: acquisizione della Target;
- Fase 4: fusione per incorporazione di Target in Newco.

1.2. Fase 1: Costituzione di una NewCo

In primo luogo, vi è un contatto tra il potenziale acquirente e la società interessante, la quale è definita Target. Nel caso in cui, in seguito a questo contatto vi sia la conferma dell'interesse da parte del potenziale acquirente, si sviluppa una serie di riferimenti con i soci, piuttosto che con i dirigenti che operano nell'azienda Target, ed in questa fase ha inizio la struttura finanziaria che mette in piedi il potenziale acquirente.

Sono operazioni tipicamente portate avanti da fondi di Private Equity e si usa il plurale perché spesso non si tratta di un fondo solo, infatti nelle operazioni di buy-out è più facile che le operazioni siano "sindacate", cioè fatte da più soggetti, non necessariamente con la stessa quota di partecipazione.

Prendendo come riferimento un'operazione localizzata geograficamente in Italia il procedimento inizia con la costituzione di una società italiana, tipicamente Srl, con un capitale di 10000 euro (in passato era il capitale minimo per la costituzione di questo tipo di società), cifra mantenuta anche al giorno d'oggi per dotare le società delle risorse inizialmente necessarie.

Queste società sono costituite con il minimo di capitale nel caso in cui l'operazione dovesse concludersi negativamente, e non dovesse quindi avvenire. Viene costituita preventivamente in modo tale da risparmiare tempo nel caso in cui l'operazione si sviluppi positivamente.

La NewCo resta dormiente fino al momento nel quale l'operazione di LBO entrerà nel vivo. In alcuni casi potrebbe non trattarsi di una NewCo, o meglio potrebbe non essere costituita ad hoc, ma essere una società costituita per un'operazione passata non conclusa, a quale viene rimessa in circolazione.

Considerando un primo approccio positivo, viene quindi versato nella NewCo una piccola parte dell'ammontare necessario per l'acquisizione della società target.

1.3. Fase 2: Finanziamento della Newco per dotarla delle risorse necessarie all'acquisizione della società Target

Dopo aver discusso con la società target, l'acquirente viene a conoscenza del costo dell'acquisizione, quindi ciò che verrà riconosciuto ai soci venditori.

Si pone il problema di recuperare la cifra necessaria, posto che la società acquirente sarà la NewCo precedentemente costituita.

L'acquisizione verrà finanziata da una o più società finanziarie, le quali riconosceranno a NewCo le risorse, sommate ai capitali precedentemente versati, necessarie all'acquisizione di Target. Oltre al supporto economico, vi è anche l'individuazione di un intermediario, o un team di professionisti, che assisterà l'acquirente in qualità di advisor. È l'advisor che progetterà e, successivamente, implementerà la struttura tecnico-contrattuale dell'operazione, facendo in modo di individuare le soluzioni più coerenti con gli obiettivi dei proponenti.

In fase di contrattazione con i finanziatori (tendenzialmente banche o fondi), l'obiettivo della società acquirente è quello di ricevere il finanziamento più alto possibile, dato che significa che deve utilizzare meno fondi propri.

Essendo questo un finanziamento erogato ad una società non avente struttura operativa, viene effettuato sulla base di scarse, se non nulle, garanzie reali. In alcuni casi il finanziatore potrebbe chiedere in pegno le quote della società acquisita, che non rappresentano una garanzia di grande qualità, ma in caso di liquidazione il creditore avrebbe comunque modo di ricevere una parte di quanto prestato.

Inoltre, il creditore pignoratorio può influire sulla gestione della società, e può imporre il veto su un certo tipo di decisioni straordinarie, quindi tutto sommato può vigilare e gestire in maniera diretta l'investimento fatto.

Le caratteristiche rilevanti che deve possedere Target sono:

Dal punto di vista dell'indebitamento, è importante che sia basso o nullo, dato che si troverà a carico anche l'indebitamento di NewCo, necessario per effettuare l'operazione;

Con riferimento all'attività svolta, deve essere un'attività che non richieda particolari investimenti, dato che quasi la totalità della liquidità generata dalla gestione ordinaria verrà utilizzata per rimborsare il debito. Quindi il settore in cui opera deve essere maturo, e la società deve essere anch'essa matura e stabilizzata, con investimenti pari agli ammortamenti;

Il settore nel quale opera la società Target deve essere un settore che abbia forti barriere all'entrata, perché varrebbe l'investimento rispetto alla creazione di una nuova società che possa entrare

agevolmente, e in secondo luogo tutela l'investimento ed i flussi, date le difficoltà che nuovi entranti incontrerebbero ad entrare nel settore.

I flussi ricercati sono quelli garantiti a lungo termine, perché significa che vi è meno spazio per le trattative, e consentono alla società acquirente di programmare con dati certi, o comunque molto probabili.

Tra le caratteristiche invece meno apprezzate vi è l'elevata volatilità, infatti coloro che effettuano operazioni di LBO cercano società con un basso grado di volatilità, perché sono investimenti più rischiosi.

Se si sommano tutte queste caratteristiche le società rimanenti non sono numerose, e un fenomeno che si verifica, soprattutto quando si parla di operazioni effettuate dai fondi, è la consecuzione di LBO, quindi una società acquisita tramite LBO da un fondo viene poi riacquistata attraverso un'altra LBO da un altro fondo.

1.4. Fase 3: Acquisizione della società Target

Con la liquidità a disposizione NewCo può ora procedere con l'acquisto delle azioni dell'azienda Target, pagando l'importo pattuito con gli azionisti.

In questa fase quella che prima era a bilancio come disponibilità liquida per NewCo, ora è contabilizzata come partecipazione, acquistata allo stesso valore.

È molto frequente che l'acquisto riguardi l'intero capitale, poiché la struttura dell'operazione rischierebbe di incontrare complicazioni in caso contrario. I venditori che restano interessati a detenere quote della Target parteciperanno ad un eventuale aumento di capitale di NewCo, ripiegando una parte del corrispettivo di cessione.

1.5. Fase 4: Fusione o incorporazione di Target e Newco

Una volta concluso l'acquisto, NewCo, che presenterà tra le sue attività le azioni della società Target, si fonde con l'impresa Target stessa.

La fusione è un'operazione che consiste nel far confluire la totalità di ciò che possiedono le due società all'interno di una terza nuova società, idealmente pensando alle due società come se fossero due scatole, come se si svuotasse il contenuto di queste due all'interno di una nuova società.

Alternativamente alla fusione vi può essere l'incorporazione, quindi una delle due società confluisce all'interno dell'altra. Riprendendo l'esempio delle scatole, il contenuto di una delle due viene completamente immesso nell'altra, lasciandola "vuota".

A questo punto è importante capire quale delle due società sarà il nuovo contenitore, e quale sarà invece quella che rimarrà "vuota".

Da un lato risulterebbe conveniente eliminare NewCo, la società veicolo utilizzata, e far sì che ciò che possiede questa, in particolare l'indebitamento, vada a far parte delle passività di una società già operativa, e potrà quindi usufruire, in tutto o in parte, delle garanzie reali che questa sarà in grado di produrre. Inoltre, vi sarebbe la possibilità di sfruttare l'insieme di contratti già stipulati e in atto, sia con clienti/fornitori che con i dipendenti.

La possibilità inversa è quella invece delle NewCo che incorpora al suo interno la società Target, o meglio, ciò che essa possiede.

In questo caso NewCo si troverà al suo interno tutto l'attivo di Target (crediti, rimanenze, crediti di fornitura, TFR, immobilizzazioni), per quel che riguarda invece il passivo, in particolare i debiti, all'indebitamento al quale si è sottoposta NewCo per l'acquisizione, si aggiungono i debiti di Target. Come detto precedentemente, il profilo ottimale di una società da acquisire attraverso un'operazione di LBO è rappresentato da un basso grado di indebitamento, al quale verrà poi sommato il debito derivante dall'operazione.

1.6. Effetti di un LBO ed eventuale disinvestimento (caso fondi)

Prendendo in considerazione il rimborso del debito contratto dalla società acquirente, è evidente che questa, se ha valutato in maniera adeguata i possibili flussi di Target, non si troverà a fronteggiare direttamente il debito contratto, ma lo rimborserà solo attraverso i flussi di Target. Chiaramente se il calcolo dei possibili flussi dovesse risultare errato, allora l'investimento si rivelerà negativo, e sarà l'acquirente a dover rimborsare i finanziatori.

Tenendo conto solamente del possibile esito positivo dell'operazione, si può notare che un'operazione di LBO permette a coloro che acquisiscono, che si tratti di fondi o di aziende "classiche", di effettuare investimenti di entità rilevante, utilizzando un quantitativo di risorse proprie decisamente inferiore rispetto a quello richiesto ad esempio ad un'acquisizione attraverso aumento di capitale.

Quindi la conseguenza maggiormente rilevante per le due parti in causa è:

Dal punto di vista di Target, questa rimane invariata dal punto di vista operativo (spesso anche dal punto di vista denominativo), ma cambia completamente la sua leva finanziaria e quindi la gestione finanziaria, cambiamento dovuto al debito contratto;

Dal punto di vista della società acquirente, in bilancio non figurerà la totalità dell'operazione, ma solo la parte di capitale immesso in NewCo, quindi decisamente marginale rispetto al costo dell'operazione.

Quando l'acquisizione tramite LBO viene effettuata da una società "classica", vi può essere dietro sia una motivazione strategica, che un investimento speculativo.

Nel primo caso l'acquisizione è avvenuta per entrare in nuovo settore che, ad esempio, presenta forti barriere all'entrata, e l'acquirente ha intenzione, una volta rimborsato il debito, di utilizzare i flussi per investire all'interno della società, o comunque di mantenere la proprietà.

Nel caso in cui invece si tratti di un investimento speculativo, l'acquirente ha acquisito la società perché crede di poterla rivendere nel breve/medio termine ad una cifra maggiore rispetto a quella investita (si prende in considerazione la parte di fondi propri, infatti come detto il debito non influisce nel bilancio dell'acquirente, e questi non lo affronta mai direttamente).

Quando invece l'acquirente non è una società, ma un fondo, questo trattandosi di un investimento finanziario, si trova obbligato ad uscirne, e lo può fare attraverso diverse forme di disinvestimento.

Le possibili forme di disinvestimento sono:

Trade Sale: cessione della partecipazione ad un acquirente strategico, il quale può essere un operatore industriale, disposto ad acquistare la società per motivi strategici, che possono essere sia concorrenziali che complementari (una società che produce un macchinario chiave nell'attività);

Quotazione in borsa: è una soluzione abbastanza classica, adottata frequentemente dai fondi. Molte società quotate sono infatti state precedentemente investite da fondi di PE. Un primo passaggio ad un fondo è, difatti, considerata come una specie di garanzia di successo, dato che i soci attuali ed il management hanno già avuto un contatto con il mercato finanziario nel momento in cui sono state acquistate/partecipate dal fondo e portando all'interno della società un certo tipo di reportistica e compliance, necessaria per una buona gestione in una realtà come i mercati finanziari. In più il fondo, oltre a risolvere alcuni problemi che incontra una società neo quotata, fornisce anche al mercato una serie di informazioni importante, dato che il primo screening della società lo esegue il fondo.

Cessione ad un altro fondo di P.E. o intermediario finanziario: un caso tipico è quello del passaggio da un fondo all'altro gestito dalla stessa management company. Infatti, alla scadenza della vita di un fondo, questo deve vendere tutte le sue partecipazioni, ed è normale vedere alcune di queste vendute ad un altro fondo gestito dallo stesso intermediario, per portare avanti i lavori.

Write-off: si tratta della cancellazione della partecipazione causata dal default della società partecipata dal fondo. Questo significa che il fondo non potrà guadagnare nulla da essa, e l'investimento viene totalmente cancellato dato che la società partecipata è fallita o è finita in concordato preventivo.

2. OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE DELL'ASSOCIAZIONE CALCIO MILAN

L'obiettivo di questo secondo capitolo è quello di analizzare nel dettaglio l'operazione di acquisto dell'Associazione Calcio Milan, avvenuta il 14 aprile 2017, da parte della Rossoneri Sport Investment Lux, fondata dal magnate cinese Yonghong Li per portare a termine questa operazione. Il ruolo di cedente in questa acquisizione è coperto da Fininvest, in particolare da Silvio Berlusconi, che è stato il presidente del Milan dal 20 febbraio 1986.

Inizialmente verrà brevemente riassunta storia del Milan "berlusconiano", concentrandosi principalmente sulla gestione economica del club; in seguito vi sarà un'analisi dell'operazione, in particolare della creazione della società veicolo (la Rossoneri Sport Investment) e l'utilizzo della stessa come società Newco di questa operazione di LBO.

Infine, ci si concentrerà sul ruolo centrale in questa operazione ricoperto dal fondo Elliott, fondo americano che ha erogato a Yonghong Li un prestito di 303 milioni di euro per portare a termine l'acquisizione.

2.1. Informazioni generali

Come detto il ruolo di cessionario in questa operazione è stato ricoperto da Silvio Berlusconi, presidente non solo più longevo della storia del club rossonero (31 anni e 2 mesi circa), ma anche uno dei più vincenti nella storia del calcio (per la precisione il secondo dopo Bernabeu).

Berlusconi acquistò il Milan nel febbraio del 1986, in una situazione complicata per il club, che rischiava il fallimento in seguito ad una gestione inadeguata dell'allora presidente Giuseppe Farina.

Silvio Berlusconi, è un noto imprenditore e politico italiano. Nel 1975 costituisce la società finanziaria Fininvest e nel 1993 la società di produzione multimediale Mediaset. Inoltre, sempre nel 1993, entra in politica col partito di centro-destra Forza Italia.

Per Berlusconi il Milan rappresentò non solo una passione, da grande tifoso quale si è sempre dichiarato. Infatti, utilizzo la società di calcio come mezzo per aumentare la sua notorietà e dal punto di vista imprenditoriale, e, soprattutto da quello politico. Sono noti infatti i grandi calciatori acquistati a ridosso delle elezioni, al fine di spingere i tifosi a votarlo.

Principalmente possono delinearsi quattro tipi di modelli di business per un'azienda sportiva:

- Club gestito come passione, in cui l'azionista riveste il ruolo di mecenate come negli anni '60, investe nel club a fondo perduto, al fine di raggiungere il mero risultato sportivo. Un esempio può essere l'Inter durante la presidenza di Massimo Moratti.
- Club come veicolo di immagine, in cui l'azionista investe nel club al fine di ottenere elevati e più complessivi ritorni di immagine da valorizzare altrove. Anche in questo caso il risultato sportivo prevale su una sana gestione finanziaria.
- Club come ambito per valorizzare nuovi talenti, in cui l'azionista investe nel club per "scovare e lanciare" giovani talenti da valorizzare e cedere ai grandi club, cercando di conseguire un profitto. L'idea è quella sia di investire sul settore giovanile, in modo da crescere giocatori in casa, che una volta venduti possono rappresentare enormi plusvalenze, sia effettuare investimenti mirati sul cosiddetto "scouting", quindi creare una rete di osservatori che possa individuare giovani dalle grandi prospettive in giro per il mondo. Questo modello di business è principalmente utilizzato dai club di fascia media che non possono permettersi di acquistare top player sul mercato. In Italia un esempio di due società che hanno lavorato e lavorano tutt'ora egregiamente in quest'ottica è quello di Udinese ed Atalanta.

- Club come azienda di entertainment, in cui l'azionista ricerca l'equilibrio economico tra i ricavi ed i costi. Il risultato sportivo è quindi importante quanto quello economico, non vengono fatte rinunce in un ambito che possano andare ad inficiare eccessivamente sull'altro.

Il business model del Milan di Berlusconi era sicuramente il secondo, la società utilizzata per migliorare e pubblicizzare l'immagine di colui che ne è il presidente.

Sia questo modello di business, che il primo, quindi quello del presidente/tifoso, che fa da mecenate non permettono una sana gestione duratura nel tempo. Nel corso degli anni sia Berlusconi, che Moratti, citato in precedenza, ripianavano infatti le lacune economiche dei loro club con il loro patrimonio personale o comunque quello di altre aziende in loro possesso. La prova della non sostenibilità di questa politica economica è che col crescere del fabbisogno finanziario del settore calcistico in generale, ancor di più se si considerano due top club come Milan e Inter, nessuno dei due è tutt'ora ancora presidente delle due società, ma entrambi sono stati costretti a vendere.

Il business model che tutte le aziende sportive dovrebbero perseguire è il quarto, trovando un corretto equilibrio tra risultati sportivi ed economici. Questo è l'obiettivo che anche la UEFA vuole che le società perseguano, infatti è più o meno il ragionamento che sta alla base del Financial Fair Play.

Tornando al discorso del Milan, i tanti anni di successi sul campo sono sempre stati accompagnati da bilanci chiusi in perdita. In particolare, negli ultimi 3 anni di presidenza Berlusconi in media Fininvest ha immesso nel Milan 90 milioni di euro ogni anno, in totale negli anni di presidenza si parla di circa 650 milioni¹. Divenuto impossibile mantenere questi ritmi di spese la società si è vista costretta ad un ridimensionamento, sperando potesse l'inizio di un nuovo ciclo vincente con una squadra giovane ma comunque competitiva. In particolare, la stagione 2012-13 vede durante la campagna acquisti estiva la cessione di alcuni top player (su tutti Zlatan Ibrahimovic e Thiago Silva), una riduzione significativa del monte ingaggi, non rinnovando il contratto ad alcuni giocatori più esperti e molto ben retribuiti, e alla conseguente sostituzione di questi giocatori con alcuni di valore, sia economico che tecnico, inferiore.

Inevitabilmente operazioni di questo tipo hanno fatto sì che ci sia stato un graduale peggioramento dei risultati, fino alla stagione 2013-14 con la società non qualificata per alcuna coppa continentale.

¹ Fonte: Report, servizio "Le scatole del cinese", puntata del 04/06/2018

Da quel momento gli investimenti furono sempre minori e la società vide nel ridimensionamento non l'inizio di un nuovo ciclo vincente, ma il collocamento della squadra non più al top in Italia e in Europa, ma nella fascia media del campionato nazionale.

Silvio Berlusconi, spinto anche da una situazione finanziaria complicata della sua holding, decide di vendere il "suo" Milan, sperando che un nuovo facoltoso proprietario lo riporti ai fasti di un tempo. Inizia così una lunghissima telenovela, con fantomatici possibili acquirenti che si susseguono, con offerte sia di acquisizione totale, che di pacchetti di minoranza.

Sembra una contrapposizione parlare prima di 90 milioni di media immessi da parte di Fininvest all'interno del Milan, e poi parlare di pochi investimenti e ridimensionamento, ma la spiegazione è semplice: da quando Berlusconi ha deciso di cedere la società, avendone la possibilità, ha tentato di rendere più appetibile il Milan, per guadagnare il più possibile dalla cessione. Infatti, nella campagna acquisti estiva del 2015 le spese per l'acquisizione di nuovi calciatori, e non si parla di spese complessive, ma dei soli cartellini, sono state vicine ai 100 milioni di euro.

Nell'Agosto 2016 sembra esserci una svolta definitiva: infatti il 5 agosto 2016 esce un comunicato di Fininvest nel quale viene annunciato il raggiungimento di un accordo preliminare con una cordata cinese, capitanata da Han Li.

COMUNICATO STAMPA

Milan: Fininvest firma preliminare di vendita con cordata cinese

Il presidente Silvio Berlusconi ha approvato il contratto preliminare firmato dall'amministratore delegato di Fininvest, Danilo Pellegrino, e da Han Li, rappresentante di un gruppo di investitori cinesi, relativo alla compravendita dell'intera partecipazione - pari al 99,93% - detenuta dalla stessa Fininvest nell'AC Milan.

Gli investitori operano attraverso la management company Sino-Europe Sports Investment Management Changxing Co.Ltd. Della compagine fanno parte fra gli altri Haixia Capital, fondo di Stato cinese per lo Sviluppo e gli Investimenti, e Yonghong Li, chairman della management company, che è stato fra i promotori del gruppo con cui Fininvest ha lungamente trattato fino alla firma odierna ("signing").

Assieme ad Haixia Capital e a Yonghong Li, acquisiranno quote dell'Ac Milan altri investitori, alcuni dei quali a controllo statale. Fra loro, società attive nel campo finanziario e altre impegnate in settori industriali.

Il contratto, vincolante fra le parti, verrà perfezionato entro la fine del 2016 ("closing"), una volta ottenute le autorizzazioni previste in questi casi dalle autorità italiane e cinesi.

La valutazione dell'AC Milan, in base all'intesa, risulta di 740 milioni di euro complessivi e tiene conto di una situazione debitoria stimata in circa 220 milioni.

Con l'accordo, gli acquirenti si impegnano a compiere importanti interventi di ricapitalizzazione e rafforzamento patrimoniale e finanziario di AC Milan, per un ammontare complessivo di 350 milioni di euro nell'arco di un triennio (di cui 100 milioni da versare al momento del "closing").

