



**Politecnico  
di Torino**

**Politecnico di Torino**

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale LM-31  
A.a. 2023/2024

Sessione di Laurea Aprile 2024

# **Calcio Europeo: Governance e performance dei club nella UEFA Champions League**

**Relatrice:**  
Prof.ssa Laura Rondi

**Candidato:**  
Giuseppe Capriglia





<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>5</b>
<b>CAPITOLO 1</b>	
<b>CORPORATE GOVERNANCE</b>	
<b>1.1 CORPORATE GOVERNANCE: SEPARAZIONE TRA PROPRIETÀ E CONTROLLO</b>	<b>9</b>
<b>1.2 STRUTTURA FINANZIARIA</b> .....	<b>16</b>
<b>1.3 MECCANISMI DI GOVERNANCE</b> .....	<b>23</b>
<b>CAPITOLO 2</b>	
<b>BUSINESS CALCIO</b>	
<b>2.1 CALCIO DAGLI ALBORI ALLA DIFFUSIONE NEL 20° SECOLO</b> .....	<b>27</b>
<b>2.2 IL BUSINESS CALCIO: peculiarità del settore</b> .....	<b>29</b>
<b>2.3 GOVERNANCE NEL CALCIO</b> .....	<b>35</b>
<b>2.4 STRUTTURA PROPRIETARIA</b> .....	<b>40</b>
<b>2.5 MILAN VS INTER: evoluzione del mecenatismo</b> .....	<b>45</b>
<b>2.5.1 INTER</b> .....	<b>46</b>
<b>2.5.2 MILAN</b> .....	<b>51</b>
<b>2.5.3 CONCLUSIONI</b> .....	<b>56</b>
<b>CAPITOLO 3</b>	
<b>UEFA E FAIR PLAY FINANZIARIO</b>	
<b>3.1 UEFA: compiti all'interno del panorama calcistico europeo</b> .....	<b>61</b>
<b>3.2 FAIR PLAY FINANZIARIO: origini, obiettivi e funzionamento</b> .....	<b>64</b>
<b>3.2.1 SCANDALI NEL CALCIO E RAGGIRAMENTO DEL FFP</b> .....	<b>69</b>
<b>3.2.2 APPLICAZIONE PRATICA E IMPATTO DALL'ISTITUZIONE: pro e contro di questo sistema di controllo</b> .....	<b>72</b>
<b>3.3 SOLUZIONI ALTERNATIVE: confronto con modello americano</b> .....	<b>79</b>
<b>3.3.1 SALARY CAP</b> .....	<b>81</b>
<b>3.3.2 SUPERLEGA</b> .....	<b>84</b>
<b>3.3.3 NUOVA UEFA CHAMPIONS LEAGUE</b> .....	<b>89</b>
<b>CAPITOLO 4</b>	
<b>ANALISI EMPIRICA</b>	
<b>4.1 RICHIAMO LETTERATURA</b> .....	<b>95</b>
<b>4.2 DATI E VARIABILI</b> .....	<b>97</b>
<b>4.3 STATISTICA DESCRITTIVA e DIFFERENZE MEDIE</b> .....	<b>102</b>
<b>4.4 MODELLO ECONOMETRICO</b> .....	<b>109</b>
<b>4.4.2 ANALISI EMPIRICA CON VARIABILE PUNTI</b> .....	<b>114</b>
<b>4.5 LIMITI MODELLO</b> .....	<b>118</b>
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>121</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>125</b>
<b>SITOGRAFIA</b> .....	<b>129</b>
<b>INDICE DELLE TABELLE</b> .....	<b>130</b>
<b>INDICE DELLE FIGURE</b> .....	<b>131</b>