Il contratto prevede anche che con il "signing" gli acquirenti mettano a disposizione una caparra, a conferma degli impegni assunti, pari a 100 milioni di euro, di cui 15 contestualmente alla firma e 85 entro 35 giorni.

Durante l'intera negoziazione, nella stesura del contratto e degli impegni che esso prevede, Fininvest ha sempre avuto come obiettivo prioritario quello che il Presidente Berlusconi aveva chiaramente indicato: dotare il Milan, attraverso un assetto proprietario finanziariamente adeguato, di quelle risorse sempre più elevate ormai indispensabili per riportarlo a competere con i più importanti club del calcio mondiale.

Nella trattativa gli investitori cinesi si sono avvalsi come advisor per la parte finanziaria di Rothschild & Co. e per quella legale dello studio Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners, Fininvest rispettivamente di Lazard e BNP Paribas e dello studio Chiomenti.

In particolare, tra i partecipanti a questa cordata vi sono Haixia Capital e Yonghong Li, che sarà anche il presidente ad operazione conclusa. Oltre a queste due figure di spicco, parteciperanno alla cordata altri investitori, in particolare società impegnate nel settore finanziario ed industriale, statali e non.

La cessione non sarà però direttamente tra Fininvest e Yonghong Li, ma, come scritto nel comunicato gli investitori convoglieranno i fondi necessari all'interno di una società veicolo chiamata Sino Europe Sports Investment Management Changxing Co. Ltd.

A livello di tempistiche si parla di fine 2016, tempo minimo necessario per il procedimento burocratico tra autorità cinesi ed italiane.

Per quel che riguarda le cifre dell'operazione si parla di 740 milioni di euro complessivi per l'acquisizione della società, all'interno dei quali sono compresi 220 milioni di euro di debiti. In più vi è l'impegno della nuova proprietà a livello di investimenti, con una ricapitalizzazione di 350 milioni per rafforzare sia finanziariamente che sportivamente il Milan.²

Il pagamento avverrà al momento del "closing" (momento nel quale verranno immessi nella società i primi 100 milioni di ricapitalizzazione), anticipati però da 100 milioni al momento del "signing", ovvero della firma dell'accordo preliminare, divisi in questo modo:

- 15 immediatamente
- 85 entro 35 giorni.

La Gazzetta dello Sport del 6 Agosto 2016 si concentra sull'operazione e afferma che i 420 milioni rimasti dovranno essere versati entro 90 giorni, in un'unica soluzione, così da arrivare al momento della chiusura dell'operazione con i pagamenti tutti effettuati. Per quel che riguarda la parte sportiva, l'accordo raggiunto prevede che la nuova proprietà investa cifre importantissime, suddivise in questo modo:

- 150 milioni per il mercato del 2017;
- 100 milioni nel gennaio 2018;
- 50 nell'estate 2018
- 200 milioni da suddividere tra il 2018 (quindi eventualmente da aggiungersi ai 50 fissi) e il 2019.

Ciò significa che, calcolatrice alla mano, il costo totale dell'operazione per la cordata cinese si aggira attorno ad 1 miliardo e 100 milioni di euro.

Le tempistiche previste per l'acquisizione non sono state però rispettate, a causa, inizialmente, di problemi burocratici derivanti dall'uscita di capitali dalla Cina. In un secondo momento, una volta

² Fonte dati: Calcio e Finanza

che si era trovata una soluzione alla prima problematica, Yonghong Li ha perso vari investitori che si erano detti interessati a partecipare all'operazione, e quindi ha avuto un problema di fondi necessari a chiudere l'operazione.

2.2. Società veicolo (Newco)

La struttura dell'operazione è molto complicata, dato che per portarla a termine non è stato creato una singola società veicolo, ma un quantitativo importante di questi finanziati da più parti del mondo.

Facendo ordine si può partire dalle cifre di questa operazione: come detto precedentemente l'ammontare totale dell'operazione è di circa 1 miliardo e 100 milioni di euro³, dato che alle cifre di valutazione della società si devono aggiungere gli impegni presi per quel che riguarda gli investimenti negli anni a venire.

I 740 milioni necessari per il closing sono così strutturati:

- 520 milioni necessari all'acquisto del 99,93% dell'AC Milan
- 100 milioni per l'aumento di capitale dell'AC Milan
- 70 milioni di rimborso del prestito soci concesso da Fininvest ad AC Milan
- 50 milioni di prestito soci Rossoneri Lux ad AC Milan

Per un totale appunto di 740 milioni di euro.

La peculiarità e curiosità maggiore che ha scaturito però questo movimento di capitali è sia la modalità, che la provenienza.

La prima perché sono state versate 3 caparre, per poi arrivare al closing con i capitali mancanti.

La seconda perché le varie caparre hanno tutte provenienze differenti. Sono pervenute infatti da diverse società off-shore.

La struttura dei capitali con i quali è stata conclusa l'operazione è la seguente:

³ Fonte: Calcio e Finanza

Data	Provenienza	Cifra in mln di €
05/08/2016	Sino Europe Sports Investment Management - <i>Cina</i>	<i>100</i>
Dicembre 2016	Willy Shine – <i>British Virgin Island</i>	<i>100</i>
Febbraio 2017	Rossoneri Advance – <i>British Virgin Island</i>	<i>100</i>
Marzo 2017	Anticipazione di Huarong tramite fondi offshore garantita da patrimonio di Yonghong Li – <i>Cina</i>	<i>140</i>
Marzo 2017	Prestito fondo Elliott a Rossoneri Lux	<i>300</i>
	TOTALE	<i>740</i>

È evidente che risulta molto complicato portare a termine un'operazione del genere in una sola tranche, essendoci una movimentazione di denaro assolutamente rilevante; resta però quantomeno sospetta la diversa provenienza di tutti i capitali. Infatti, ci si aspetterebbe che il denaro provenisse da Pechino, o per lo meno che la provenienza sia sempre dallo stesso luogo. Invece i capitali vengono tutti da paradisi fiscali, e da nazioni dalle quali risulta impossibile sapere a chi sono intestate le società che li inviano.

Alle quattro caparre provenienti da più parti del mondo, si aggiungono i 300 milioni di euro che il fondo Elliott ha fornito a Yonghong Li attraverso un prestito ponte volto ad anticipare i fondi che in teoria avrebbero dovuto essere sbloccati dalla Cina.

Per schematizzare in maniera ancora più semplice ecco qual è la divisione dei capitali utilizzati per portare a termine l'operazione:

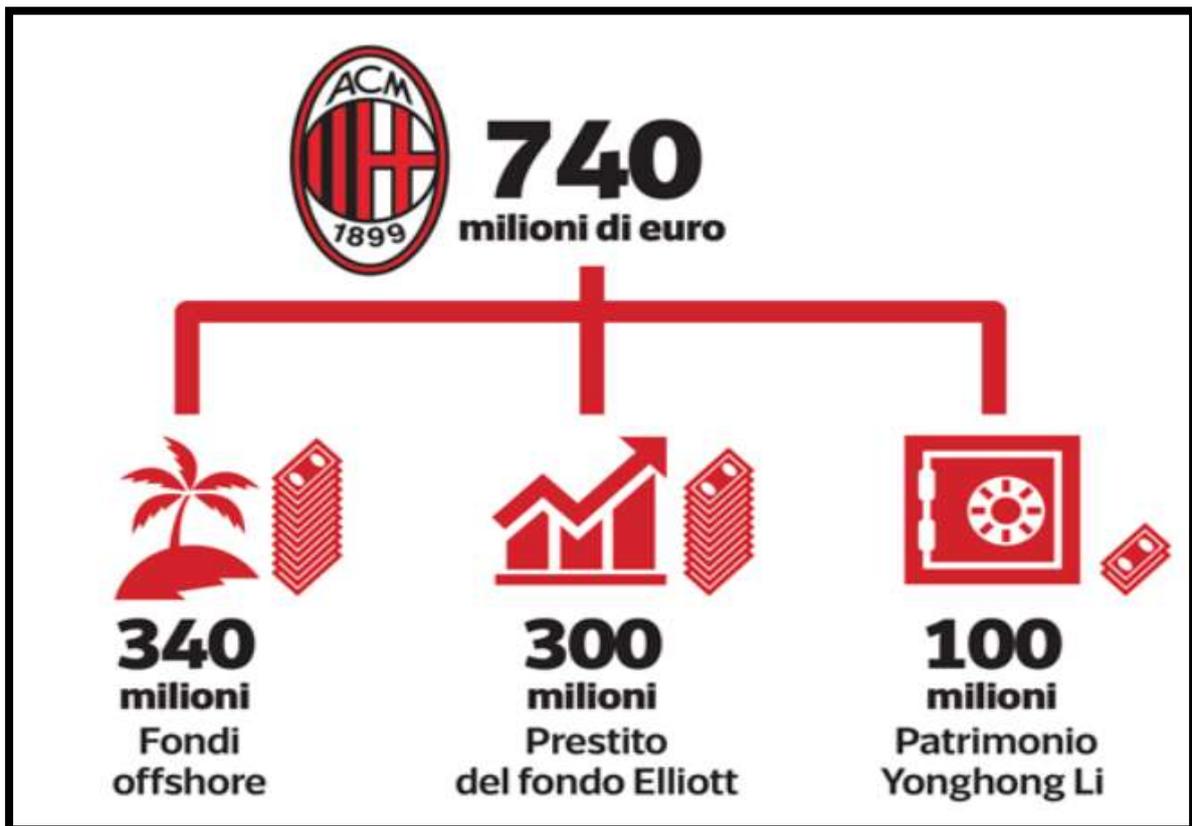


Figura 2: Suddivisione provenienza denaro⁴

Una volta esposte le cifre si può passare alla questione decisamente più delicata e complicata.

Il problema nasce a causa della legislazione cinese. La Cina infatti, per evitare che gli imprenditori locali investissero all'estero in settori non considerati strategici e/o vantaggiosi per la nazione, ha messo dei paletti per i capitali in uscita. Le linee guida per gli investimenti oltre confine prevedevano 3 possibili reazioni da parte del governo: divieto, limitazione o incoraggiamento, a seconda della finalità dell'investimento.

Gli investimenti proibiti sono tutti quelli che possono mettere a rischio gli interessi nazionali e la sicurezza della Cina, compresa la produzione di tecnologia e prodotti militari non autorizzati, gioco d'azzardo, pornografia e altri prodotti e tecnologie proibiti.

Gli investimenti esteri "limitati" riguardano il settore immobiliare, gli hotel, l'intrattenimento e l'acquisto di club sportivi.

Vengono invece incoraggiate tutte le società intenzionate ad investire nell'iniziativa 'Belt and road' voluta dal presidente Xi Jinping per una nuova 'via della Seta' tra Asia ed Europa.

Inoltre, la Commissione nazionale per le riforme e lo sviluppo cinese, si è scagliata contro gli investimenti esteri "irrazionali" in alcuni settori. Secondo questa Commissione, gli accordi

⁴ Fonte: Corriere.it

all'estero firmati dalle aziende cinesi hanno toccato nel 2016 il record di 170 miliardi di dollari, e non sono assolutamente considerati tutti strategicamente convenienti per la nazione.

Quindi gli investimenti nei club sportivi fanno parte di quelli che hanno subito "solo" limitazioni. Qui però si deve fissare un punto importante. Per quanto risultasse difficile far uscire i capitali dalla Cina, Yonghong Li ha dimostrato che non era impossibile portare a termine l'operazione, e con un piano di investimento mirato, magari avrebbe ricevuto dal governo cinese l'autorizzazione a far partire il capitale dell'intera operazione dalla Cina. Il problema è che le limitazioni del governo cinese sono andate inasprendosi: infatti in una fase iniziale vi era interesse strategico nell'investimento in club europei di calcio per far sì che questo sport tanto seguito e, soprattutto, che produce tanta ricchezza, potesse prendere piede anche nella stessa Cina. Basti pensare che sono 28 i club di proprietà cinese in Europa. Tra quelli di maggior rilievo, oltre a Milan e Inter, già citate, vi sono l'Atletico Madrid, l'Aston Villa, il WBA e altre squadre di Premier League, l'OGC Nice; quindi gli investimenti riguardano tutti i principali campionati europei, escluso quello tedesco.

Con il passare del tempo però la strategia è cambiata, infatti, a partire da 7/8 anni fa hanno iniziato ad imporsi nel mercato calcistico ricchissime squadre cinesi, capaci di acquistare sia grandi giocatori sulla via del tramonto (tra i più famosi sicuramente ricordiamo Didier Drogba), sia grandi allenatori, basti pensare agli italiani Fabio Capelli e Marcello Lippi. L'idea era quella di seguire il modello americano, che è partito in questo modo fino ad attrarre anche giocatori nel pieno della propria carriera, seppur non di primissimo livello (rimanendo al caso italiano si può pensare a Sebastian Giovinco che è passato al Toronto in Major League Soccer), che hanno contribuito ad alzare il livello e l'interesse nei confronti del campionato americano.

Negli ultimi 3 anni infatti anche in Cina hanno iniziato a trasferirsi giocatori ambiti da squadre europee e ancora con molti anni di carriera davanti, i quali, davanti ad offerte di ingaggio fuori mercato, hanno deciso di sposare la causa cinese e aumentare notevolmente il tasso tecnico del campionato (anche qui si possono prendere come esempio due italiani quali Graziano Pellè e Martins Eder). Visto lo sviluppo quindi del calcio che si è raggiunto, il governo vuole che gli investimenti non siano fatti più verso l'estero, ma che i soldi vengano investiti internamente in società locali.

Il fatto che le limitazioni poi potrebbero inasprirsi nel tempo cambia inevitabilmente gli scenari: infatti non si parla solo dei capitali necessari alle acquisizioni, ma anche al mantenimento e agli investimenti nei club una volta acquisiti. Viene da sé che l'investimento nel Milan da parte della nuova proprietà potrebbe non raggiungere nel tempo i risultati sperati, sia dal punto di vista sportivo che da quello economico, data la mancanza di capitali iniettabili nelle casse del club. Questo porta alcuni degli investitori della cordata a tirarsi indietro, dopo che le prime caparre erano

già state versate da Yonghong Li. Il ritirarsi di alcuni ha portato, con il passare del tempo, il ritiro anche di altri investitori, riducendo il capitale a disposizione della Sino Europe Sports in maniera significativa.

La Sino Europe Sports è un fondo di investimento, creato in Cina affinché i capitali di coloro che volessero investire nell'operazione di acquisizione del Milan, potessero confluire in uno stesso fondo. Si parla di vari investitori interessati, indiscrezioni parlano di Haixia (non solo indiscrezioni dato che è anche nominata nel comunicato di Fininvest), la China Huarong Asset Management, che si tratta di una delle più grandi ed importanti società finanziarie pubbliche in Cina, China Construction e China Merchants. Si può notare che molte sono società pubbliche, quindi, indirettamente ma neanche troppo, si può dire che il Milan sia un affare di Stato in Cina, con la partecipazione nell'operazione attraverso società pubbliche.

Una particolarità del fondo SES è la seguente: la struttura finanziaria di questo fondo può cambiare in continuazione fino al giorno del closing. Ciò significa che tutti gli investitori sopra citati, così come tutti gli altri interessati all'operazione, hanno la libertà di uscire fino all'ultimo, e in più possono mutare la loro partecipazione in ogni momento.

Questa caratteristica si rivela il vero problema per Mr Li, il quale dopo aver dato i primi 300 milioni necessari all'acquisizione, a fine 2016 si trova in difficoltà a saldare il conto ed arrivare al closing. Nello stesso periodo è da segnalare un momento di assoluta difficoltà da parte di Fininvest, sotto attacco per la scalata ostile di Vivendi su Mediaset. Siamo in un momento molto delicato, perché sembra che l'operazione possa saltare da un momento all'altro, con i 300 milioni ormai nelle casse di Fininvest, e Mr Li che finirebbe per perdere tutto.

Le parti però sono assolutamente interessate a chiudere l'operazione, e Berlusconi decide di concedere a Li altro tempo per trovare possibili investitori disposti a partecipare all'operazione, fornendo i capitali necessari alla chiusura.

Qui vi è la svolta, con l'ingresso nell'operazione del fondo Elliott, il quale presta a Yonghong Li 303 milioni di euro.

Inizia qui lo schema più complicato dell'operazione, ovvero quello nel quale entrano in scena tutte le società veicolo necessarie a far confluire tutti i capitali nella Rossoneri Sport Investment Lux, la società lussemburghese che porterà a termine l'operazione.

Il piano iniziale, prima che SES si trovasse a corto di capitali, e Mr Li decidesse quindi di proseguire l'operazione autonomamente, era quello che a pochi giorni dal closing (si pensava ai primi giorni di marzo), il fondo avrebbe fatto confluire tutti i capitali, girandoli inizialmente alla Rossoneri Investment Co. Limited, il veicolo ad Hong Kong, e da questa andrebbero 420 milioni di euro nelle casse della Rossoneri Sport Investment Lux, società con sede in Lussemburgo, 320 per Fininvest, 100 per l'aumento di capitale del Milan.

Questa era l'idea iniziale. In realtà le cose sono andate in maniera completamente diversa. Come detto coloro che inizialmente erano interessati a far parte dell'operazione attraverso SES si sono tirati indietro, quindi Yonghong Li ha deciso, per non vedere perse le caparre già versate, di portare avanti l'operazione. In questo modo si è visto costretto a cercare in maniera il più rapida possibile o un nuovo socio che condividesse con lui l'operazione, oppure un finanziatore. Non è riuscito a trovare il primo, bensì un secondo.

Infatti, Mr Li, e anche Fininvest, hanno trovato nel fondo Elliott il salvatore dell'operazione. Questo fondo americano, le cui caratteristiche approfondiremo più avanti, ha un ruolo chiave nell'operazione, decidendo di concedere un prestito di 303 milioni di euro a Yonghong Li, il quale, se non fosse stato in grado di onorare l'impegno preso col fondo entro ottobre del 2018, avrebbe dovuto cedere tutte le suo quote della Rossoneri Sport Investment Lux, quindi anche il Milan, di proprietà di questa società, al fondo americano.

Per far sì che il fondo potesse prestare a Mr Li i soldi, venne creata una società a doc, con sede in Lussemburgo, la Project Red&Black. Per la creazione di questa società il fondo si è affidato ad un'altra società, che nel tempo si è resa protagonista della creazione anche di altre società veicolo in operazioni di M&A. Si tratta della Blue Skye degli imprenditori napoletani Gianluca D'Avanzo e Salvatore Cerchione. La società creata, la Project Red&Black è partecipata dalla lussemburghese Blue Skye e da due società del Delaware che fanno a capo ad Elliott.

Questa è stata una società veicolo fondamentale per il prestito che ha permesso la chiusura dell'operazione. Infatti, è quest'ultima che a trasferire 303 milioni di euro alla Rossoneri Sport Investment Lux che ha acquistato il 99,93% delle azioni del Milan.

Ricapitolando, le società che sono entrate in questa operazione sono:

- Il fondo Sino Europe Sports
 - Rossoneri Sport Investment Co. Limited
 - Rossoneri Advanced Co. Limited
 - Willy Shine International Holdings
 - Due società del Delaware
 - Project Red&Black
 - Rossoneri Sport Investment Lux
- } Società cinesi
- } Società British Virgin Islands
- } Società americane
- } Società lussemburghesi

Le domande che viene naturale fare a questo punto sono le seguenti:

- È in grado Mr Li, una volta lasciato “solo”, di risarcire il debito contratto col fondo Elliott?
- Perché il fondo ha prestato così tanti soldi a un soggetto che risulta avere un patrimonio di 500 milioni, e praticamente tutti investiti nell’operazione? Che garanzie gli sono state fornite?

Posto che questo elaborato viene scritto a posteriori rispetto all’avvenimento e allo sviluppo dei fatti, il senso di questa operazione risulta complicato da trovare. Oggi sappiamo che Mr Li non è più presidente del Milan, ma ci si chiede come mai si sia buttato in un’operazione assolutamente più grande delle sue possibilità, e le teorie più plausibili sono le seguenti:

1. Mr Li pensava di poter trovare un socio ad acquisizione avvenuta, che potesse aiutarlo a rimborsare il prestito con l’acquisizione di una parte delle quote;
2. L’imprenditore cinese ha scommesso sul fatto che le restrizioni del governo cinese riguardo ad i capitali in uscita si allentassero, e sarebbe riuscito a riformare la cordata, che i capitali promessi in precedenza gli avrebbe fatto rimborsare il prestito;
3. Mr Li aveva un piano finanziario particolare, pensava di esportare il brand in Cina ad esempio, e avere ricavi assolutamente rilevanti, che gli permettessero di rimborsare il debito;
4. L’ultima alternativa, forse la più plausibile e sensata, è che Mr Li rappresentasse alcuni soggetti, e fosse solo il prestanome. Con il passare del tempo però questi soggetti hanno deciso di lasciare andare l’operazione e di non venire mai fuori.

2.3. Il prestito del Fondo Elliott

Elliott Management Corporation, è il nome della società che si occupa della gestione del fondo di investimento (Fondo Elliott), che ha prestato a Yonghong Li 303 milioni di euro per chiudere l'operazione di acquisizione del 99,93% del Milan.

Quello concesso da Elliott nei confronti del Milan è definito un prestito ponte, ovvero un prestito che anticipa una liquidità che esiste, ma non è disponibile nel momento in cui occorre e quindi un terzo si offre di anticiparlo in cambio ovviamente di una retribuzione, il tasso di interesse.

Il prestito di 303 milioni di Elliott è così suddiviso:

- 180 sono serviti per garantire il closing, quindi destinati a Fininvest;
- 73 sono stati destinati alle banche creditrici;
- 50 serviranno per lo sviluppo del club.

Come detto la retribuzione che ha Elliott rispetto all'operazione sono gli interessi, e dato che questa presenta un rischio considerato "alto", il tasso è assolutamente rilevanti. Il tasso applicato ai 180 milioni destinati a Fininvest, quindi a carico della Rossoneri Sport Investment Lux è pari all'11,5%; mentre è stato applicato un tasso del 7,7% sui 123 (50+73) in carico al AC Milan.

Il prestito deve essere rimborsato a 18 mesi dall'emissione (ottobre 2018), in un'unica tranche, e vi sono alcune condizioni sia sulla gestione sia finanziaria che sulla gestione della società che devono essere rispettate: infatti il fondo Elliott ha tutti gli interessi che la gestione finanziaria della società sia sana, che questa produca valore e raggiunga risultati importati sia sul campo che nei bilanci. Però il fondo non avrà alcun veto sulle operazioni, la dirigenza può operare come meglio crede, in linea con il business plan presentato al momento della stipula dell'accordo con il fondo. Per verificare e tenere monitorata la situazione, Elliott effettuerà controlli bimestrali sul bilancio, utilizzando il rapporto tra dare e avere come primo parametro di valutazione. In caso di disallineamenti rilevanti rispetto al controllo precedente, alla società saranno richieste motivazioni ed eventualmente di apportare qualche rimedio, che potrebbe essere, se necessario, un intervento finanziario da parte di Mr Li. Questo controllo sarà attraverso due metodologie:

- La prima rappresentata da un report bimestrale, con riferito al periodo precedente;
- La seconda invece è fatta di controlli attraverso incontri di persona con periodicità regolare fra i dirigenti del Milan e un team di verifica preposto e incaricato appositamente da Elliott.

Questo tipo di controlli e riunioni non ha solo l'obiettivo di monitorare la situazione e la gestione della società, ma sono utili e fondamentali anche per decidere in maniera congiunta le strategie future e fissare nuovi obiettivi, adattandoli eventualmente a risultati non coerenti con le previsioni, sia positivi, che, soprattutto, negativi. La seconda condizione presenta una delle maggiori differenze con le operazioni standard di LBO, infatti, normalmente in questo tipo di operazioni, per rimborsare i prestiti ricevuti, gli acquirenti utilizzano i flussi di cassa della società acquisita, e nel caso in cui non siano sufficienti, potrebbero decidere di vendere alcune proprietà patrimoniali. In una società di calcio, non essendoci flussi di cassa abbastanza rilevanti da rimborsare questo prestito, considerando che nel business plan presentato ad Elliott era prevista anche una crescita possibile solo attraverso l'investimento sia in ambito sportivo, che in ambito societario delle entrate, ciò che la società acquirente poteva vendere per raggiungere le risorse necessarie al rimborso del prestito erano i giocatori. La differenza rispetto alle classiche operazioni è proprio questa, perché Elliott ha inserito come clausola il fatto che il parco giocatori non uscisse impoverito, ma il suo valore restasse sempre al di sopra di un minimo stabilito. La traduzione di questa clausola è che Mr Li non poteva decidere di vendere i giocatori di maggior valore per rimborsare il prestito, e se lo avesse fatto, per rispettare la clausola, avrebbe dovuto reinvestire quanto guadagnato in altri calciatori, in modo da non scendere dal valore della rosa stabilito.

Se ci si domanda il perché di questi controlli, e della clausola stabilita da Elliott, è presto detto: per concedere un prestito di tale portata, e con un grado di rischio tanto alto, il fondo ha chiesto come garanzia a Mr Li il pegno di tutte le azioni del Milan, sottostante della Rossoneri Sport Investment Lux, il cui controllo passerebbe ad Elliott. L'articolo dello statuto prevede che il fondo possa fare le veci del socio di maggioranza nel consiglio di amministrazione, in caso di inadempimento di questi. Ciò significa che il consiglio di amministrazione, composto in principio da 3 amministratori di classe A, scelti da Yonghong Li, e 2 di classe B, rappresentanti di Elliott, diventerebbe completamente sotto il controllo del fondo.

Quindi, rendendosi conto che le possibilità che l'imprenditore cinese non sia in grado di onorare il suo debito sono alte, il fondo vuole tutelare il suo investimento e nel caso in cui dovesse escutere il pegno, avere una società sana e appetibile sia per un'eventuale cessione, sia per una gestione diretta.

Nell'articolo 6.4 presente nello statuto della Rossoneri Sport Investment Lux è esplicitata la clausola che prevede la possibilità da parte di Elliott di diventare proprietario della società.

L'articolo è il seguente:

“Conformemente all'articolo 9 della legge lussemburghese del 5 agosto 2005 in materia di accordi di garanzia finanziaria, i diritti di voto inerenti alle azioni possono essere esercitati

da qualsiasi persona a favore di chi siano state promesse tali azioni (Pledgee) in conformità con il relativo contratto di pegno. Il Pledgee può inoltre, in conformità con il relativo contratto di pegno, esercitare tutti i diritti dell'azionista interessato in relazione alla convocazione di una riunione degli azionisti o l'adozione di deliberazioni assembleari, tra cui, a scanso di equivoci, il diritto di chiedere al consiglio di amministrazione di convocare un'assemblea degli azionisti e di richiedere argomenti da aggiungere all'ordine del giorno, e di proporre e adottare risoluzioni in forma scritta. Qualsiasi accordo di questo tipo tra un azionista, il Pledgee e la Società che regoli i diritti di cui sopra sarà dato effetto alla Società. Una volta che il Pledgee ha scelto di esercitare i diritti di cui sopra, solo il Pledgee avrà il diritto di esercitare o dirigere l'esercizio dei diritti di voto o di qualsiasi altro diritto collegato alle azioni costituite in pegno in qualsiasi modo lo ritenga opportuno, compresi i diritti di voto in relazione alla nomina e/o rimozione di tutti i dirigenti della Società. Ogni riferimento al "Pledgee" in questi articoli si intende rivolto a Project Redblack S.à r.l. e tutti i suoi assegnatari, successori e cessionari."

Essendo citato nel precedente articolo (6.4) l'art. 9 della Legge Lussemburghese del 05/08/2005 (aggiornato il 20/05/2011), viene riportato di seguito lo stesso articolo:

"La cessione dei diritti connessi agli strumenti finanziari costituiti in pegno è regolata dal contratto delle parti. In assenza di un accordo contrario, tali diritti restano a carico del fornitore della garanzia, tranne nel caso in cui sia stato concesso un diritto d'uso al creditore pignoratorio nel qual caso questi diritti maturano a suo favore"

Il fondo Elliott, con il pegno previsto dall'articolo 6.4 dello statuto della Rossoneri Sport Investment Lux, alla quale è applicata la legislazione lussemburghese, si tutela dalla possibile "fuga col malloppo" del debitore pignorando il sottostante con una garanzia reale sui conti e sulle azioni del club.

Inoltre, vi è un'altra clausola che mostra l'interesse di Elliott nei confronti del Milan, ovvero quella prevista nell'articolo 9.8 dello statuto, il quale prevede che Mr Li non possa decidere di vendere il sottostante ad un soggetto non gradito ad Elliott. In questo modo, nel caso in cui Elliott risulti interessato, come poi si è dimostrato, a diventare proprietario del Milan, può impedire che chiunque entri in società con Yonghong Li, e questi si trovi impossibilitato a rimborsare il debito e quindi perda la proprietà del club.

Parlando a posteriori è già noto che Elliott una volta proprietario del Milan ha deciso di gestirlo attivamente e con un progetto a medio-lungo termine, però prima che ciò avvenisse,

ragionando sul fatto che il fondo è per sua natura speculativo, si pensava che potesse cercare un nuovo acquirente provando a cedere la società ad una cifra maggiore rispetto al prestito.

Nel momento in cui quindi il fondo ha esercitato il pegno, poteva decidere cosa fare, e nel caso di cessione della società avrebbe potuto fare autonomamente il prezzo senza necessitare di alcun parere da parte di Mr Li e senza passare da alcun tribunale, perché nelle mani di Elliott non finirebbe direttamente il Milan, ma la società che ne è proprietaria, la Rossoneri Sport Investment Lux, tramite il suo CDA. Si parla di tribunali perché vi è stato il dibattito se la questione dovesse seguire la legislazione lussemburghese o quella italiana, dato che sì la società ha sede in Lussemburgo, ma il sottostante ha sede in Italia.

In questo modo viene rispettato il divieto del patto commissorio, presente anche in Lussemburgo ai sensi dell'art. 2078 c.c., giacché il creditore non disporrebbe direttamente del pegno (presente in Italia). In realtà, grazie ad un contratto collaterale di garanzia finanziaria (il prestito disciplinato dalla legge lussemburghese citata in precedenza), il creditore diventerebbe proprietario non del sottostante, ma della società che lo contiene. Questo contratto collaterale in Italia sarebbe stato fortemente a rischio, dato che, concretamente Mr Li si trova espropriato dei suoi diritti assembleari, mentre in Lussemburgo l'applicazione risulta essere meno tortuosa, tant'è che è stato messo nero su bianco all'interno dello statuto sulla base, appunto, di una legge precisa. Ciò significa che probabilmente nella pianificazione del prestito Elliott abbia deciso con i suoi avvocati il Lussemburgo in maniera oculata, sapendo che nel granducato l'accordo sarebbe stato salvo, a differenza ad esempio dell'Italia.

Vi è un'ulteriore particolarità ripercorrendo le dinamiche. Yonghong Li, come detto più volte è stato supportato da Elliott nell'acquisizione attraverso il prestito ponte di 303 milioni di euro. In una fase successiva, nel periodo tra maggio e giugno 2018, l'imprenditore cinese doveva immettere nelle casse della società 32 milioni di euro, necessari per un aumento di capitale, ma non aveva a disposizione questo denaro. Al posto suo è stato il fondo Elliott ad adempiere a questo onere, che si va ad aggiungere al prestito già concesso, ma con una scadenza differente: il 6 luglio 2018. Nel caso in cui Yonghong Li entro quella data non avesse rimborsato questo prestito, Elliott avrebbe potuto escutere il pegno.

Questo è proprio ciò che è accaduto, ed infatti dal 10 luglio 2018 la Project Red & Black è diventata la società proprietaria del Milan.

Questo il comunicato di Paul Singer, presidente e fondatore del fondo americano:

"La proprietà e il controllo della holding che detiene la maggioranza del capitale sociale di AC Milan sono stati trasferiti a fondi gestiti da Elliott Advisors (UK) Limited. Tale trasferimento è avvenuto all'esito dell'escussione di alcune garanzie a seguito dell'inadempimento, da parte del precedente proprietario di AC Milan, delle proprie obbligazioni nei confronti di Elliott. Ora che ha assunto il controllo, la visione di Elliott per il Milan è chiara: creare stabilità finanziaria e di gestione; ottenere successi di lungo termine per AC Milan cominciando dalle fondamenta, assicurandosi che il club sia adeguatamente capitalizzato; e condurre un modello operativo sostenibile che rispetti le regole della UEFA sul Financial Fair Play. Elliott è pienamente consapevole della sfida e dell'impegno che derivano dall'essere proprietari di un'istituzione così importante. Elliott non è soltanto lieta di supportare il club durante questo momento di difficoltà, ma anche della sfida di raggiungere obiettivi ambiziosi in futuro attraverso il successo sul campo da parte del tecnico Gattuso e dei suoi giocatori. Come prima misura Elliott intende apportare 50 milioni di Euro di equity al club per stabilizzarne le finanze, e pianifica di apportare, nel tempo, ulteriori capitali per finanziare la crescita di AC Milan. Paul Singer, fondatore, Co-CEO e Co-CIO di Elliott Management Corporation ha dichiarato "Supporto finanziario, stabilità e una supervisione adeguata sono prerequisiti necessari per un successo sul campo e per una fan experience di livello internazionale. Elliott è impaziente di cimentarsi nella sfida di realizzare il potenziale del club e di restituirlo al pantheon dei top football club Europei al quale AC Milan appartiene di diritto. Elliott crede fermamente che vi sia l'opportunità di creare valore su AC Milan"

Per quel che riguarda la gestione di Elliott le possibili strade percorribili dal fondo nel caso in cui decidesse di vendere il Milan ci si concentrerà nel prossimo capitolo.

Un dubbio che resta ed è assolutamente lecito è il seguente:

Com'è possibile che Yonghong Li, dopo essersi fatto prestare 303 milioni, aver fatto arrivare soldi da tutte le parti del mondo, abbia perso tutto per "soli" 32 milioni di euro?

È evidente che la situazione sia bizzarra, usando un eufemismo, ma guardando il momento del Milan è evidente che Elliott ha deciso di intervenire e prendere in mano la situazione dato che il club, non rispettando le regole del Financial Fair Play, rischiava di essere escluso dalle competizioni europee (era già stata conferita la sanzione, si attendeva un'eventuale conferma o ribaltamento con il ricorso al TAS), e il danno sia economico che di immagine avrebbe sicuramente inciso in negativo sull'investimento del fondo. In più dopo una stagione deludente

dal punto di vista sportivo era assolutamente necessario investire sul mercato con l'acquisto di calciatori funzionali e tecnicamente forti, per aspirare a risultati migliori e ad un ritorno nella competizione europea principale, la Champions League, che oltre ad un prestigio internazionale, porta con sé un aumento dei ricavi per le squadre che vi partecipano rilevante. Elliott quindi diventa proprietario dell'AC Milan nel giugno 2018, presenta un nuovo business plan, assolutamente più realizzabile e concreto di quello presentato dalla vecchia proprietà, e fa sì che la decisione del TAS cambi, e il Milan non subisca alcuna sanzione dalla UEFA.

3. IL FONDO ELLIOTT

Più volte in questo elaborato è stato citato il Fondo Elliott, infatti il fondo americano è stato sicuramente un protagonista dell'operazione, che senza il suo prestito ponte non sarebbe mai potuta andare a buon fine.

Nel giorno in cui si scrive questo elaborato da semplice creditore il fondo è diventato il proprietario dell'AC Milan ed è colui che proverà a far sì che la società torni ai fasti di un tempo, cosicché l'investimento milionario fatto possa portare i suoi frutti.

Con il fondo proprietario delle quote societarie è stato ovviamente rivoluzionata l'amministrazione della società, con il ruolo di presidente affidato a Paolo Scaroni, ex manager di ENI; il ruolo di amministratore delegato dal 1° dicembre 2018 è nelle mani di Ivan Gazidis, ex CEO dell'Arsenal, società all'interno della quale ha ottenuto eccellenti risultati che gli hanno permesso di essere considerato uno dei migliori manager sportivi in circolazione. Il direttore tecnico designato è stato Leonardo, ex giocatore dirigente ed allenatore del Milan Berlusconi.

Quindi con dirigenti di fiducia il fondo proverà sicuramente a risollevarne le sorti del Milan, ma, posto che tendenzialmente l'obiettivo di un fondo è quello di creare margine con una vendita successiva all'acquisizione, quale obiettivo di guadagno è stato fissato? E in quale termine temporale si vuole raggiungere questo obiettivo?

In questo capitolo si proverà a descrivere il fondo, le operazioni eseguite in passato e si proverà a delineare la sua strategia e le possibili decisioni che prenderà rispetto alla gestione dell'AC Milan.

3.1 Storia e caratteristiche del Fondo

Elliott Associates viene fondato da Paul Elliott Singer, imprenditore statunitense, nel gennaio 1977.

Inizialmente il patrimonio è di 1,3 milioni di dollari, “investiti” da amici e parenti dell’imprenditore. In una fase iniziale gli investimenti della società erano incentrati sull’arbitraggio, fino alla recessione degli anni novanta, derivante dal crollo della borsa del 1987, che portò la società a mutare la sua forma in favore di un hedge fund, ovvero un fondo che investe ad alto rischio, per avere guadagni maggiori.

Ora la società prende il nome di Elliott Management Corporation o Fondo Elliott, e Elliott Associates è il principale fondo all’interno della società, gestendo un patrimonio di 8,6 miliardi di dollari.

Oltre a Paul Singer, fondatore e CEO del fondo, i soci sono: Jon Pollock, che con Singer ricopre la figura di co-chief investment officer; il figlio di Singer, Gordon, il quale è direttore del quartier generale di Londra del fondo; Steven Kasoff, manager della società e socio azionario dal 2015.

Oltre a New York (sede principale) e Londra dove la gestione è in mano a Gordon Singer, il fondo ha uffici anche a Tokyo e Hong Kong.

Elliott è uno dei fondi più importanti nel panorama mondiale, dagli esperti è considerato il più grande fondo di investimento attivista al mondo, mentre la definizione che è stata data da varie testate giornalistiche è quella di “vulture fund”, ovvero “fondo avvoltoio”.

Essendo infatti il Fondo Elliott un fondo speculativo, questo andrà ad investire nel momento in cui colui che viene acquisito o riceve denaro è in una situazione critica e ad alto rischio finanziario, ma se dovesse risollevarsi garantirebbe al fondo un rendimento assolutamente elevato. Quindi quelle che cercano gli hedge fund sono opportunità ben precise sul mercato, con l’obiettivo di ottenere un rendimento maggiore sia dal punto di vista assoluto sia su uno specifico benchmark di mercato.

Una delle caratteristiche primarie che differenzia un hedge fund rispetto a fondi di altro tipo è sicuramente la rischiosità che contraddistingue le operazioni portate avanti, oltre che la tipologia di rendimento cui si riferiscono. La maggior parte dei fondi comuni si pone come obiettivo quello di replicare il benchmark, a seconda della tipologia di investimento effettuato. I fondi speculativi, invece, non mirano a replicare il rendimento del benchmark, ma vogliono generare un rendimento maggiore rispetto a quello dell’indice di riferimento: il rendimento in questione non ha alcuna correlazione con l’indice, ma questo rappresenta l’obiettivo da superare, in modo da risultare migliore rispetto ai fondi comuni che si limitano a replicarlo.

Le caratteristiche del fondo portano a criticarlo per varie ragioni, principalmente etiche. Questo perché essendo un fondo che basa e ha basato i suoi immensi profitti (basti pensare che dal 1977 ha avuto solo 2 anni in perdita, e ora il suo valore si aggira sui 34 miliardi) intorno ad operazioni che vedono la controparte in crisi, e spesso la controparte era una nazione (parleremo di Perù, Congo e soprattutto Argentina), pur di vedere l'operazione andare a buon fine finanziariamente per il fondo, Elliott ha messo in ginocchio gli stati sovrani, come ad esempio l'Argentina che per pagare il debito contratto con Elliott è arrivata al secondo default nel giro di 13 anni.

Ma procediamo per step.

Paul Elliott Singer è la figura principale del fondo, e non solo perché è il fondatore, presidente, amministratore delegato e co-Chief Investment Officer; ma perché chi conosce Singer afferma che il fondo ragiona esattamente come il suo padrone, e il non farsi scrupoli è una caratteristica che accomuna proprietario e società.

Singer si è laureato in psicologia e, in seguito, si è specializzato in legge ad Harvard. E si potrebbe quasi dire che il mix della sua preparazione accademica sia ciò che lo contraddistingue negli investimenti. La psicologia, quindi lo studio della mente umana, e fiducia incrollabile nella legge sovrana, specialmente se è dalla sua parte. Ciò è dimostrato dal fatto che il fondo è riuscito sempre a sfruttare tutte le pieghe legislative (nell'operazione di acquisizione del Milan un esempio è l'utilizzo della legislazione lussemburghese invece che quella italiana in tema di pegni) per ottenere ciò che voleva, e se necessario ha sfruttato il suo potere per appoggiarsi alle lobby o ai giudici quando gli altri non ne hanno avuto il coraggio o la forza.

Questo suo modus operandi fa sì che alcune operazioni siano risultate spietate e senza scrupoli, soprattutto quando si parla delle operazioni in titoli di stato l'etica sembra smarrirsi con gli interessi finanziari che risultano superare di gran lunga quelli nei riguardi delle persone.