# INTRODUZIONE

Il calcio, da tempo immemorabile, ha rivestito un ruolo centrale nella cultura e nell'identità di molte società in tutto il mondo. Tuttavia, nel corso degli ultimi decenni, questo sport ha subito una trasformazione profonda, passando da una semplice forma di intrattenimento e competizione sportiva a un complesso e dinamico settore economico. Tale evoluzione ha portato ad una serie di cambiamenti significativi che hanno ridefinito le peculiarità del settore calcistico, ponendo sfide inedite e importanti domande riguardo alla sua sostenibilità e alla sua gestione. Uno dei principali driver di questa trasformazione è stata la crescente commercializzazione del calcio, che ha trasformato il gioco da una passione condivisa in un fiorente business globale. L'interesse sempre crescente dei media, l'ingente flusso di capitali da parte di investitori privati e la globalizzazione hanno contribuito a creare un ambiente in cui il successo in campo non può non considerare l'aspetto economico. Il crescente interesse attorno al calcio ha portato negli anni le società ad investire oltre le proprie capacità per l'acquisto dei migliori talenti, generando perdite significative ed aggravando una già precaria situazione debitoria.

In questo contesto, l'UEFA si è posta come ente regolatore attraverso l'implementazione del Fair Play Finanziario, un meccanismo volto a promuovere una gestione finanziaria responsabile e a garantire la sostenibilità economica dei club partecipanti alle competizioni europee. Tuttavia, questo meccanismo sembra non essere sufficiente a risolvere i problemi finanziari diffusi nel calcio europeo. Le criticità nell'applicazione delle regole e le sfide connesse alla loro efficacia mettono in luce la complessità e la delicatezza della Governance nel settore calcistico, sollevando importanti domande riguardo alla sua capacità di affrontare le sfide economiche e finanziarie in modo efficace e duraturo.

Questo lavoro di tesi ha l'obiettivo di esplorare il tema della Governance all'interno del calcio europeo, lato club e lato UEFA, e come meccanismi efficaci di Governance possano aiutare le società a migliorare la propria situazione finanziaria. Questo tema ha assunto una notevole importanza anche nel settore calcistico proprio a causa della trasformazione in un vero e proprio business. Tuttavia, la questione risulta essere più complessa rispetto all'industria tradizionale, in quanto questo concetto abbraccia il mondo del calcio sia a livello macro, lato federazioni che devono garantire equità finanziaria e competitiva tra piccoli e grandi club, che a livello micro, lato singola società, il cui management deve assicurare una gestione oculata delle sempre più crescenti risorse che entrano nel settore.

In particolare, il primo capitolo sarà dedicato ad una descrizione generale della Corporate Governance con un focus sui diversi autori che hanno contribuito a formare una letteratura sul tema. Nel secondo

capitolo, invece, si parlerà delle peculiarità dell'industria calcistica, delle differenze con altri ambienti economici, della situazione finanziaria del settore e si illustreranno i modelli di Governance adottati dai club. Inoltre, sarà presentata l'evoluzione di Milan e Inter, due società caratterizzate in passato da uno stesso modello proprietario, quello del presidente-mecenate, e che al momento in cui si scrive mostrano una diversa situazione finanziaria.

Il terzo capitolo, invece, si soffermerà sulla UEFA e sul Fair Play Finanziario; entrando nel dettaglio, si elencheranno gli scandali che hanno caratterizzato il calcio italiano ed europeo e che hanno portato la massima autorità calcistica europea ad adottare un nuovo sistema di regole (FFP), se ne descriveranno i punti principali, si parlerà della sua efficacia e si discuteranno eventuali proposte alternative per risollevare ed innovare il sistema calcistico europeo.

Infine, nel quarto capitolo sarà effettuata un'analisi empirica per verificare l'esistenza di una relazione tra la performance sportiva nella UEFA Champions League e altre variabili che saranno descritte in seguito.