Approfondiamo meglio gli investimenti principali effettuati dal fondo nella sua storia all'interno del prossimo paragrafo.

3.2 Operazioni passate del fondo

Le operazioni effettuate dal fondo Elliott in passato sono state varie in ambiti anche completamente diversi tra loro. Infatti, non sono concentrate solo in aziende (sia in difficoltà che non), ma le operazioni che lo hanno reso famoso sono quelle in titoli di stato in particolare la questione Argentina.

L'attività di "raider" all'interno del mondo dei debiti sovrani inizia nel 1996, quando compra 11,4 milioni di dollari in bond del Perù, che lo stato peruviano non riesce a rimborsare, e dopo una controversia durata un paio di anni, nei quali Singer fece addirittura sequestrare il jet privato del presidente peruviano, Alberto Fujimori (qui si evince l'enorme potere del fondo), nel 1998 il tribunale dà ragione allo stato peruviano, evidenziando che il fondo ha investito con solo fine speculativo. Singer non ci sta e nel 2000 ricorre in appello, dove vince e riceve un rimborso di 58 milioni di dollari, comprensivi degli interessi.

Il secondo importante investimento fu nel debito Argentino, nel 2001 infatti, NML, una sussidiaria del fondo Elliott, comprò con un forte sconto 182 milioni di bond argentini (fu chiamata l'operazione Tango bond), con un tasso di interesse del 101% per anno. Lo stato argentino arrivò al default, ma Singer non si diede per vinto, e dopo aver rifiutato una ristrutturazione del debito di 30 centesimi per dollaro, trascinò una causa legale durata 15 anni, rivolgendosi ai tribunali sia del Regno Unito che degli Stati Uniti d'America.

Nel 2016 si trovò un accordo tra l'Argentina, e il gruppo di hedge fund americani (tra i quali figurava appunto anche il fondo Elliott), secondo il quale l'Argentina verserà ai fondi 4,65 miliardi di dollari, che corrispondono al «75% di quanto stabilito dalla sentenza includendo il capitale e gli interessi più una parte delle spese, incluse quelle legali, sostenute da loro nell'arco di 15 anni»⁵.

Questo accordo fu un successo per tutti, dato che l'Argentina avrebbe potuto superare il doppio default nel giro di 13 anni (fu dichiarato il secondo il 30 luglio 2014 dato che non si trovò un accordo con i fondi), dato che senza onorare questi impegni le sarebbe stato impedito anche di onorare quelli sottoscritti con i creditori che parteciparono alle ristrutturazioni del 2005 e del 2010, secondo un ordine imposto nel 2012 dal giudice americano Thomas P. Griesa. Ovviamente rappresentò un successo anche per i fondi, dato che Elliott, dopo 15 anni di cause legali, all'interno dei quali mostrò ancora i muscoli quando nel 2012 fece sequestrare come garanzia una nave scuola della marina argentina ormeggiata in un porto in Ghana, ottenne un rimborso di 2,3 miliardi di dollari, i quali rappresentavano un rendimento dell'investimento del 369%.

⁵ Fonte: Il Sole 24 Ore

In questa circostanza i fondi americani vennero etichettati come “fondi avvoltoi” dall'ex presidente del vecchio governo argentino, Cristina Fernandez, dato che non si sono curati della situazione dei cittadini argentini, ma esclusivamente dei loro interessi economici.

La terza rilevante operazione avviene sul debito sovrano del Congo, infatti il fondo acquista 10 milioni di dollari in bond di un debito valutato sulla carta circa 400 milioni di dollari. Anche in questa circostanza Singer passa attraverso i tribunali, la causa giudiziaria porta addirittura al congelamento di alcuni pagamenti petroliferi e alla decisione del presidente americano del tempo, George W. Bush, di adottare una clausola che impediva il sequestro di assets congolese in Usa da parte dell'hedge fund di Singer. Alla fine, i tribunali diedero ancora una volta ragione al fondo Elliott, che ottenne un rimborso di 127 milioni di dollari.

Dopo questa operazione il fondo mise da parte gli investimenti sui debiti sovrani degli stati e si limitò a continuare l'attività d'investimento in società di tutto il mondo.

Partendo da periodi economicamente complicati per le società americane e non, ovvero il crollo azionario del 1987, la recessione degli anni '90 e la crisi economica del 2008 dopo il fallimento della Lehman Brothers, il fondo Elliott è intervenuto nella ristrutturazione di queste aziende attraverso l'acquisizione di partecipazioni, e in svariati casi si è arrivata all'apertura di battaglie legali: la giustificazione era quella di prendere le parti degli azionisti di minoranza, la realtà è che dietro a questa solidarietà il fondo ha sempre fiutato la possibilità di enormi guadagni con investimenti contenuti, seppur molto rischiosi. Alcune di queste società sono: TWA, MCI, WorldCom, Enron, Chrysler, Delphi Automotive, Novell, Skopko, Adecco, Hess, Elektrim.

Una caratteristica che contraddistingue gli investimenti di Elliott è che si, il fondo finisce sempre per guadagnarci, però è doveroso evidenziare che anche tutte le aziende nelle quali investe, dopo le modifiche che vengono imposte al management, presentano sempre un miglioramento dal punto di vista economica. Perché i capitali che il fondo Elliott fa affluire all'interno delle società aiutano a raggiungere solidità economica, e le modifiche operative che poi i management eseguono sono sempre efficaci e all'avanguardia.

Un caso emblematico si verifica nel maggio 2018, quando il fondo lancia un'OPA da 6,9 miliardi di dollari su Athenahealth (si tratta di una società specializzata in software per i pagamenti nel mondo della sanità) in cui Elliott è già azionista rilevante con il 9%. Singer ritiene che sia necessario introdurre alcuni cambiamenti operativi per migliorare la performance della società, quotata al Nasdaq, e lo fa presente al management. La sua proposta è di 160 dollari per azione, con un premio del 27%. Come prova che le idee del fondo non sono sbagliate e portano benefici non solo a sé stesso, ma anche dove investe, vi è un miglioramento del 24% del titolo in Borsa.

Un'altra caratteristica del fondo è la differenziazione degli investimenti, e la preparazione di coloro che ci lavorano in tutti gli ambiti; anche se più che preparazione in tutti gli ambiti la cosa che lo

distingue è la capacità di creare profitto, sia attraverso miglorie operative che attraverso operazioni finanziarie.

Altre aziende delle quali Elliott possiede partecipazioni rilevanti sono ad esempio: CDK Global, dove con il 5,4% del capitale è il terzo azionista; Cabela's dove possiede l'11,1%. Inoltre, ha investito nel 2015 in Sigfox, una rete cellulare che serve Regno Unito, Paesi Bassi, Spagna e Francia. Nel 2017 ha investito 3 miliardi di dollari in Orion, una società attiva nell'energia americana. In questo investimento il fondo Elliott ha fatto opposizione a Warren Buffet (fondatore del fondo Buffet Partnership) che aveva investito 18,1 miliardi di dollari per rilevare Energy Future Holdings, che si trovava in bancarotta e alla quale fa capo Orion.

Ad inizio 2018 Elliott acquisisce una quota di capitale di Whitbread, una multinazionale inglese quotata alla Borsa di Londra, maggiore del 6%. Tra le controllate di questa multinazionale vi è Costa Coffee, che è la prima catena di caffè del Regno Unito, seconda solo a Starbucks nel mondo. In passato fu chiesto a Whitbread da parte di Sachem Head (un fondo americano) di effettuare lo spin-off della catena dal resto del gruppo per poi quotarlo in Borsa autonomamente rispetto al resto del gruppo, richiesta respinta al mittente. Dopo un paio di settimane dall'ingresso di Elliott tra gli azionisti di Whitbread, la multinazionale ha annunciato lo scorporo di Costa Coffee dal resto delle attività del gruppo e la quotazione in Borsa entro due anni.

Oltre agli investimenti in società il fondo possiede immobili per un valore superiore ai 2 miliardi di dollari. È una tipologia di investimento intrapresa dal fondo nel 2010, con team di analisti e gestori in tutte le città dove il fondo ha un quartier generale (quindi New York, Londra, Tokyo e Hong Kong). Tra gli immobili di spicco di proprietà del fondo vi è sicuramente un hotel di 287 camere e 46 appartamenti, costruito all'interno di uno dei principali grattacieli di Manhattan sito in Beekam Street, con alle spalle 130 anni di storia.

Oltre a tutti questi investimenti internazionali Elliott è presente anche in Italia, infatti quella del Milan non è la prima operazione in Italia del fondo, che ha possiede azioni di Telecom e, in passato, possedeva anche azioni di Ansaldo STS S.p.A.

Per quest'ultima, società operante nel settore dell'ingegneria ferroviaria e metropolitana, il fondo Elliott ha combattuto una "guerra" di prezzo con Hitachi (anche la società giapponese opera nel medesimo settore di Ansaldo STS), proprietario del 50,77 % delle quote ai tempi (Elliott possedeva il 31,79%). La pace venne raggiunta nel gennaio del 2017, ma ripercorrendo i passi balza nuovamente all'occhio il modus operandi di Elliott: infatti la discussione è stata sul prezzo delle azioni al momento dell'acquisto da parte di Hitachi della sua quota della società.

La controversia tra le due parti si è creata nel momento dell'acquisizione delle quote da parte di Hitachi, nel Novembre del 2015, che oltre all'acquisto di una quota di controllo pari al 40% delle quote di Ansaldo STS ha acquisito anche il 100% di AnsaldoBreda, società sempre controllata da

Finmeccanica, la quale presentava una situazione patrimoniale assolutamente negativa. L'acquisto in pacchetto delle due società ha permesso ad Hitachi un enorme risparmio, in un documento presentato al CDA della società giapponese si parla di circa 550 milioni, poiché il fatto di togliere un fardello come AnsaldoBreda a Finmeccanica era stato bilanciato da un minor prezzo per azione di Ansaldo STS. Pur essendo una situazione conveniente per venditore e per compratore, non lo era per gli azionisti di minoranza, tra i quali figurava anche il fondo Elliott, che vedevano il valore delle loro azioni, stimato in circa 12 euro p.a., abbassarsi a causa del prezzo di acquisizione da parte del gruppo giapponese.

Dai primi mesi del 2016 Elliott iniziò ad acquisire pacchetti di Sts in modo tale che potesse attuare una strategia attivista, cosa che per la prima volta in Italia. L'accusa mossa da Elliott era di collusione e di violazione di regole di governance tra Finmeccanica ed Hitachi, e queste accuse furono mosse sia nel CDA di Ansaldo STS che nei tribunali.

In seguito agli esposti di Elliott, accompagnati da altri soci di minoranza, la CONSOB decise di intervenire, stabilendo che ci fosse collusione nella trattativa di compra-vendita, e obbligò Hitachi, che nel frattempo aveva lanciato un'OPA obbligatoria a 9,5 euro p.a., ad alzare il prezzo minimo che la società giapponese portò a 10,5 euro p.a. (offerta che fallì in quanto aderì solo il 6,4% del capitale).

Le armi furono deposte dalle due parti nel gennaio del 2017, quando si trovò un accordo per una cifra pari a 12,7 euro per azione, con Hitachi che comprò il 31,79% delle azioni di Ansaldo STS in possesso di Elliott per 807,6 milioni di euro. Per il fondo ci fu una plusvalenza, al lordo delle spese, intorno ai 178 milioni di euro, che rappresenta un rendimento del 28,3% in due anni e dieci mesi.

Quest'operazione in Italia non solo presentò al nostro paese il fondo, ma confermava il modo di operare del fondo, che seppur dietro a cause legali che in alcuni casi richiedevano anche tanti anni, non vedeva mai investimenti andare male o non portare benefici economici.

3.3 L'escussione del pegno sulle azioni della Rossoneri Investment Lux

Come detto precedentemente il ruolo del fondo Elliott nell'operazione di acquisizione del Milan da parte di Yonghong Li ricopre un ruolo fondamentale: infatti, il closing, è risultato possibile grazie ai 303 milioni che il fondo ha concesso attraverso un prestito ponte all'imprenditore cinese. Dalle operazioni passate del fondo è evidente che l'ingresso nell'operazione non sia stato fatto per aiutare l'una o l'altra parte (anche se è evidente che era interesse di entrambe le parti chiudere, e quindi il fondo abbia rappresentato il ruolo di salvatore dell'operazione), ma perché Elliott ha fiutato la possibilità di fare un grande affare.

Infatti, qualunque dei due possibili esiti del prestito alla controparte avrebbe rappresentato un guadagno per il fondo:

- Se Yonghong Li fosse risultato adempiente, il fondo avrebbe avuto guadagni significativi derivanti dal rischio di credito assunto, con il prestito di 303 milioni, il guadagno sarebbe stato di circa 80 milioni di euro (il tasso di interesse sui 180 milioni prestati alla Rossoneri Sports Investment Lux per il closing era dell'11,5%; quello dei 123 prestati all'AC Milan era del 7,7%);
- In caso contrario il fondo avrebbe potuto procedere con l'escussione del pegno e si sarebbe trovato proprietario del Milan, con la possibilità di gestirlo e decidere cosa farne in seguito, oppure venderlo immediatamente cercando di trovare un accordo superiore ai 303 milioni prestati.

Come già detto, oggi, sappiamo già com'è andata a finire la questione, con Yonghong Li che è risultato essere inadempiente e il fondo Elliott, che una volta diventato socio di maggioranza del Milan, con il 99,93% delle quote, ha dichiarato di voler iniziare un percorso di medio-lungo termine nel quale vorrà aumentare il valore della società attraverso una stabilizzazione finanziaria e un aumento dei ricavi, con conseguenti (e auspicabili) migliori risultati a livello sportivo, e, verosimilmente, procedere poi ad una cessione delle suo quote ad una cifra pari al doppio/triplo dell'investimento.

Ciò che non possiamo sapere è se Elliott sia soddisfatto dell'epilogo del prestito o se avrebbe magari preferito che Yonghong Li riuscisse ad onorare il suo debito. Possiamo però provare ad interpretare ciò che è accaduto in ogni passaggio.

Innanzitutto, il fondo Elliott, era semplicemente colui che aveva concesso a Yonghong Li e al Milan il prestito, e non è né diventato socio del club, né aveva alcun posto nel consiglio di

amministrazione della società, ciò significa che non aveva alcun potere decisionale. Però tra le condizioni del prestito vi era che il valore del parco giocatori del Milan non poteva scendere; questo per evitare che, in caso di difficoltà finanziaria personale, l'imprenditore cinese depauperasse il patrimonio sportivo del Milan. Questa condizione può avere due significati:

- Il primo, più improbabile, può essere per una questione di rispetto verso una delle società più importanti nel panorama calcistico europeo, per evitare conseguenze in negativo per il futuro del Milan;
- Il secondo, sicuramente più plausibile, dato che Elliott ha dimostrato di non guardare neanche in faccia a delle popolazioni quando si tratta dei propri interessi, è che fosse a tutela di un possibile futuro insediamento della proprietà americana.

Dato che in caso inadempienza il Milan sarebbe diventato di proprietà del fondo americano, dato il pegno sulle azioni della Rossoneri Sports Investment Lux, questo, vendendolo subito dopo, probabilmente, seppur con un valore del parco giocatori leggermente diminuito a fronte di migliori risultati a livelli di plusvalenze date dalle cessioni, non avrebbe avuto alcun problema a trovare un offerente in grado di garantirgli una cifra decisamente superiore ai 303 milioni investiti. Ciò significa che in caso di inadempienza di Li, il fondo aveva già pronto un progetto, che ora sta mettendo in atto, di guidare la società e di rimandare la decisione riguardante la cessione al futuro. Ma tornando alla domanda principale: quale risultato si auspicava di avere Elliott, gli 80 milioni di gain o l'escussione del pegno? Visto ciò che è successo e visto ciò che abbiamo detto viene da pensare che Elliott non disdegnasse l'idea di divenire proprietario del Milan, e verosimilmente se lo aspettasse dato che prima di prestare una cifra tanto importante, avrà sicuramente analizzato le insufficienti possibilità economiche di Yonghong Li, e unendo la preparazione di Singer in materia giuridica e in materia psicologica, in questo caso analizzando la psicologia degli investitori, probabilmente aveva anche previsto che la Cina non avrebbe permesso all'imprenditore di far uscire i capitali predisposti dallo stato e data la situazione gli imprenditori che avevano accettato la proposta di fare parte della cordata si sarebbero man mano defilati.

L'ingresso del fondo, nella figura della Project Red&Black (società veicolo del fondo), come proprietario dell'AC Milan avviene nel giugno del 2018, quando Yonghong Li, in netta difficoltà finanziaria, non è in grado di rimborsare al fondo un prestito di 32 milioni con scadenza il 6 luglio, e quindi Elliott decide che è il momento di scendere in campo in prima persona nella gestione del Milan affinché l'investimento non perda di valore.

In quel periodo il rischio di riduzione ingente del valore della società vi era, perché il Milan era appena stato sanzionato dalla UEFA per non aver rispettato i parametri imposti dal Financial Fair Play nelle stagioni 14/15, 15/16 e 16/17, con la nuova proprietà che non era riuscita a trovare un

accordo con la UEFA. Infatti, fin dal primo giorno di insediamento della proprietà cinese l'amministratore delegato del Milan nominato, Marco Fassone, ha cercato di trovare un accordo con la UEFA che prevedesse un rientro del Milan dalle perdite previste, con un sostanzioso aumento dei ricavi attraverso eccellenti risultati sportivi che avrebbero permesso di aumentare gli introiti derivanti da diritti tv e dalle sponsorizzazioni e un'ingente espansione del marchio Milan in Cina e più in generale nel continente asiatico, che a detta della nuova proprietà avrebbe portato centinaia di milioni tra sponsorizzazioni e aumento di valore del brand.

La UEFA si è sempre dimostrata scettica nei confronti di questo progetto e del business plan presentato dal Milan, dato che riteneva che, in particolare, gli introiti che sarebbero arrivati dalla Cina erano decisamente sopravvalutati (con il senno di poi aveva ragione la UEFA).

Vi sono tre livelli di giudizio da parte della UEFA:

- Voluntary Agreement
- Settlement Agreement
- Adjudicatory Chamber

Il primo livello prevede la ricerca di un accordo tra il Club e la UEFA, nel quale il Club presenta un business plan, e promette di raggiungere determinati risultati economici tra plusvalenze sul mercato, espansione nel mercato con correlato aumento dei ricavi e attraverso queste influenze positive, raggiungere il pareggio di bilancio entro un tot di anni. Il Milan è stato il primo club a sottoporsi a questo primo livello, che è stato creato per le società appena acquisite e non già sottoposte a Settlement Agreement (ad esempio, rimanendo in Italia, l'Inter non ha potuto aderirne con l'ingresso in società di Suning perché già sottoposta a Settlement Agreement). La UEFA, come detto, ha ritenuto inverosimili i ricavi preventivati dalla proprietà cinese, e questo, oltre a dimostrare la poca fiducia della UEFA nei confronti di un proprietario sconosciuto ai più e che è stato costretto ad un forte indebitamento per portare a termine l'acquisizione.

Dopo essere stato bocciato al primo livello di accordo il Milan è stato chiamato a cercare un accordo di secondo livello, quindi con la UEFA che impone dei paletti alla società come avere plusvalenze ogni anno, operare a costo zero, rientro dalle perdite e pareggio del bilancio entro alcuni anni, e a questi una multa monetaria e una sanzione sportiva, come ad esempio una riduzione della lista dei giocatori convocabili per le competizioni europee.

La multa monetaria di questo accordo è molto particolare, dato che, solitamente, è divisa in due parti uguali: la prima è immediata, e viene trattenuta dai premi UEFA o, se insufficienti, pagata dalla società; la seconda è potenziale, e diventa effettiva nel momento in cui la società non raggiunge il pareggio del bilancio nei tempi previsti dall'accordo.

La situazione del Milan è molto particolare, e viene aggravata dal fatto che nel periodo in cui la UEFA svolge le sue valutazioni (fine 2017 inizio 2018), i risultati sportivi fossero deludenti nonostante gli ingenti investimenti, e dalla Cina non vi fosse alcuna buona notizia né dal governo per lo sblocco dei fondi, né dai famigerati ricavi derivanti dall'ingresso del Milan nel mercato (si dice che dai 250 milioni previsti si sia arrivati ad un incasso effettivo di circa 20 milioni).

Così la UEFA ritiene che non sia possibile decidere, e che ciò spetti ad un'autorità superiore, ovvero alla camera giudicante della UEFA stessa, che, oltre ad avere più tempo per giudicare e prendere una decisione, data l'udienza prevista per giugno, ha anche maggiori poteri per quel che riguarda le sanzioni.

Si passa quindi al terzo livello di giudizio, e il fatto di essere considerata una società poco affidabile e rischiare pene maggiori come multe milionarie e, soprattutto, l'esclusione dalle competizioni europee per una società come il Milan, che ne ha fatto la storia, è un ingente danno di immagine. L'udienza dell'Adjudicatory Chamber avviene alla fine della stagione sportiva, quindi a "bocce ferme", e già una parte dei possibili ricavi preventivati è andata perduta dato che il risultato sportivo è stato al di sotto delle aspettative e il Milan non è riuscito a qualificarsi per la Champions League.

Il giudizio della Camera giudicante è negativo, e la decisione è la peggiore possibile, il Milan viene escluso dalle competizioni europee per un anno, e da questo momento le attenzioni di Elliott nei confronti del Milan e del suo investimento aumentano.

Verso la fine di maggio Elliott concede a Mr Li un nuovo prestito, di 32 milioni di euro, destinati al Milan per completare un aumento di bilancio già stabilito. Però questa volta la scadenza non è fissata ad ottobre 2018 come i 303 milioni iniziali, ma il 6 luglio 2018. Qual è il significato di questa data? È presto detto, il Milan, una volta condannato dalla Camera giudicante della UEFA (il 2 luglio 2018) ha subito annunciato il ricorso per una decisione non in linea né con la situazione finanziaria del club, non ritenuta così grave, né con il passato dell'autorità europea, infatti altri club con situazioni ben peggiori del Milan dal punto di vista dell'indebitamento (ad esempio PSG, Manchester City o la stessa Inter) non hanno mai subito un provvedimento così tanto punitivo, mentre col Milan è stata usata la mano pesante. Inoltre, la nuova proprietà lamenta di pagare colpe non sue, dato che le tre stagioni prese in considerazione vedevano a capo del Milan la vecchia proprietà.

Così la società ha ritenuto opportuno far sentire la propria voce, e ha deciso di fare ricorso al Tribunale Arbitrale dello Sport (TAS) di Losanna. L'udienza per il ricorso è prevista per il 19 luglio.

Qui si spiega la scadenza del nuovo prestito: Elliott, sapendo che si rischiava una sentenza negativa da parte della UEFA nei confronti della proprietà, sulla quale ha espresso tutte le sue perplessità, ha fissato come scadenza del prestito una data intermedia tra sentenza e possibile ricorso, in modo tale, se necessario da poter scendere in campo.

Come detto precedentemente, Yonghong Li non rimborsa il prestito ad Elliott, e data la legislazione lussemburghese alla quale è sottoposta la Rossoneri Investment Lux, per volontà di Elliott, il fondo può escutere le azioni della società non solo per il valore del prestito, ma la loro totalità.

Questo evidenzia ancora una volta la preparazione in campo giuridico del fondo, che anche in questo caso ha sfruttato la legge in suo favore.

Di seguito il comunicato ufficiale del fondo:

“La proprietà e il controllo della holding che detiene la maggioranza del capitale sociale di AC Milan sono stati trasferiti a fondi gestiti da Elliott Advisors (UK) Limited. Tale trasferimento è avvenuto all’esito dell’escussione di alcune garanzie a seguito dell’inadempimento, da parte del precedente proprietario di AC Milan, delle proprie obbligazioni nei confronti di Elliott. Ora che ha assunto il controllo, la visione di Elliott per il Milan è chiara: creare stabilità finanziaria e di gestione; ottenere successi di lungo termine per AC Milan cominciando dalle fondamenta, assicurandosi che il club sia adeguatamente capitalizzato; e condurre un modello operativo sostenibile che rispetti le regole della UEFA sul Financial Fair Play. Elliott è pienamente consapevole della sfida e dell’impegno che derivano dall’essere proprietari di un’istituzione così importante. Elliott non è soltanto lieta di supportare il club durante questo momento di difficoltà, ma anche della sfida di raggiungere obiettivi ambiziosi in futuro attraverso il successo sul campo da parte del tecnico Gattuso e dei suoi giocatori. Come prima misura Elliott intende apportare 50 milioni di Euro di equity al club per stabilizzarne le finanze, e pianifica di apportare, nel tempo, ulteriori capitali per finanziare la crescita di AC Milan. Paul Singer, fondatore, Co-CEO e Co-CIO di Elliott Management Corporation ha dichiarato “Supporto finanziario, stabilità e una supervisione adeguata sono prerequisiti necessari per un successo sul campo e per una fan experience di livello internazionale. Elliott è impaziente di cimentarsi nella sfida di realizzare il potenziale del club e di restituirlo al pantheon dei top football club Europei al quale AC Milan appartiene di diritto. Elliott crede fermamente che vi sia l’opportunità di creare valore su AC Milan”⁶

⁶ Fonte: Comunicato ufficiale pubblicato dal Fondo Elliott

Quindi il 10 luglio 2018 Elliott diventa proprietario del Milan.

Esattamente nove giorni prima dell'udienza al TAS, gli avvocati del Milan e di Elliott si riuniscono per preparare al meglio l'udienza di fronte al tribunale, guidati da Fassone in rappresentanza del Milan, dato che era l'AD ai tempi e Frank Tuil, in rappresentanza di Elliott.

La presenza di quest'ultimo presso l'udienza in tribunale, e le sue parole in fase di deposizione, durante la quale conferma l'impegno di Elliott in un progetto a medio-lungo termine, fanno sì che il TAS riconosca fiducia nella nuova proprietà rossonera, quindi la principale ragione che aveva spinto la camera giudicante della UEFA a non ammettere il Milan alle competizioni europee decade.

Infatti, il 20 luglio 2018 il TAS in un comunicato annuncia di aver accolto il ricorso del Milan e rimanda la società, guidata dalla nuova proprietà di nuovo davanti alla UEFA, per cercare di arrivare ad un Settlement Agreement proporzionale alla reale situazione finanziaria della società.

Anche in questa circostanza la forza economica e la bravura dei legali di Elliott ha fatto la differenza, con la pena inflitta al Milan che viene annullata, quindi il valore dell'investimento del fondo non ha conseguenze negative, ma anzi la posizione del Milan ne beneficia, dato che ha dimostrato che l'organo calcistico europeo aveva torto e la società ragione.

Però quello tra Elliott, in veste di proprietario del Milan, e la UEFA non è un conflitto che si ha la volontà di prolungare, infatti, il fondo ha fatto più volte presente la volontà di rispettare le norme del Financial Fair Play per far sì che il Milan sia un esempio virtuoso da seguire, in grado di accompagnare ottimi risultati sportivi ad una sana gestione economica.

In quest'ottica, Elliott ha deciso di comporre un management in grado di massimizzare i profitti economici sia attraverso la gestione del core business della società, quindi la compravendita di giocatori abbinata a soddisfacenti risultati sul campo, sia, soprattutto, in grado di sfruttare appieno il potenziale di un brand forte come quello del club rossonero al fine di massimizzare i profitti di tutto ciò che lo circonda, a partire dalle sponsorizzazioni fino ad arrivare ad uno stadio che possa essere nuovo o San Siro.

Infatti, non appena vinto il ricorso al TAS, la nuova proprietà ha deciso di modificare in toto le figure principali del vecchio management:

- Yonghong Li, ex presidente è stato sostituito con Paolo Scaroni, presidente nominato dalla proprietà;
- Marco Fassone, ex Amministratore delegato, è stato sostituito in un primo momento dallo stesso Paolo Scaroni, nelle vesti di presidente esecutivo, mentre dal cinque dicembre 2018 il nuovo CEO è diventato Ivan Gazidis;

- Massimiliano Mirabelli, ex direttore sportivo, è stato sostituito da due figure, un direttore tecnico e un direttore sportivo, rispettivamente Leonardo e Paolo Maldini, due grandi ex giocatori del Milan.

Descriviamo quindi chi sono i nuovi componenti del management del Milan:

- Paolo Scaroni è un manager italiano. In particolare, dal 2002 al 2005 il governo Berlusconi lo nomina amministratore delegato di ENEL. Dati i grandi risultati ottenuti, dopo la carica in ENEL, nel 2005 viene nominato amministratore delegato di ENI, e lo rimarrà fino al 2014, con eccellenti risultati, in particolare nel 2006 dove l'azienda tocca profitti record. Inoltre, dal 2014 è vicepresidente di Rothschild, è consigliere di amministrazione di Assicurazioni Generali, di Veolia Environnement e vicepresidente non esecutivo del London Stock Exchange Group. Dall'aprile 2017 entra a far parte del consiglio di amministrazione del Milan dopo l'acquisizione da parte di Yonghong Li, fino al passaggio ad Elliott e alla nomina di presidente.
- Ivan Gazidis è invece un dirigente sportivo sudafricano di altissimo livello. L'ultima esperienza precedente al Milan è stata nell'Arsenal, dove è stato CEO per nove anni e ha contribuito ad una crescita economica del club esponenziale, portandolo a circa 480 milioni di sterline (fonte repubblica). Dal 2001 al 2008, inoltre, è stato vicecommissario della MLS (Major League Soccer), con compiti di supervisione allo sviluppo marketing e business della lega. La scelta di Elliott è ricaduta sul manager sudafricano perché l'auspicio è che, dopo aver fatto un grande lavoro col club londinese possa replicarlo anche con quello rossonero, considerando che la fama del club nel mondo e la gloria che ha raggiunto in passato è superiore a quella del club inglese, e quindi la base di partenza è migliore.
- Leonardo Nascimento de Araujo, è un ex calciatore brasiliano, che, terminata la carriera sportiva, ha intrapreso quella da dirigente, coprendo la posizione di direttore di Fondazione Milan fino al 2006. Parallelamente fungeva da braccio destro di Adriano Galliani, ex amministratore delegato del Milan, fornendo consulenza per quel che riguardava il calcio e il mercato brasiliani. In quegli anni il Milan acquistò grandissimi calciatori brasiliani, che fecero la storia del club, basti pensare a Kakà, Pato e Thiago Silva. Dopo prima parentesi dirigenziale in casa Milan, Leonardo fu scelto come successore di Carlo Ancelotti in panchina, e seppur con discreti risultati, nel corso della stagione si incrinarono i rapporti con Berlusconi e venne esonerato. Dopo altre parentesi senza grande successo come allenatore ha deciso di riprendere la carriera da dirigente, e dal 2011 al 2014 fu direttore sportivo del Paris Saint Germain.

- Paolo Maldini, è un ex calciatore italiano, storica bandiera e capitano del Milan dove ha trascorso tutta la sua lunga e vincente carriera. Dal giorno del ritiro più volte è stato accostato e avvicinato alla società, ma non ha mai trovato un accordo. Dopo l'acquisizione del Milan da parte di Yonghong Li fu contattato per diventare bandiera della nuova dirigenza, e data la serietà della figura di Maldini, poteva rappresentare un certificato di qualità del nuovo corso cinese. Non convinto dal progetto, Maldini decise di rifiutare. Ha deciso invece un anno dopo di accettare l'offerta di Elliott nel ruolo di direttore sportivo, ad affiancare Leonardo; in questo caso, con l'inserimento dello storico capitano in società, vi fu una conferma all'esterno della serietà del progetto del fondo Elliott.

L'obiettivo dunque dichiarato da Elliott per quel che riguarda la gestione del Milan è quello di un progetto a medio-lungo termine, con la volontà del fondo di massimizzare i ricavi che un brand come quello del club rossonero può produrre, e attraverso questi riportare il Milan ai vertici del calcio europeo attraverso il raggiungimento di grandi risultati sportivi.

Questa dirigenza scelta dimostra l'attenzione particolare che il fondo ha nei confronti dei bilanci del club. Infatti, come detto, Gazidis è probabilmente il miglior manager sportivo in circolazione a livello di aumento di guadagni, e con lui in società le ambizioni e le aspettative sono altissime; in più Leonardo è sempre stato in grado di trovare sul mercato giocatori giovani, che negli anni sono cresciuti sia dal punto di vista sportivo, ma soprattutto hanno visto accrescere il loro valore. Quindi con investimenti contenuti è in grado di portare al Milan giovani calciatori che, se necessario, nel corso degli anni potevano essere rivenduti a cifre decisamente superiori rispetto al prezzo di acquisto, quindi portare al club importanti plusvalenze, e permettere di affiancare ottimi risultati economici a quelli sportivi.

4. VALUTAZIONE DEL MILAN E PROSPETTIVE FUTURE

Fino a questo momento abbiamo analizzato l'operazione parlando dei fatti, quindi, quando si è parlato di prezzo di acquisizione del Milan, abbiamo riportato le cifre reali e le abbiamo commentate (dicendo che sono sembrate piuttosto alte) senza poi accompagnare questi commenti con una reale valutazione che avvalorasse le nostre idee.

In quest'ultimo capitolo verrà riportata una valutazione soggettiva del Milan al 30/06/2017, ovvero alla chiusura del bilancio dell'ultima stagione caratterizzata dalla vecchia proprietà Berlusconi (il testimone passerà a Yonghong Li soltanto ad Aprile 2017, quindi non c'è stato il tempo che potesse fare alcuna azione che inficiasse direttamente, positivamente e non, sul bilancio).

In seguito, prendendo spunto dalle voci di bilancio che incidono sul valore della società, e soprattutto analizzando dove il lavoro di Elliott può fare la differenza per far sì che si alzi, vedremo quali sono le prospettive e le possibilità di crescita più o meno realizzabili e quanto il fondo potrebbe guadagnare da un'eventuale cessione.

4.1 Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli è un metodo di valutazione del valore di un'azienda, il quale ha alla sua base la comparazione con i valori di mercato.

Infatti, il metodo si basa sulle analogie e sulla comparazione con altre aziende similari a quella presa in esame, sfruttando i dati provenienti dal mercato finanziario.

Questo metodo spesso non è usato come principale per la valutazione di una società, ma come strumento di controllo, normalmente mettendolo a confronto con il metodo DCF (Discounted Cash Flow).

Gli aspetti positivi che contraddistinguono il metodo dei multipli sono principalmente due:

- Semplicità e Rapidità, infatti una volta individuate le aziende comparabili, i calcoli volti al raggiungimento del risultato non sono particolarmente complessi;
- Discreta stabilità, infatti il risultato si collocherà sicuramente all'interno di un range, il quale dipende dalle comparabili selezionate.

La semplicità del metodo inevitabilmente lascia spazio ad alcuni lati negativi:

In primo luogo, l'alto grado di soggettività, infatti il calcolo portato avanti da due individui differenti è probabile che porti anche a risultati differenti, dato che vi è autonomia sia nella scelta dei parametri da prendere come riferimento per il confronto, che per la scelta delle comparabili;

In secondo luogo, tra le cose più complicate e che possono far sì che il risultato non sia attendibile vi è la difficoltà di trovare aziende comparabili coerenti. Infatti, se si pensa alle variabili che possono differenziare due aziende operanti nello stesso settore (la nazione, o il core business all'interno del settore stesso) non sempre è facile trovare la giusta comparabile;

Infine, vi è la difficoltà di comparare aziende quotate e non, con le prime che hanno un prezzo riconosciuto dal mercato, mentre le seconde sono soggette alle transazioni commerciali realmente avvenute su un numero normalmente limitato di operazioni.

Il metodo dei multipli si compone di due fasi fondamentali:

- La selezione delle comparabili e la scelta del multiplo
- L'applicazione del multiplo e il calcolo dello stesso

La prima fase è cruciale, poiché un'errata scelta sia delle comparabili, che del fattore di comparazione, può alterare la valutazione e far sì che non risulti attendibile.

Partiamo dalla scelta delle comparabili.

Le tre caratteristiche che la teoria vuole che siano analoghe o per lo meno non troppo differenti tra loro perché due società siano definibili comparabili sono:

- La redditività corrente
- Le aspettative future
- Il rischio

Si può notare che non vi è riferimento al settore, se non in maniera trasversale considerando il rischio.

È vero anche che verosimilmente sarà più facile trovare comparabili nello stesso settore, ma non perché si usa questo come riferimento, ma perché società che operano nello stesso settore hanno più probabilità di avere in comune i tre aspetti sopra descritti. Ciò però non significa che tutte le comparabili devono inevitabilmente operare nello stesso settore o che non sia possibile includere tra queste società che operano in settori vicini, infatti, l'obiettivo è quello di condurre un'analisi coerente, quindi la ricerca partirà dallo stesso settore, fino ad allargarsi a settori vicini con determinati business in comune.

Il secondo criterio da prendere in considerazione per poter procedere al confronto è l'affidabilità delle comparabili. Parlando di affidabilità si intende in questo caso ad esempio di società che hanno bassi volumi di negoziazione, con titoli sottili e quindi limitata capitalizzazione e scarso interesse. Parlando di società quotate, può incidere negativamente sull'affidabilità un limitato flottante, perché si tratta di società quotate solo nominalmente che in realtà vedono un azionista di maggioranza che di fatto ne esercita il controllo. Quindi è fondamentale l'analisi delle comparabili selezionate, poiché anche se comparabili potrebbero non essere affidabili e quindi falsare la valutazione.

Per procedere quindi si inizia con un campione di società potenzialmente comparabili, prendendo appunto come riferimento sia il settore di appartenenza, e aggiungendo anche alcune società che possono apparire simili, tra quelle quotate in borsa.

Ovviamente il campione che ne verrà fuori non sarà quello definitivo ma subirà ulteriori aggiustamenti attraverso un'attività di screening.

Come prima attività di scrematura si guarderà l'incidenza dei ricavi dell'attività, la quale deve essere almeno pari al 70% dei ricavi sul totale. Per società operanti in determinati settori questo è

un fattore molto importante, poiché la vastità del settore può far sì che due società di dimensioni simili operanti nello stesso settore non siano comparabili a causa del core business che può essere differente.

Un esempio può essere il settore dei vaccini antinfluenzali, le cui comparabili verranno sicuramente ricercate nel settore farmaceutico, ma all'interno dello stesso alcune società non avranno un'incidenza dei ricavi derivante dalla vendita dei vaccini sufficientemente rilevante, come ad esempio tra queste c'è Bayer.

Una volta effettuata la prima scrematura rimarrà un numero ristretto di società, tra le 10 e le 15, e fra queste andremo a cercare quelle che più somigliano alla società da valutare per redditività, rischio e prospettive future.

Il campione a questo punto subirà un'ulteriore scrematura, fino ad arrivare al campione finale di circa 6-7 società.

Da questo momento inizia la comparazione vera e propria, dato che fino ad ora le informazioni ricercate erano più o meno generiche, mentre ora si cercheranno informazioni più puntuali, prendendo i dati necessari direttamente dai bilanci delle società.

In alcuni casi tra gli ostacoli vi può essere la reperibilità dei dati, ad esempio nell'analisi svolta per trovare il valore del Milan l'esclusione dal campione di alcune società è stato dovuto non alle caratteristiche delle società stesse, ma alla mancanza di dati attendibili.

Infine, selezionato il campione, si decide quale criterio di paragone utilizzare, e nel prossimo paragrafo verrà spiegato e descritto come si è arrivati alla valutazione del AC Milan.

4.2 La valutazione dell'AC Milan

Per poter valutare il Milan, quindi, abbiamo utilizzato il metodo dei multipli.

Prima di ripercorrere le fasi servite ad arrivare alla valutazione finale come elencate nel paragrafo precedente, è necessario introdurre alcuni spunti di riflessione sui criteri di valutazione delle società di calcio.

Infatti, la società che risulta valere di più al mondo è il Manchester United, essendo quella con i maggiori ricavi.

La cosa paradossale è che i ricavi dipendono in maniera marginale rispetto ai risultati sportivi, poiché il Manchester United, dalla stagione 2015/2016, quando ha superato il valore del Real Madrid⁷, non ha avuto risultati sportivi superiori alla squadra spagnola, ma anzi, decisamente inferiori.

Il Manchester United ha vinto infatti:

- Nel 2016 Coppa d'Inghilterra e Community Shield;
- Nel 2017 Coppa di Lega Inglese e UEFA Europa League (unico trofeo internazionale)

Il Real Madrid, invece:

- Nel 2016 ha vinto la UEFA Champions League e la Supercoppa Europea
- Nel 2017 ha vinto nuovamente la UEFA Champions League e la Supercoppa Europea (proprio ai danni del Manchester United), e a livello nazionale ha vinto il Campionato spagnolo e la Supercoppa spagnola.

È quindi evidente l'ingente differenza dei risultati sportivi, non accompagnata però dai risultati economici, nei quali in Manchester Utd ha superato il Real Madrid, con ricavi al gennaio 2017 pari a 689 milioni di euro, contro i 620,1 del club spagnolo⁸.

Al gennaio 2018 la situazione è la medesima, con il Manchester Utd che ha aggiunto un successo continentale, ma a sua volta il Real Madrid che ha migliorato ulteriormente i suoi risultati sportivi, ma i ricavi degli inglesi al gennaio 2018 sono pari a 676,3 milioni di euro, quelli degli spagnoli sono pari a 674,6 milioni di euro⁹, quindi con un divario che diminuisce ma vede sempre davanti gli inglesi.