# CAPITOLO 1

## CORPORATE GOVERNANCE

### 1.1 CORPORATE GOVERNANCE: SEPARAZIONE TRA PROPRIETÀ E CONTROLLO

La Corporate Governance costituisce un ambito di studio complesso, dando origine a una ricca trattazione volta a delineare le sue funzioni caratteristiche e a individuare le chiavi fondamentali della competitività delle imprese attraverso il rapporto intrinseco tra Governance e performance. Nonostante sia arduo identificare con precisione l'inizio del dibattito sulla Governance aziendale nell'ambito storico, le origini di questa discussione possono essere rintracciate inizialmente nel 1776, quando Adam Smith introdusse il concetto della separazione tra proprietà e controllo, evidenziando il potenziale conflitto di interessi che sorge quando tali elementi divergono.

Nonostante le prime riflessioni di Smith, la discussione sulla struttura organizzativa del governo delle imprese si affermò in modo più definito solo verso la fine del XIX secolo. In precedenza, molte imprese non esistevano come entità autonome, bensì erano strettamente legate alla figura dell'imprenditore o del socio gestore, cui ricadeva completamente la responsabilità per i risultati economici negativi. Questa semplificazione della Governance aziendale facilitava la gestione, ma al contempo riduceva l'attrattiva per gli investitori esterni.

La discussione sulla Corporate Governance subisce una svolta significativa con l'emergere delle public companies negli Stati Uniti e in Inghilterra. È con l'istituzione di queste società quotate che si manifesta una crescente separazione tra proprietà e controllo, una dinamica innescata dalla necessità di individuare una figura specializzata per governare l'impresa. Questa figura è chiamata a rispondere alla sfida di gestire il capitale frazionato tra una pluralità di azionisti, considerando le molteplici esigenze e interessi che derivano da questa complessa struttura.

In questo contesto, si delineano due conseguenze connesse all'ingresso di nuovi investitori e alla successiva quotazione sul mercato dei capitali. In primo luogo, si osserva un cambiamento nella struttura societaria, ora contraddistinta da una proprietà frammentata, con la presenza di numerosi piccoli investitori, seppur privi di potere decisionale. In secondo luogo, emerge la

nascita del management, con l'obiettivo di guidare e dirigere l'impresa, assumendo decisioni di rilievo dal punto di vista economico e organizzativo.

Dunque, alla base del concetto di Corporate Governance si trova la questione della separazione tra proprietà e controllo. Questa concezione sostiene che la proprietà e il controllo di un'azienda non dovrebbero coincidere, bensì rimanere distinti. Gli azionisti, come proprietari effettivi della società, sono responsabili della funzione proprietaria, mentre la direzione operativa è affidata agli amministratori o ai manager. Questa separazione mira a garantire un equilibrio tra gli interessi degli azionisti e la gestione quotidiana dell'azienda, contribuendo a definire chiaramente le responsabilità e a promuovere una Governance aziendale efficace.

Il primo ed anche uno dei più importanti studi sulla proprietà ed il controllo nelle società, è quello di Berle e Means (1932) che si pone in un contesto ben delineato. All'inizio del XX secolo l'industrializzazione negli Stati Uniti portò alla formazione di grandi corporation che, a differenza delle società per azioni del passato, presentavano una maggiore dispersione della proprietà tra un gran numero di azionisti, mentre il controllo e la gestione erano concentrati tra pochi dirigenti e manager. I due studiosi si soffermano sui seguenti punti:

-separazione tra proprietà e controllo: sottolinearono che la separazione tra i proprietari delle azioni (azionisti) e coloro che gestivano effettivamente l'azienda (dirigenti) stava diventando sempre più pronunciata. Gli azionisti erano spesso lontani dai processi decisionali e avevano scarso coinvolgimento diretto nelle attività aziendali.