Questa è una prova che gli incassi derivanti dai risultati sportivi portano sì alcuni benefici economici, a partire da quelli diretti come i premi delle competizioni e i diritti tv che spettano ai

⁷ Fonte: Repubblica.it

⁸ Fonte: Deloitte Football Money League 2017

⁹ Fonte: Deloitte Football Money League 2018

club che vi partecipano, fino ad arrivare a quelli indiretti ovvero l'aumento degli incassi derivanti dagli sponsor e l'aumento del valore dei giocatori che compongono la rosa.

Quindi da cosa derivano i ricavi delle società di calcio?

Possiamo dividere i ricavi in tre macro-aree utilizzando la divisione di Deloitte nel suo report annuale: *Matchday*, *Broadcast* e *Commercial*.

Con *matchday* si intendono i ricavi derivanti dall'evento della partita di calcio, quindi la vendita dei biglietti, e i servizi che vi sono inclusi (avere uno stadio di proprietà fa sì che i ricavi derivanti dalle partite aumentino).

Il *broadcast* comprende i diritti televisivi incassati dalle società, derivanti dalle competizioni nazionali ed internazionali (in Italia quasi il 50% dei ricavi delle società sportive dipende dai diritti tv, e l'Inghilterra, in particolare la Premier League è il campionato con i più alti diritti tv in Europa). In Italia il totale corrisposto alle società di Serie A nella stagione 2016/2017 è stato pari a 924 milioni di euro, suddiviso in base alla storia dei club che compongono il campionato e al piazzamento in classifica delle ultime stagioni. In Premier League, nella stessa stagione sono stati corrisposti alle squadre partecipanti 2742 milioni di euro, il triplo che in Italia. Questo è uno dei dati che fa sì che sia difficile per una squadra italiana, ma anche spagnola (1247 milioni di euro) competere con i ricavi delle squadre inglesi, e in questo caso il risultato sportivo cambia i ricavi tra una società e un'altra militante nella stessa lega, e non con quelle militanti in campionati diversi. Prendendo sempre come esempio Manchester United e Real Madrid, il Manchester che è la quinta società inglese che guadagna di più dai diritti tv della Premier League, incassa 161,4 milioni di euro; il Real Madrid che è la seconda società spagnola che incassa di più, ha ricava 140,1 milioni di euro¹⁰.

La terza macro-area, *commercial*, comprende al suo interno tutti i ricavi derivanti dai contratti con gli sponsor, dai ricavi delle vendite del merchandising e da altre iniziative prettamente commerciali. Ad esempio, è sempre più comune trovare società che hanno un loro museo, o che consentono ai tifosi di fare il tour dello stadio; queste si collocano nella macro-area *commercial*.

Il paradosso è che nelle macro-aree che incidono sui ricavi, la parte sportiva sia minimale, quindi valuteremo le società dal punto di vista dei ricavi, che sono il loro business principale, ma il loro obiettivo non è, o per lo meno non dovrebbe essere, il lucrare quindi produrre ricavi, ma dovrebbe essere il perseguimento del risultato sportivo.

Infatti, non ha senso che la società più vincente sia della storia passata, che di quella recente, non sia la società che vale di più al mondo, ma questa sia una società che è bravissima a creare valore, e meno brava a perseguire l'obiettivo che dovrebbe raggiungere.

¹⁰ Fonte ricavi broadcast: Calcio&Finanza.it

Dovendoci allineare al metro di valutazione del EV di KPMG, quindi i ricavi, abbiamo deciso di utilizzare quelli per calcolare valore del Milan attraverso il metodo dei multipli.

La scelta di utilizzare i ricavi, oltre per una questione di coerenza, è stata anche rafforzata dal fatto che l'EBITDA del Milan fosse negativo, quindi non fosse utilizzabile come criterio di valutazione, neanche in un secondo momento al fine di effettuare un controllo.

Ma ripercorriamo il calcolo fatto, passo dopo passo:

In primo luogo, abbiamo cercato quali potessero essere le società da prendere in esame: il settore ovviamente è stato quello calcistico, ma per scegliere il campione non vi è stato modo di allargare particolarmente la scelta, dato che le società calcistiche quotate non sono un numero particolarmente significativo. L'unica limitazione che è stato possibile inserire è stata continentale, infatti sono state prese in esame solamente le squadre europee (come il Milan) quotate. Inoltre, dalle 24 totali, si è tenuto conto solo di quelle militanti nei top 5 campionati europei (Italia, Inghilterra, Germania, Francia e Spagna). Non essendoci però nessuna squadra spagnola, e per far sì che il campione iniziale non fosse troppo ristretto, e potessero esserci ulteriori aggiustamenti, sono state aggiunte le squadre quotate che avessero un minimo di tradizione e storia europea, derivante dalla partecipazione a competizioni continentali, quali la Champions League o l'Europa League (ex Coppa UEFA).

In definitiva, il campione iniziale si compone delle seguenti 15 società:

- Juventus FC
- AS Roma
- SS Lazio
- Manchester United FC
- Arsenal FC
- Ballspielverein Borussia 09 Dortmund
- Galatasaray SK
- Fenerbahce SK
- Besiktas JK
- Trabzonspor
- Sporting Clube de Portugal
- Sport Lisboa e Benfica
- FC Porto
- Amsterdam FC Ajax
- Olympique Lione

Come anticipato precedentemente, non è stato possibile recuperare l'EV (enterprise value) di tutte e 15 le società, per questo il primo screening è stato quindi obbligato, e dalla lista delle 15 società sono state eliminate FC Porto, Sporting Clube de Portugal e Trabzonspor.

Il dato dell'Enterprise value è stato tratto dal report annuale di KPMG sul valore delle top 32 società di calcio europee, presenti nella seguente tabella:

32 clubs' enterprise value mid points					
	Clubs	Mid point ⁵			
		YoY increase	Million EUR	Million GBP	Million USD
1	Manchester United FC	5%	3,255	2,895	3,927
2	Real Madrid CF	-2%	2,920	2,597	3,523
3	FC Barcelona	1%	2,733	2,476	3,358
4	FC Bayern München	4%	2,552	2,270	3,080
5	Manchester City FC	9%	2,160	1,922	2,607
6	Arsenal FC	7%	2,102	1,870	2,537
7	Chelsea FC	10%	1,765	1,570	2,129
8	Liverpool FC	19%	1,580	1,405	1,906
9	Juventus FC	7%	1,302	1,158	1,571
10	Tottenham Hotspur FC	27%	1,286	1,144	1,552
11	Paris Saint-Germain FC	14%	1,142	1,016	1,378
12	Borussia Dortmund	9%	1,060	843	1,279
13	Atlético de Madrid	14%	900	801	1,086
14	FC Schalke 04	-3%	673	599	812
15	Leicester City FC	29%	596	530	719
16	West Ham United FC	NEW	531	473	641
17	SSC Napoli	27%	518	460	625
18	AC Milan	-6%	514	457	620
19	Everton FC	12%	512	455	617
20	FC Internazionale Milano	14%	491	437	592
21	AS Roma	=	455	405	549
22	Olympique Lyonnais	35%	429	381	517
23	Begiktaş JK	52%	333	296	401
24	Athletic Club Bilbao	10%	331	294	399
25	Galatasaray SK	-13%	330	293	398
26	SL Benfica	-3%	328	292	398
27	Fenerbahçe SK	-9%	319	284	385
28	Sevilla FC	21%	316	281	381
29	AFC Ajax	3%	283	251	341
30	AS Monaco FC	NEW	259	231	313
31	SS Lazio	6%	241	215	291
32	Valencia CF	2%	239	213	289
Total			32,504	28,914	39,216

Football Club's Valuation: the European Elite 2018¹¹

¹¹ Fonte: KPMG - I risultati del report KPMG 'Football Clubs' Valuation: The European Elite 2018'

A questo punto, si è ricercato direttamente nei bilanci delle società restati il valore corrispondente ai ricavi, il quale comprendeva i ricavi corrispondenti alle seguenti voci:

CONTO ECONOMICO		Esercizio 2017
A) VALORE DELLA PRODUZIONE		
1 Ricavi delle vendite e delle prestazioni		
a) ricavi da gare		5.619.814
b) abbonamenti		2.871.915
c) ricavi da altre competizioni		—
Totale		8.491.729
5 altri ricavi e proventi		
b) proventi da sponsorizzazioni		19.147.291
d) proventi commerciali e royalties		4.801.877
e) proventi da cessione diritti audiovisivi:		
- proventi audiovisivi da partecipazione competizioni nazionali		44.376.575
- proventi audiovisivi da partecipazione altre competizioni		—
f) proventi vari		4.502.883
g) ricavi da cessione temporanea prestazioni calciatori		537.500
h) plusvalenze da cessione diritti pluriennali prestazioni calciatori		202.301
i) altri proventi da gestione calciatori		990.775
l) ricavi e proventi diversi		11.566.542
Totale		86.125.744
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE (A)		94.617.473

Conto Economico AC Milan 2017¹²

Analizzando i ricavi del Milan nella stagione 2016/17, si può notare quanto questi siano influenzati in negativo dalla non partecipazione ad alcuna competizione europea, che se presenti andrebbero ad aumentare la voce A1c (ricavi da altre competizioni, le voci A5b e A5c (sponsorizzazioni e proventi commerciali) e la voce A5e (proventi da cessione diritti audiovisivi, riferito alle partecipazioni ad altre competizioni). Sicuramente il miglior risultato sportivo della stagione 2016/17 rispetto a quella precedente, nella quale il Milan si è qualificato per la UEFA Europa League, fa sì che i ricavi dell'esercizio successivo vedranno un significativo aumento delle voci sopra citate.

¹² Fonte: Bilancio AC Milan 2017, banca dati AIDA

Quindi si sono estratte queste voci dai bilanci di tutte le società sopra citate, ed è parso evidente come i ricavi delle squadre abituate a partecipare alle competizioni europee negli ultimi anni, seppur con una storia passata nemmeno paragonabile a quella del Milan, avessero ricavi maggiori. Per questo alcune sono state “cancellate” dal campione di paragone, dato che, pur con ricavi significativi, il valore del club fosse piuttosto basso, non avendo il loro brand un valore simile a quello del Milan.

Per la precisione le due società escluse dal campione sono Besiktas e Fenerbahce, le quali nel bilancio chiuso al 30/06/17 presentavano rispettivamente ricavi pari a 147¹³ milioni di euro e 116¹⁴ milioni di euro, e secondo la stima di KPMG, il loro EV era pari rispettivamente a 333 milioni di euro e a 319 milioni di euro.

Un secondo screening è stato fatto ragionando sulle prospettive future e gli obiettivi che le società andranno perseguendo negli anni a venire, poiché oltre alla situazione attuale devono essere considerati i possibili scenari futuri per trovare le comparabili adeguate.

In questo caso la società che è stata esclusa è l’Ajax, poiché pur avendo una storia importante a livello europeo, si tratta comunque di una società che fa delle plusvalenze da cessioni il suo business principale, antepoendo spesso il risultato economico a quello sportivo. Analizzando i bilanci delle stagioni dal 13/14 al 16/17, si può notare che il club olandese ha incassato circa 140 milioni dalle cessioni dei calciatori (per la precisione 140.419 milioni di euro)¹⁵.

Riclassificazione Conto Economico				
€/1000	2014	2015	2016	2017
Risultato Cessione Calciatori	21.860	27.335	12.608	78.616

Riclassificazione CE Ajax¹⁶

Questo dato è molto diverso dall’idea che ha il Fondo Elliott per il futuro del Milan, il quale vuole sì aumentare i ricavi, ma aumentando parallelamente il valore della rosa, e non vendendo i calciatori migliori per avere bilanci migliori.

Finita l’attività di screening le società rimanenti sono quindi le seguenti:

- Juventus FC: non si poteva escludere tra le società comparabili il club piemontese, poiché guardando alla storia con il Milan e l’Inter rappresenta le società più gloriose italiane, e nel presente è sicuramente un benchmark virtuoso per gli altri club italiani, essendo l’unica

¹³ Fonte: Bilancio Besiktas 2017

¹⁴ Fonte: Bilancio Fenerbahce 2017

¹⁵ Fonte: Bilancio Ajax 2017

¹⁶ Fonte: <http://luckmar.blogspot.com>

che con lo stesso limite dei diritti tv inferiori rispetto agli altri paesi, riesce a competere a ricavi, grazie allo stadio di proprietà e ad una gestione commerciale assolutamente virtuosa.

- AS Roma: anche la società capitolina è un'ottima comparabile, poiché seppur venendo da un periodo complicato economico, che ha visto la proprietà cambiare e la società sottostare ai vincoli del Financial Fair Play, ha prospettive future simili al Milan.
- SS Lazio: anche la Lazio è una buona comparabile, sia per il campionato di provenienza che è lo stesso del Milan, sia per il presente sportivo della società, che come il Milan viaggia poco al di sotto delle prime in classifica, e in comune con il club rossonero ha ottimi piazzamenti nella coppa nazionale.
- Manchester United FC: la società inglese non ha ricavi paragonabili al Milan, e rappresenta il top nel settore dal punto di vista economico. Però, dal punto di vista sportivo la situazione non differisce particolarmente, poiché in comune con il club rossonero, il Manchester, che possiede una storia gloriosa a livello nazionale ed internazionale, sta affrontando un periodo complicato.
- Arsenal FC: il club londinese è esattamente quello che il Milan vuole diventare, e ha dimostrato questo orientamento assumendo come CEO la stessa persona, Ivan Gazidis, che ha fatto sì che l'Arsenal oggi sia uno dei club più virtuosi dal punto di vista economico.
- Ballspielverein Borussia 09 Dortmund: anche il Borussia Dortmund è una società con una dimensione attuale simile a quella del Milan, con la differenza che i ricavi sono molto più alti sia grazie ad uno stadio che porta ricavi quasi sei volte più alti di quelli del Milan (nella stagione 16/17 pari a 44 milioni di euro¹⁷), e la partecipazione alle competizioni europee costante che fa sì che la somma tra ricavi da diritti tv e ricavi commerciali sia assolutamente rilevante.
- Galatasaray SK: si tratta di una delle società storiche europee, con buoni risultati sia in campo nazionale che internazionale, e con ricavi molto simili a quelli del Milan (96 milioni di euro¹⁸).
- Sport Lisboa e Benfica: il Benfica è la società che può, utilizzando il metodo dei multipli, valorizzare al massimo il brand del Milan. Infatti, pur presentando ricavi ridotti, i più bassi tra le comparabili (circa 59 milioni di euro¹⁹), ha un EV che le consente di essere la 26esima società europea per valore. Questo perché la storia della società portoghese pesa moltissimo, di più rispetto ai ricavi attuali.

¹⁷ Fonte: Bilancio Borussia Dortmund 2017

¹⁸ Fonte: Bilancio Galatasaray 2017

¹⁹ Fonte: Bilancio Benfica 2017

- Olympique Lione: anche il Lione rappresenta un'ottima comparabile, come il Galatasaray, grazie ai ricavi simili al Milan (circa 88 milioni di euro²⁰), ma rispetto ai turchi ha un EV decisamente superiore (429 milioni di euro contro 330 milioni), dovuti alla storia del club e alla sua presenza costante nelle fasi finali dell'Europa League.

Queste società rappresentano il campione finale di comparabili utilizzate per riuscire a calcolare il valore del Milan attraverso il metodo dei multipli. Come spiegato sopra, ogni società ha i suoi motivi per i quali è sembrata comparabile, quindi a questo punto si procede mettendo a rapporto l'EV di ogni società, con i suoi ricavi.

Ricapitoliamoli nella tabella sottostante:

CAMPIONE FINALE	RICAVI 16/17	EV 31/12/2017	EV/RICAVI
JUVENTUS	411.562.000	1.302.000.000	3,164
ROMA	175.000.000	455.000.000	2,600
LAZIO	98.246.000	241.000.000	2,453
MANCHESTER UNITED	660.590.000	3.255.000.000	4,927
ARSENAL	481.868.000	2.102.000.000	4,362
BORUSSIA DORTMUND	328.375.000	1.060.000.000	3,228
GALATASARAY	95.987.600	330.000.000	3,438
BENFICA	58.820.000	328.000.000	5,576
LIONE	87.920.000	429.000.000	4,879

- Nella prima colonna vi sono le società che compongono il campione finale
- Nella seconda colonna vi sono i ricavi riferiti alla stagione 2016/2017 di ognuna delle società, estrapolate dal conto economico di ogni società, con riferimento alle voci corrispondenti ai ricavi
- Nella terza colonna è presente l'Enterprise Value corrispondente al report di KPMG per ognuna delle società
- Nella quarta ed ultima colonna vi è il risultato del rapporto $\frac{EV}{RICAVI}$ di ogni società.

Arrivati a questo punto si deve calcolare il multiplo che si andrà a moltiplicare ai ricavi del Milan per stimare l'EV della società rossonera.

²⁰ Fonte: Bilancio Lione 2017

Per calcolare il multiplo si calcola la media aritmetica tra tutti i rapporti $\frac{EV}{RICAVI}$, la quale risulta essere pari a 3,848. Questo sarà il multiplo che utilizzeremo per arrivare ad un orizzonte di riferimento rispetto al reale EV del Milan. L'operazione conclusiva sarà quindi:

$94617473 * 3,848$; il cui risultato è pari a **364.045.128** euro.

Questo è l'EV stimato, e per arrivare al valore dell'equity, si dovrà sottrarre da questo EV la Posizione Finanziaria Netta della società, la quale al 30/06/2017 ammonta a 246.389.000 euro.

Il valore dell'equity è dunque pari a: $364.045.128 - 246.389.000$, il cui risultato viene **117.656.128**.

Per controllare che l'orizzonte di riferimento stimato riguardo all'EV del Milan sia corretto e coerente con l'andamento delle acquisizioni nel settore delle società calcistiche, è stato nuovamente svolto il metodo dei multipli, utilizzando sempre i ricavi, ma questa volta non sulle società quotate in borsa, ma sulle società acquisite recentemente.

In questo caso le tre società prese in considerazione, che compongono il campione finale di comparabili sono le seguenti:

- FC Internazionale
- Everton FC
- Valencia CF

I dati relativi alle loro acquisizioni sono i seguenti:

	FC INTERNAZIONALE	EVERTON FC	VALENCIA CF
% Acquisita	68,55%	49,90%	70%
Prezzo per la %	270.000.000	227.633.578	420.000.000
Anno di acquisizione	2016	2016	2014
Valutazione 100%	393.873.085	456.179.515	600.000.000
Ricavi anno acquisizione	152.457.000	125.572.000	93.122.000
EV/RICAVI	2,584	3,633	6,443

Questi tre casi di acquisizione presentano una differenza rispetto all'acquisizione del Milan, ovvero che in nessuno dei 3 vi è stato l'acquisto della totalità delle azioni (nel caso del Milan rimane una percentuale minima in proprietà di un gruppo di azionisti di minoranza). Per questo si è reso necessario un aggiustamento proporzionale, convertendo la cifra spesa per le percentuali sopra esplicitate, su una percentuale pari al 100%, ed il risultato è quello presente nella quarta riga della tabella.

A questo punto, prendendo come dato dell'EV il valore stimato del 100% delle società, e come dato relativo ai ricavi quello corrispondente ai ricavi dell'ultimo esercizio prima dell'acquisizione²¹, si è calcolato il nuovo multiplo, presente nell'ultima riga della tabella.

Il multiplo medio calcolato è quindi pari a 4,220.

Si può notare immediatamente che il multiplo risulta essere più alto rispetto a quello calcolato utilizzando le società quotate come comparabili, anche se non di molto, quindi sicuramente il nuovo EV stimato sarà maggiore. L'operazione sarà: $4,220 * 94.617.473$, il cui risultato porterà ad un EV pari a **399.269.202** milioni di euro.

È normale che il multiplo sia più alto, poiché quando si parla di acquisizioni, vi sono fattori che dall'esterno non sono ricavabili, e che solo chi partecipa alla trattativa può sapere.

Infatti, possono caratterizzare e modificare i prezzi di acquisizioni eventuali sinergie, oppure alcune linee di ricavi che l'acquirente pensa di poter aumentare in maniera significativa, perciò è disposto a pagare una cifra maggiore rispetto al reale valore, sapendo di poter comunque avere un guadagno.

In più nei casi precedenti, nei quali non vi è stato l'acquisto del 100% delle quote, vi è da considerare che il valore totale verosimilmente sarà leggermente inferiore, poiché gli acquirenti, acquistando un numero significativo di quote, avranno pagato un premio di maggioranza, poiché l'acquirente eserciterà il controllo pur non avendo la totalità delle quote, e per questo al prezzo delle quote viene addizionato un importo che varia a seconda della percentuale della società acquisita, chiamato premio di maggioranza.

Dopo di che, l'obiettivo era semplicemente quello di capire se la prima stima potesse rappresentare un orizzonte di riferimento reale, oppure fosse completamente fuori strada, ed il fatto che la seconda sia maggiore solo del 9,4%, significa che il primo risultato può essere considerato coerente con quello che sarà il vero EV del Milan. È chiaro che nessuno dei due però è il reale valore del Milan, poiché per calcolarlo ci sarebbe bisogno di dati che esternamente non è possibile recuperare, in più il metodo utilizzato consente di poter determinare un risultato da prendere come riferimento, non quello reale. Attraverso però questa stima che ci consente di avere un Enterprise Value e un Equity Value su cui lavorare si possono portare avanti alcune riflessioni.

Proviamo a confrontare il prezzo di acquisto sia pagato da Yonghong Li, sia ciò che effettivamente ha speso Elliott per la totalità delle azioni rossonere.

La cifra pattuita tra Fininvest e Yonghong Li per portare a termine l'operazione, concretizzatasi nell'aprile 2017, era pari a 740 milioni di euro, al netto di 220 milioni di debiti. Ciò significa che il valore dell'Equity Value era pari a 520 milioni di euro. Per le stime da noi portate avanti, il

²¹ Fonte: Bilanci FC Internazionale al 30/06/2016, Everton FC al 30/06/2015 e Valencia CF al 30/06/2014

valore è sicuramente risultato sopravvalutato, poiché al 30/06/2017 il valore da noi calcolato era pari a 117 milioni circa. Si può dire che la valutazione sia completamente sbagliata? In realtà no, poiché vi sono fattori che non figurano in bilancio, ma che comunque fanno parte del patrimonio del club, su tutti il **brand**.

In questa tabella di Brand Finance Football 50 vi è la classifica del valore dei brand con il corrispondente valore in milioni di euro:

Rank 2017	Rank 2016	Brand name	Country	Brand Value (EURm) 2017	% change	Brand Value (EURm) 2016	Brand rating 2017	Brand rating 2016
1	1	Manchester United FC	United Kingdom	1651	44%	1077	AAA+	AAA+
2	2	Real Madrid CF	Spain	1271	20%	1056	AAA+	AAA+
3	3	FC Barcelona	Spain	1269	39%	914	AAA+	AAA+
4	8	Chelsea FC	United Kingdom	1117	58%	714	AAA	AAA-
5	5	FC Bayern Munich	Germany	1094	37%	798	AAA+	AAA+
6	4	Manchester City FC	United Kingdom	914	10%	833	AAA	AAA-
7	7	Paris Saint-Germain	France	905	24%	729	AAA-	AAA-
8	6	Arsenal FC	United Kingdom	843	7%	790	AAA	AAA-
9	9	Liverpool FC	United Kingdom	813	18%	688	AAA	AAA
10	10	Tottenham Hotspur FC	United Kingdom	623	53%	406	AA+	AA+
11	11	Borussia Dortmund	Germany	465	36%	341	AAA-	AAA-
12	13	Juventus FC	Italy	440	67%	264	AAA+	AAA-
13	16	Everton FC	United Kingdom	308	20%	256	AA+	AA+
14	14	FC Schalke 04	Germany	303	17%	259	AA+	AA+
15	12	Bayer 04 Leverkusen	Germany	297	11%	267	AA	AA
16	18	Club Atlético de Madrid	Spain	291	19%	245	AAA-	AA+
17	17	West Ham United FC	United Kingdom	271	8%	252	AA	AA
18	22	AC Milan	Italy	256	38%	190	AAA-	AAA-
19	20	Southampton FC	United Kingdom	251	22%	206	AA	AA-
20	19	Leicester City	United Kingdom	230	5%	218	AA-	AA
21	15	VfL Wolfsburg	Germany	229	-11%	258	AA	AA
22	33	Newcastle United FC	United Kingdom	221	87%	119	AA	AA
23	21	Stoke City FC	United Kingdom	203	4%	195	AA-	AA-
24	26	Swansea City	United Kingdom	202	28%	161	AA-	A+
25	23	West Bromwich Albion	United Kingdom	199	17%	170	AA-	AA-
26	New	Bournemouth FC	United Kingdom	197			A+	
27	30	Olympique Lyonnais	France	196	54%	127	AA	AA
28	29	FC Internazionale Milano	Italy	195	40%	139	AAA-	AA+
29	27	Borussia Mönchengladbach	Germany	186	17%	159	AA-	AA-
30	New	1899 Hoffenheim	Germany	174			AA-	
31	31	AS Roma	Italy	161	34%	121	AA+	AA+
32	37	SSC Napoli	Italy	158	48%	108	AA+	AA+
33	25	Crystal Palace	United Kingdom	156	-3%	162	AA-	A+
34	46	VfB Stuttgart	Germany	152	78%	87	AA	AA-
35	34	AS Monaco	France	152	33%	115	AA	AA-
36	32	Olympique De Marseille	France	147	24%	119	AA	AA
37	28	Hamburger SV	Germany	146	4%	140	AA	AA
38	New	1.FC Köln	Germany	145			AA-	
39	35	Hertha BSC Berlin	Germany	142	25%	113	AA-	AA-
40	42	SV Werder Bremen	Germany	138	37%	101	AA	AA-
41	New	FC Zenit St Petersburg	Russia	138			AA-	
42	36	Athletic de Bilbao	Spain	138	22%	113	AA-	AA-
43	43	Villarreal CF	Spain	136	34%	101	AA-	AA-
44	New	Burnley	United Kingdom	132			AA-	
45	New	RasenBallSport Leipzig	Germany	129			AA-	
46	50	Watford	United Kingdom	129	55%	83	A+	A+
47	38	AFC Ajax	Holland	129	21%	107	AA+	AA+
48	48	Valencia CF	Spain	129	50%	86	AA-	AA
49	New	Eintracht Frankfurt	Germany	126			AA-	
50	40	Sevilla FC	Spain	125	18%	106	AA	AA

Brand Finance Football 50 2017²²

In questa classifica il Milan si posiziona al 18esimo posto, con un valore del brand pari a 256 milioni di euro.

Quindi ai 117 milioni di Equity Value possiamo aggiungere questi 256 milioni di euro, per un totale di 373 milioni. La cifra è ancora inferiore al prezzo pagato da Yonghong Li, ma questa differenza fa parte della categoria citata precedentemente, ovvero quella delle linee di ricavi che l'imprenditore cinese pensava di implementare per poter creare valore. Infatti, nel primo business

²² Fonte: www.brandfinance.com

plan presentato alla UEFA, l'ex AD Marco Fassone aveva previsto ricavi compresi tra i 200 e i 250 milioni di euro derivanti dallo sviluppo del brand Milan nel mercato cinese. Se dovessimo aggiungere questa cifra a quella prima calcolata pari a 373 milioni, i 540 milioni di euro di valutazione dell'equity value del Milan sarebbero abbondantemente superati. Lo sviluppo dei fatti ha poi mostrato che questi ipotetici ricavi sono risultati assolutamente sopravvalutati (la cifra reale si aggira intorno ai 20 milioni), e quindi la valutazione non è risultata essere coerente.

Se si confronta, invece, l'investimento del fondo Elliott (considerandolo riferito allo stesso equity value, del 30/06/2017), pari ai 303 milioni di euro forniti a Yonghong Li attraverso il prestito ponte, ai quali devono essere aggiunti i 32 milioni prestati nel maggio 2018, che l'imprenditore cinese non è riuscito a rimborsare e che hanno permesso al fondo di praticare l'escussione del pegno, con l'Equity Value stimato del Milan si nota una certa discrepanza tra i due dati, pari a circa 217 milioni di euro.

Considerando nuovamente il valore del brand del Milan, superiore ai 217 milioni di differenza, l'investimento risulta essere piuttosto in linea con il valore della società.

In entrambe le valutazioni non si è mai considerato il valore di mercato dei calciatori, ma solamente il loro valore contabile, pensando sempre al criterio che queste società non hanno l'obiettivo di creare valore, bensì quello di perseguire risultati sportivi. Quindi, che il valore della rosa cambi in positivo o in negativo, escludendo picchi clamorosi in un senso o nell'altro, non modifica il valore della società, poiché la vendita dei giocatori migliori per ottenere un aumento dei ricavi, non incrementerebbe il valore della società, poiché indirettamente andrebbero in peggiorando tutte le voci di bilancio collegate al successo sportivo.

CONCLUSIONI

Terminata l'analisi fondamentale dell'operazione, nella quale è stato possibile formare un pensiero generale sugli attori della stessa, sulle valutazioni e su alcune prospettive future, proviamo a concludere il lavoro con un'ipotesi di prospettiva futura, nella quale il fondo Elliott mantiene l'investimento per alcuni anni, poi decide di vendere il Milan. A che cifra di cessione si potrà dire che il fondo avrà raggiunto un ritorno economico soddisfacente ed in linea con la sua storia recente? E in che modo può uscire dall'operazione? In ultimo, qual è stato il ruolo di Yonghong Li, ed il fondo è stato protagonista dell'operazione dall'inizio, o vi si è trovato dal luglio 2018 inaspettatamente?

Innanzitutto, ripetiamo le cifre prese in considerazione:

- Elliott presta a Yonghong Li 303 milioni di euro nel marzo 2017 per far sì che l'imprenditore cinese possa arrivare al closing con Fininvest nell'aprile 2017, con scadenza del prestito ad ottobre 2018;
- Nel maggio 2018, il fondo Elliott presta ulteriori 32 milioni di euro a Yonghong Li per rispettare le scadenze degli aumenti di capitale stabiliti ad acquisizione conclusa, necessari per la gestione ordinaria, questa volta con scadenza al 6 luglio 2018. L'imprenditore cinese non rimborsa il prestito e, come detto precedentemente, il fondo Elliott il 10 luglio 2018 diventa proprietario della Rossoneri Investment Lux, società veicolo proprietaria del Milan.

Il fondo ha poi immesso 50 milioni di equity al momento del passaggio di proprietà, ma questi non li considereremo nel calcolo del rendimento, poiché nel corso del tempo saranno sicuramente necessari anche altri aumenti di capitale o comunque investimenti da parte del fondo, al fine di far sì che la valutazione della società possa aumentare ulteriormente.

Nel comunicato il fondo Elliott parla di creazione di valore sul Milan, allora ci siamo chiesti quali sono le linee di ricavi migliorabili nella società, e quanto possono migliorare in un determinato arco di tempo.

Possiamo dividere le linee di ricavi in due macro-categorie: quelle certe e quelle incerte. Questa divisione è necessaria, poiché nel mondo del calcio vi è la legge del risultato, che incide in maniera rilevante su tutti i ricavi della società, ma questa non è assolutamente prevedibile, poiché non è mai certa una vittoria sul campo fino a questa essa non diventa effettiva. La prova sono le squadre che in ogni sessione di mercato investono ingenti quantità di milioni per acquisire le prestazioni

di alcuni calciatori, e poi alla fine della stagione non sono riuscite a raggiungere risultati proporzionalmente migliori rispetto agli investimenti. Inoltre, è importante capire che l'investimento nelle prestazioni dei calciatori non porta un beneficio economico diretto comparabile all'esborso necessario per acquisirle, poiché i premi derivanti dalle vittorie delle competizioni non sono vicini alle cifre che caratterizzano i cosiddetti "cartellini" dei calciatori. Però una volta che si raggiungono determinati risultati si entra in un circolo virtuoso, che permette di confermare importanti ricavi anche nelle stagioni dove i risultati sportivi non sono dei migliori. Ritornando alle linee di ricavi migliorabili, questa è la suddivisione:

CERTE	INCERTE
Stadio di proprietà	Risultati sportivi
Diritti TV competizioni internazionali	Scouting e settore giovanile
Merchandising	
Sponsorizzazioni	

Partendo ad analizzare le linee di ricavi etichettate come "certe", è necessaria la premessa che è certo che l'aumento di ricavi possa essere notevole, ma quanto possano aumentare anch'esso dipende dai risultati, poiché ci si può lavorare per migliorarle in ogni caso, ma se vi fossero anche ottimi risultati sportivi in parallelo sicuramente il risultato economico ne beneficerebbe ulteriormente.

Iniziamo analizzando la questione probabilmente più importante e potenzialmente più redditizia, ovvero lo stadio di proprietà. Attualmente il Milan gioca le sue partite interne allo stadio Giuseppe Meazza, noto come San Siro. Ogni anno il Milan, per poter militare all'interno dello stadio, paga un affitto pari a 10 milioni di euro, e i guadagni sul ticketing non vanno tutti interamente nelle tasche della società, ma una percentuale è destinata al comune di Milano, proprietario dell'impianto. Nella stagione 2016/2017, ad esempio, il Milan ha incassato 8,5 milioni di euro dai ricavi derivanti dalle partite, complice una stagione non iniziata con grandi aspettative, dopo un'annata precedente assolutamente negativa, una proprietà che cercava un compratore, e una campagna abbonamenti che pur non presentando prezzi proibitivi, non aveva visto una buona risposta da parte dei tifosi.

Mettendo questi dati a confronto con la società considerabile come benchmark nel mercato italiano, ovvero la Juventus, che dal 2011 ha uno stadio di proprietà, la differenza è incredibile: infatti, la società torinese, nella stagione 2016/2017, ha incassato quasi 58 milioni di euro dalle partite giocate in casa.

È evidente quindi che lo stadio di proprietà sia una mossa che richiederebbe un importante investimento iniziale, ma che nel giro di pochi anni può non solo ripagarlo, ma superarlo ampiamente.

Per analizzare adeguatamente il caso Juventus, e capire il potenziale aumento di ricavi che potrebbe avere il Milan imitandolo, osserviamo la tabella seguente:

ANNO	STADIO
2011	11.552.155
Δ	64%
2012	31.824.261
Δ	16%
2013	38.051.069
Δ	7%
2014	40.966.209
Δ	20%
2015	51.368.524
Δ	-18%
2016	43.368.912
Δ	25%
2017	57.835.297
Δ	-3%
2018	56.410.423
Δ vs 2011	80%

Il 2011 è stato l'ultimo anno prima del nuovo stadio, e i guadagni della Juventus, che veniva da un paio di stagioni negative, sono stati piuttosto contenuti, seppur abbastanza alti rispetto a quelli del Milan, poiché la Juventus partecipava all'Europa League.

Nella stagione successiva, 2012, la prima con lo Juventus Stadium, i guadagni da ticketing sono aumentati del 64%, complice sicuramente la novità dello stadio, che ha portato più tifosi, la stagione che è culminata con la vittoria del campionato, ma soprattutto il fatto che tutto il ricavato da ticketing fosse della società, quindi da non spartire con il comune di Torino.

Nelle stagioni successive vi fu sempre una crescita costante, dovuta in primis alla partecipazione a competizioni internazionali, in particolare la Champions League, crescita costante grazie anche all'aumento dei prezzi sia dei biglietti che degli abbonamenti che la società ha potuto imporre, appoggiata dagli ottimi risultati in ambito sportivo. Gli unici due anni in cui vi è stata una diminuzione degli incassi sono stati quelli successivi alle due finali di Champions League giocate

dalla Juventus, poiché in quelle due stagioni la quantità di partite importanti giocate è stata maggiore, quindi anche gli incassi al botteghino lo sono stati.

È importante notare come nell'ultimo esercizio chiuso nel 2018, la decrescita sia stata minimale, poiché una volta entrata nel circolo virtuoso accennato prima, i risultati positivi degli anni precedenti concedono alle società rendita per quelli successivi.

Nel 2018 gli incassi hanno quasi quintuplicato quelli del 2011.

Per concludere l'esempio della Juventus, prima di provare a portarlo nella realtà del Milan, si può dire che a fronte di un investimento iniziale nell'impianto di 150 milioni di euro, senza considerare il piano di ammortamento, la società piemontese in circa 5 stagioni, considerando quanto ha guadagnato in più rispetto all'ultimo anno senza stadio, si è ripagata l'investimento, e dal 2017 tutti i guadagni non andranno a rimborsare l'investimento ma potranno essere destinati altrove.

Considerando la possibilità che il Milan possa ripercorrere un percorso simile a quello della Juventus, sia dal punto di vista dello stadio, che dal punto di vista sportivo, i rossoneri inaugurando nella stagione 2020/2021 un nuovo stadio di proprietà, nel giro di 7 anni quindi nel 2028, potrebbero aumentare i loro ricavi da 8,5 milioni di euro a 42,5 milioni di euro a stagione (moltiplicando per 5).

È chiaro che l'ipotesi è assolutamente aleatoria, poiché replicare i risultati della Juventus è quasi impossibile, o comunque piuttosto difficile, però può comunque essere una cifra credibile, poiché gli 8,5 milioni di incasso da ticketing vengono da una stagione negativa da quel punto di vista, e la media di incasso del Milan a stagione è maggiore, quindi magari potrebbe non quintuplicare gli incassi della stagione precedente (che sarebbe 2019/2020), ma la cifra di partenza verosimilmente sarà maggiore rispetto agli 8,5 milioni della stagione 16/17.

La seconda linea di ricavi migliorabile tra le "certe" è quella che riguarda i diritti televisivi. Questi nelle società di calcio rappresentano spesso il 50% dei ricavi, e l'aumentare di questi dipende quasi completamente dai risultati della singola società.

Ma è importante suddividerli in due tipologie, vi sono i diritti televisivi:

- Nazionali, i quali sono un quantitativo fisso, che viene ricontrattato ogni tre stagioni tra la lega di Serie A e le emittenti televisive;
- Internazionali, i quali vengono corrisposti alle squadre partecipanti alle competizioni, a seconda delle partite giocate, quindi del piazzamento.

I diritti tv nazionali in Italia vengono suddivisi tenendo conto di alcuni criteri, tra i quali:

- Il piazzamento nella stagione precedente che riguarda il 15% del totale;
- Il piazzamento nelle cinque stagioni precedenti che riguarda il 10% del totale;
- La storia del club che riguarda il 5% del totale;

- Il numero di tifosi stimati di ogni società che riguarda il 20% del totale;
- E il 50% che viene diviso egualmente tra i 20 club partecipanti.

Ciò significa che il risultato nazionale è sì importante a livello di diritti televisivi, ma un aumento significativo non può dipendere solo da questo.

Quindi la differenza maggiore deriva dalla partecipazione o meno alle competizioni europee, in particolare alla Champions League, la quale porta nelle casse di ogni società circa 40 milioni di euro (la cifra effettiva dipende dalla storia della società negli ultimi anni, ad esempio nella stagione 2018/19 la Juventus per la sola partecipazione incasserà 58 milioni di euro, Inter e Napoli 39 e la Roma 36) a stagione per la sola partecipazione alla fase a gironi.

Per questo è fondamentale per il Milan, se vuole vedere crescere in maniera significativa i suoi ricavi partecipare alla massima competizione europea, dato che ogni anno questa frutta decine di milioni alle squadre che vi partecipano, cifre che nel bilancio del Milan del 2017 sarebbero quasi pari al 50% dei ricavi.

A questo si collega la prima voce dei possibili ricavi “incerti”, poiché la partecipazione alle competizioni europee dipende dal piazzamento nel campionato internazionale, e non vi è certezza riguardo a questo. Chiaramente investendo sulla compravendita di calciatori, acquistando coloro che possono migliorare il tasso tecnico della squadra, vi sono più possibilità che si raggiungano buoni risultati, ma comunque l’aleatorietà che distingue questo settore fa sì che le previsioni debbano sempre essere ponderate rispetto alle reali possibilità, e vi siano piani futuri alternativi.

Il terzo punto della voce ricavi “certi” è quello che riguarda il merchandising, che non riguarda solo la vendita di magliette, ma nel caso delle grandi società europee, e in questo caso si può unire anche il Milan a questo gruppo, può riguardare gli incassi del museo delle società, i tour allo stadio e altre iniziative che sfruttano il brand per regalare alla fan base esperienze che non siano la mera partita di calcio, ma qualcosa in più, sempre collegato però alla società di calcio.

L’area del merchandising che dipende di più, come le precedenti, dai risultati sportivi è quella che riguarda la vendita di divise da gara, materiale sportivo e non con il brand della squadra. Questo perché sono tre i principali motivi che possono spingere un tifoso a comprare materiale con il brand della squadra:

- Pura passione, la quale riguarda per lo più le generazioni adulte, ma, se non accompagnata da risultati soddisfacenti, non induce a consumare;
- Ottimi risultati, che portano le nuove generazioni ad affezionarsi ad una squadra vincente, e a quel punto possono spingere i genitori a regalare kit e altri accessori per accontentare e soddisfare i desideri dei figli;
- L’acquisto dei cosiddetti “top player”, ovvero i migliori interpreti dello sport, che spingono i tifosi a comprare immediatamente la maglia del loro nuovo beniamino. Di quest’ultima

tipologia basti pensare all'acquisto da parte della Juventus (che in Italia si dimostra ancora una volta la migliore a seguire il trend dei top team di altri campionati), di Cristiano Ronaldo, che ha portato nell'estate 2018 il doppio delle vendite di magliette preventivate per tutta la stagione.

L'ultimo punto riguarda gli accordi di sponsorizzazioni, sia a livello di sponsor tecnici (Nike, Adidas, Puma) che a livello di sponsor commerciali. In questo caso è il Manchester United che insegna, ed è la prima squadra al mondo per sponsorizzazioni. I ricavi da sponsorizzazioni dipendono da vari fattori:

- In primis il valore del brand della squadra che vanno a sponsorizzare, il quale a sua volta dipende dalla storia passata ma soprattutto recente, sportivamente parlando, dei club
- In secondo luogo, il bacino di tifosi che ogni squadra porta in dote;
- Inoltre, collegato sia al primo che al secondo punto vi è la partecipazione in competizioni internazionali, che hanno un pubblico più diffuso rispetto ai campionati nazionali, quindi consentono agli sponsor di godere di maggior visibilità.

Gli accordi con gli sponsor possono avere sia valore monetario che non, ad esempio quando una ditta automobilistica si accorda con una squadra, spesso una parte dell'accordo non prevede scambio di denaro ma la fornitura di automobili; lo stesso discorso può valere nei casi di società che vendono servizi, le quali forniscono il loro core business in cambio della visibilità che la società può fornire.

L'ultima voce, non ancora trattata riguarda lo scouting e la valorizzazione del settore giovanile. Diciamo che tra tutte è la voce più incerta, poiché acquistare giovani calciatori a cifre basse rispetto al valore che possono raggiungere (scouting), o coltivare talenti all'interno del proprio settore giovanile, per poi promuoverli in prima squadra e, in caso di futura cessione, avere una plusvalenza totale, è un'attività che può portare grandi guadagni, ma allo stesso tempo enormi fallimenti. Questo perché i calciatori non sono macchine e in generale, ma principalmente da giovani, possono non rendere quanto in realtà valgono per fattori mentali o esterni, che non hanno a che vedere con il calcio. Quindi anche decidere di puntare su calciatori giovani può essere un rischio, poiché il loro rendimento non è costante come quello di giocatori più esperti.

È anche vero che a livello economico è però molto importante investire bene e su giocatori che possano, eventualmente, garantire ricavi in futuro, e con i giocatori giovani è più facile che ciò avvenga rispetto a giocatori più avanti con gli anni. Un'altra caratteristica importante è che non solo il loro costo di acquisto può essere contenuto rispetto al loro reale valore, ma anche il loro stipendio sarà inferiore rispetto a quello di giocatori più esperti e che hanno avuto successi nella loro carriera. La soluzione migliore, solitamente, è quella di avere un giusto mix tra giocatori giovani e giocatori navigati, che possa garantire risultati importanti sul campo, e, nel caso in cui

vi sia bisogno di far quadrare i conti, con una cessione possano garantire plusvalenze importanti per i bilanci.

Una volta evidenziate le migliori che il fondo Elliott può mettere in pratica per aumentare i ricavi del Milan, e di conseguenza far sì che aumenti il valore della società, la domanda è: quanto dovrebbe guadagnare da un'eventuale cessione perché possa ritenersi soddisfatto ed in linea con gli investimenti che è solito fare?

Considerando che Elliott è solito avere in media un ritorno dagli investimenti del 14,6%, considerando l'investimento iniziale dovrebbe, ed ipotizzando che *l'holding period* sia pari a 10 anni, dato che si è sempre parlato di un progetto da parte di Elliott di medio/lungo periodo, dovrebbe vendere la società ad una cifra pari a 1.308.853.333€ (risultato dell'operazione: $335.000.000 * 1,146^{10}$)²³.

Diciamo che questa cifra è molto vicina al valore attuale della Juventus secondo KPMG (1.302 milioni di euro), quindi per far sì che un ipotetico compratore possa versare tale cifra, i valori di bilancio del Milan non saranno troppo diversi da quelli della Juventus.

Inoltre, l'EV della società può crescere in due modi: il primo è l'aumento dell'Equity Value, il secondo la riduzione della PFN.

Concentrandoci sulla prima possibilità, quindi un aumento dell'equity value, il metodo migliore che può avere una società di calcio è un consistente aumento dei ricavi, e, attraverso lo sviluppo del brand, un aumento di valore dello stesso che possa accrescere il valore della società.

Partendo quindi dall'aumento di ricavi, ipotizziamo quale dovrebbe essere al 30/06/2028 (10 anni dall'insediamento di Elliott), il conto economico del Milan, e quali cifre dovranno presentare i ricavi perché il valore della società sia paragonabile a quello, come detto, della Juventus che ha un valore simile. Per arrivare a questi ricavi possiamo ipotizzare per il Milan un percorso simile a quello della Juventus, con una crescita costante sotto tutti i punti di vista, partendo però da una base differente.

I ricavi da stadio li abbiamo determinati precedentemente, con una crescita infatti paragonabile a quella della Juventus, il Milan, partendo da quelli del bilancio del 2017, può arrivare a guadagnare nel 2028 42,5 milioni di euro, con una crescita costante anno per anno.

Passiamo ai diritti televisivi.

Riassumendo quelli della Juventus negli stessi anni della tabella precedente, possiamo provare a ipotizzare per il Milan un percorso simile. Nella tabella seguente ecco i dati relativi alla Juventus:

²³ Formula del tasso d'interesse composto

ANNO	DIRITTI TV
2011	88.711.288
Δ	2%
2012	90.581.926
Δ	45%
2013	163.477.670
Δ	-8%
2014	150.965.077
Δ	23%
2015	197.247.931
Δ	-1%
2016	194.897.031
Δ	16%
2017	232.773.784
Δ	-16%
2018	200.169.142
Δ vs 2011	56%

Come per lo stadio vi è stata una significativa crescita, anche se non immediata in questo caso ma nella stagione 2012/13, che ha visto la Juventus, a differenza degli anni precedenti, partecipare alla Champions League e arrivare fino ai quarti di finale.

Qui la crescita è stata comunque molto significativa, anche se è evidente come negli anni dove la Juventus è arrivata in finale di Champions League (stagioni 14/15 e 16/17) i bilanci siano saliti in maniera importante, per poi, nelle altre stagioni, sì essere minori ma comunque piuttosto alti, grazie sia alle percentuali che derivano dalla storia recente, sia in ambito nazionale che internazionale, sia comunque per una conferma di risultati importante, che ha visto il club piemontese sempre oltre la fase a gironi della Champions League.

Dal primo all'ultimo hanno i diritti televisivi sono più che raddoppiati (2,26 volte più grandi per la precisione) e ipotizzando per il Milan un percorso simile, significa che in un ipotetico bilancio del 2028, partendo dai ricavi del 2017 pari a 44.376.575, potrebbe arrivare a 115.379.095.

Questa cifra, verosimilmente, è più bassa di quella che potrebbe, con un percorso simile, raggiungere il Milan per due motivi:

- Il primo è fondamentale, ovvero che i ricavi del Milan della stagione 16/17 sono molto più bassi della media solita della società rossonera, data la non partecipazione ad alcuna competizione europea e da una stagione precedente culminata con un piazzamento negativo in campionato, che hanno fatto sì che dalla spartizione dei diritti televisivi il club non abbia ricavato quello che potenzialmente potrebbe ricavare ogni stagione;

- Il secondo motivo è che ogni triennio e i diritti tv derivanti da competizioni europee aumentano, dato che l'audience è in continuo aumento, quindi la UEFA guadagna di più e assegna cifre maggiori ai club. Per questo con l'aumentare degli anni la cifra potrebbe crescere ulteriormente.

Per quel che riguarda il merchandising, nel bilancio della Juventus esso è esplicitato solo a partire dal bilancio della stagione 15/16, quindi possiamo considerare la crescita media, negli ultimi 3 anni del 30%, e ipotizzare che il Milan possa seguire tale percorso.

Vediamo i ricavi della Juventus riassunti nella tabella qui sotto:

ANNO	RICAVI DA VENDITE PROD E LICENZA
Δ	100%
2016	13.509.887
Δ	30%
2017	19.198.979
Δ	31%
2018	27.796.591

Ciò significa che, partendo sempre dal dato 2017, pari a 4,8 milioni, utilizzando una crescita costante del 15% derivata da due motivi: il primo è perché verosimilmente nei primi anni la Juventus non ha avuto tale crescita sempre costante al 30%; il secondo è che la Juventus ha più tifosi del Milan, quindi anche più consumatori dei prodotti in merchandising. Per queste due ragioni, abbassare leggermente la stima può essere un criterio prudenziale per non sopravvalutare la crescita, la quale, con la crescita del 15% potrebbe portare i ricavi da merchandising a 19,5 milioni di euro.

Per concludere la quarta area di ricavi, che riguarda le sponsorizzazioni, usiamo ancora come riferimento la Juventus, che ha visto anche in questo ambito una crescita importante nel corso degli anni, derivante dalla maggior visibilità che la squadra piemontese è riuscita a garantire rispetto al passato, dovuta alla partecipazione alla Champions League fino alle fasi finali, che hanno permesso agli sponsor di essere visti per un maggior numero di spettatori.

Per le aziende che sponsorizzano, investire su una squadra vincente è sempre un vantaggio, poiché nella storia rimarranno poi le maglie delle stagioni trionfali, e anche nei tifosi si forma una specie di affetto nei confronti dell'azienda che ha visto il suo nome sulla maglia, come se fosse stata anch'essa parte della squadra che è arrivata alla vittoria.

Nella tabella sotto vediamo, come nelle aree di ricavi precedenti, i risultati della Juventus dal 2011 al 2018:

ANNO	SPONSOR
2011	43.270.459
Δ	19%
2012	53.452.409
Δ	-2%
2013	52.598.893
Δ	13%
2014	60.299.760
Δ	-13%
2015	53.224.218
Δ	24%
2016	70.008.038
Δ	6%
2017	74.718.794
Δ	14%
2018	86.896.999
Δ vs 2011	50%

L'aumento dei ricavi tra il 2015 e il 2016 è una conseguenza del cambio sponsor tecnico, da Nike ad Adidas, con un accordo che dal primo luglio 2015 al 2018 ha portato alla Juventus una cifra intorno ai 30 milioni di euro all'anno, e oggi, dopo tre anni, si sta trattando per ritoccare verso l'alto questo accordo.

Inoltre, la differenza tra 2017 e 2018, che presenta uno dei delta maggiori, dipende dalla concessione dei diritti di denominazione stadio ad Allianz (Allianz Stadium), che fino al 2023 garantirà alla Juventus introiti pari a circa 6,25 milioni di euro a stagione.

Utilizzando le stesse stime delle linee di ricavi precedenti calcoliamo il moltiplicatore che ha avuto la Juventus dal 2011 al 2018 (2,01), e lo applichiamo ai ricavi attuali da sponsor del Milan, pari a 19,147 milioni di euro, il cui risultato è pari a circa 38,5 milioni di euro.

Raggruppando quindi i ricavi stimati, possiamo sintetizzare quale sarà il conto economico stimato del Milan nel 2028, nel caso in cui dovesse seguire un percorso simile a quello della Juventus, con una crescita simile ai bianconeri.

Una volta trovato il nuovo valore dei ricavi lo moltiplicheremo per il multiplo calcolato nel capitolo precedente delle società comparabili, e vedremo se il valore raggiunto sarà sufficiente per Elliott per raggiungere la sua redditività media, oppure se sarà necessario che vi siano aumenti di capitale o riduzione della Posizione Finanziaria Netta della società.

Ecco qui sotto quale sarebbe il CE stimato del Milan, alla voce ricavi:

Conto Economico MILAN	30/06/2028	30/06/2017
Ricavi da gare	42.500.000	8.491.729
Ricavi da diritti audiotelevisivi	115.379.095	44.376.575
Ricavi merchandising	19.500.000	4.801.877
Ricavi sponsorizzazioni	38.500.000	19.147.291
Totale valore della produzione	215.879.095	76.817.472

Utilizzando il multiplo quindi prima calcolato, l'EV del Milan sarebbe pari a:

$$215.879.095 * 3,848 = 830702758 \text{ €}$$

Considerando il valore così com'è è inferiore a quello che Elliott dovrebbe guadagnare da un'eventuale cessione, perché possa mantenere il suo rendimento medio a 10 anni.

È chiaro che a questa cifra, in un'eventuale cessione, andrebbe aggiunto il valore del brand, che, con gli ottimi risultati che l'ipotesi di crescita stimata prevede, potrebbe potenzialmente raddoppiare il suo valore, quindi arrivare vicino ai 500 milioni di euro, e permettere al fondo di raggiungere il rendimento atteso.

A questo valore, però, deve essere sottratta la PFN, che, attualmente è pari a 246.389.000 €. È evidente che questa riporterebbe il valore della società al di sotto del rendimento medio che Elliott ottiene dai suoi investimenti, quindi la soluzione è sicuramente quella di reinvestire man mano una parte dei ricavi nella riduzione del debito, e l'altra parte sia nella gestione ordinaria, che nel mercato dei calciatori, per raggiungere i risultati necessari a portare il Milan tra i top club mondiali.

Dopo aver calcolato tutte queste stime possiamo provare a rispondere alle domande che ci siamo posti precedentemente. Può Elliott raggiungere il rendimento medio delle sue operazioni, nell'investimento sul Milan? Dal mio punto di vista sì, poiché, pur essendoci un'aleatorietà di fondo dovuta ai risultati sportivi, che possono arrivare come no e restano altamente imprevedibili, i margini di crescita ci sono tutti, e il Milan ha un brand molto potente, che presenta un potenziale

inespresso. Con le giuste miglierie economiche, accompagnate da una crescita sportiva soddisfacente già nel breve termine potrebbe aumentare di molto il valore della società; unendo a questo una crescita del movimento calcistico, che negli ultimi anni è stata costante, si può anche ipotizzare che le stime siano tutte sottovalutate, e il valore delle società cresca più velocemente rispetto al passato.

Rispondendo alla seconda domanda, il fondo Elliott può uscire dall'operazione in due modi principalmente:

- Cedendo direttamente la società ad un compratore interessato, sia cedendo l'intero pacchetto di quote, sia, se previsti ancora importanti margini di crescita, uscendo gradualmente, dividendo la società con altri;
- Attraverso la quotazione in borsa, e in questo secondo caso, fissando il prezzo delle azioni ad una cifra che soddisfi il rendimento desiderato, tutto quello che venderà rispetterà le aspettative. Anche in questa seconda circostanza il fondo può decidere di cedere la totalità delle quote o solo un pacchetto di minoranza.

La risposta all'ultima domanda è quella più soggettiva, poiché nessuno sa la verità totale sulla trattativa se non le parti in causa.

Escluderei, in primo luogo, la possibilità che Yonghong Li fosse uno scommettitore che non ha vinto la sua scommessa su questa acquisizione, che sembra l'ipotesi meno plausibile, dato che nell'ultimo periodo prima che la società passasse ad Elliott ha ricevuto offerte che gli avrebbero permesso di uscirne senza perderci, e qualunque persona con cognizione di causa avrebbe accettato questa possibilità.

Considerando la possibilità che l'operazione sia stata fatta completamente in buona fede, l'ipotesi più ragionevole è che davvero ci fossero soggetti cinesi interessati, e che Yonghong Li fosse il prestanome della cordata formata da questi soggetti, che date le difficoltà dovute all'uscita di capitali dalla Cina hanno in un secondo momento deciso di lasciar perdere l'operazione. In tutto ciò, il fondo Elliott si è reso disponibile a prestare 303 milioni, conscio che se tutto fosse andato bene avrebbe avuto un importante guadagno dato dal tasso di interesse, mentre se Yonghong Li non fosse stato solvente, era sicuro di poter lavorare sulla società, e in un futuro guadagnare sulla cessione di questa. In questo scenario il fondo diventa proprietario del Milan per non vedere il proprio investimento andare in fumo, e decide di provare a massimizzare i ricavi con un progetto di media-lunga durata.

Diciamo che questa ipotesi presta il fianco a varie obiezioni, poiché non sono tanti i soggetti che accetterebbero di perdere una cifra superiore ai 400 milioni di euro senza muovere un dito, accettando tutti gli episodi che si sono susseguiti di buon grado.

La spiegazione più logica, sulla quale ha aperto un'indagine anche la procura di Milano, è quella di riciclaggio di denaro. Un soggetto interessato a far rientrare in Italia i suoi capitali, accetta di vendere il Milan a una cifra considerata dai più spropositata, usando come prestanome un imprenditore cinese che non stava passando un buon periodo nelle sue imprese locali, quindi non aveva niente da perdere. In questo scenario il fondo Elliott diventa formalmente proprietario del Milan il 10 luglio 2018, ma praticamente lo è stato fin dal giorno del closing, poiché il soggetto venditore, aveva comunque un affetto particolare nei confronti della società che stava vendendo, e, oltre ai suoi interessi, ha fatto di tutto per curare quelli della società ceduta, lasciandola nelle mani di chi poteva riportare il club ai fasti di un tempo.

Come detto siamo nel campo ipotetico, e non è questo il luogo nel quale si deve cercare un colpevole, però, avendo la possibilità di esprimere l'opinione personale riguardo a questa operazione, non posso negare che la strada del riciclaggio di denaro sia, dal punto di vista di chi scrive, la più logica e sensata.

BIBLIOGRAFIA

Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital- manuale di investimento nel capitale di rischio*, quarta edizione, Guerini studio, 2015

Caselli S., Gatti S., *La finanza strutturata in Italia: operazioni e best practice*, Bancaria editrice, 2005

Autori Edizione, *La valutazione delle aziende dopo l'introduzione dei PIV*, Euroconference Editore, quarta edizione, 2016

Tartaglia E., *Leveraged Buy Out: Rischi ed opportunità*, Maggioli Editore, 2009

Tedde V., *Nuovi Strumenti Finanziari. Il Leveraged Buy Out (LBO). Una trattazione completa*, FrancoAngeli, 2008

Messina D., *Il merger leveraged buy out*, Il Nuovo Diritto, 2009

Dalocchio M., Lucchini G., Scarpelli M., *Mergers & Acquisitions*, Egea, 2015

Conca V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, 2010

Miglietta N., Schiesari R., *Il private equity nel sistema impresa. Luci ed ombre dell'investimento in capitale di rischio*, G. Giappichelli Editore-Torino, 2013

De Stefanis C., *Associazioni sportive dilettantistiche (ASD) e società sportive (SSD)*, X edizione, Maggioli Editore, 2018

FIFA Big Count 2006: 270 million people active in football, FIFA Communications Division, Information Services, (2007)

Rohde M. e Breuer C., *Europe's Elite Football: Financial Growth, Sporting Success, Transfer Investment, and Private Majority Investors*. International Journal of Financial Studies (2016)

Mancin M., *Il bilancio delle società sportive professionistiche. Normativa civilistica, principi contabili nazionali e internazionali (IAS/IFRS)*, CEDAM, 2009

Orlando V., *Evoluzione dei modelli di business delle società di calcio professionistiche con l'introduzione del Financial Fair Play*, Amazon digital services, 2018

Guarna C., *Le società di calcio professionistiche e l'informativa di bilancio*, Aracne editrice, 2017

Ciampaglia G.M., *La creazione del valore nelle società di calcio*, Rivista: Rassegna di diritto ed economia dello sport, 2013.

Gelmini L., *Le società di calcio professionistiche nella prospettiva dell'economia d'azienda*, Giuffrè Editore, 2014

Deloitte. *Football Money League. Sport Business Group*. January 2019

Deloitte. *Football Money League. Sport Business Group*. January 2018

Deloitte. *Football Money League. Sport Business Group*. January 2017

KPMG. *Football Clubs Valuation 2019*

KPMG. *Football Clubs Valuation 2018*

KPMG. *Football Clubs Valuation 2017*

UEFA. *Dichiarazione sul Fair Play Finanziario*, 12 Novembre 2018

UEFA. *Camera Giudicante CFCB: la decisione sull'AC Milan*, 27 Giugno 2018

UEFA. *AC Milan: respinta richiesta voluntary agreement*, 15 Dicembre 2017

UEFA *Club Licensing and Financial Fair Play Regulations*, 2015

Spolidoro M. S., *Fusioni pericolose (Merger leveraged buy out)*, Rivista delle Società, 2004

Moro Visconti, R., *Profili fiscali delle società veicolo nel project financing*, Il Fisco, 2009

Lawrence E. Mitchell, *Corporate Governance. Values, Ethics and Leadership*, The Library of Corporate Responsibilities, 2006

SITOGRAFIA

Il Sole 24 Ore online: www.ilsole24ore.com

Calcio & Finanza: www.calcioefinanza.it

La Gazzetta dello Sport online: www.gazzetta.it

Milanlive: www.milanlive.it

Ansa: www.ansa.it

KPMG: home.kpmg.it

Deloitte: www2.deloitte.com

UEFA: www.uefa.com

Finanza Online: www.finanzaonline.com

Appunti di Luca Marotta: luckmar.blogspot.com

Goal: www.goal.com

Google Scholar: scholar.google.it

AIDA: aida.bvdinfo.com