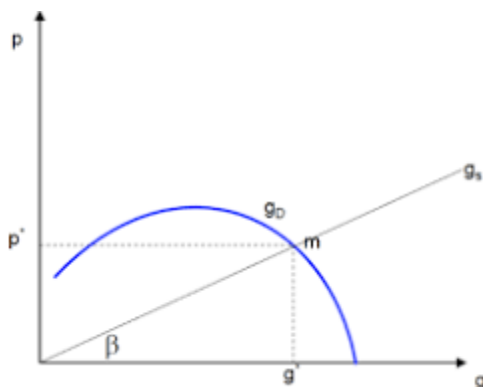
-conflitto di interessi: la separazione tra proprietà e controllo ha portato a un potenziale conflitto di interessi. Gli azionisti, essendo spesso numerosi e lontani, avevano difficoltà a esercitare un controllo diretto sulle decisioni aziendali. I dirigenti, d'altro canto, avevano la possibilità di agire in modo indipendente, spesso perseguendo obiettivi personali o di gruppo piuttosto che gli interessi degli azionisti.

In un secondo momento, Franks e Mayer (1995) espansero l'analisi al contesto globale e identificarono due principali tipologie strutturali in cui si manifesta la relazione tra proprietà e controllo. Il primo modello, denominato "outsider", rispecchia il sistema descritto nello studio di Berle e Means, caratterizzato da una frammentazione significativa della proprietà e del controllo. Questo modello è ampiamente diffuso negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Al contrario, in Europa continentale emerge un sistema noto come "insider", in cui si evidenzia un elevato grado di concentrazione della proprietà nelle mani di un singolo ente o gruppo. Tale

configurazione strutturale porta a notevoli differenze nel panorama del mercato. Franks e Mayer osservarono anche che, all'interno del contesto europeo, la proprietà delle società era prevalentemente detenuta da famiglie, altre società e partecipazioni statali.

Un ulteriore contributo fu dato da Marris (1964), il quale propose un'analisi dinamica dell'impresa in contrasto con la visione neoclassica che vedeva come principale obiettivo la massimizzazione dei profitti. Alla base di questo modello vi è un'impresa ad azionariato diffuso, una public company in cui non vi è un azionista rilevante e nella quale si manifesta una forte discrezionalità manageriale. Azionisti e manager presentano una diversa funzione di utilità: i primi hanno l'obiettivo di massimizzare i profitti per ottenere maggiori dividendi, il focus dei secondi è, invece, sulla crescita e sulla sicurezza del posto al fine di avere una crescente remunerazione e prestigio. Il contesto in cui questa impresa opera è quello di concorrenza imperfetta in cui attraverso la diversificazione essa riesce ad influenzare la propria domanda. Il modello si sofferma sulla crescita interna dell'impresa lato domanda e lato offerta (inteso come capitale investito), affermando come il manager debba attuare un trade-off tra la massimizzazione del profitto e della crescita, ossia tra la propria funzione di utilità e quella degli azionisti. Marris ritiene che il tasso di profitto (profitti/capitale investito) e il tasso di diversificazione con successo (%prodotti portati sul mercato con successo) siano in una relazione di causalità inversa e, essendo il tasso di crescita della domanda funzione del tasso di diversificazione, si ottiene che i profitti presentano un andamento prima crescente e poi decrescente con il tasso di crescita della domanda. Lato offerta si verifica, invece, che il tasso di profitto è funzione crescente del tasso di crescita dell'offerta, come mostrato in Figura 1.

*Figura 1: all'equilibrio si ottiene un tasso di crescita ottimo*



Un focus esclusivo sulla crescita porterà i soci a vendere le proprie quote e ciò determinerà una riduzione del prezzo delle azioni e una maggiore appetibilità a potenziali scalatori che

potrebbero decidere di licenziare il top manager. Il takeover è, dunque, temuto dal manager ed ha un effetto disciplinante su di esso poiché lo porta a prestare attenzione a due indicatori: il tasso di crescita dell'impresa e il Valuation Ratio (rapporto tra valore di mercato e valore di libro delle azioni).

Se il tasso di crescita aumenta oltre una certa soglia il Valuation Ratio scende al di sotto di 1, ossia il prezzo delle azioni è molto basso sul mercato e ci sono minacce di scalata.

Da questo modello si evince come gli interessi di azionisti e manager divergono e tali conflitti risultano difficili da risolvere a causa dell'asimmetria informativa relativa all'informazione e all'azione nascosta. Un importante contributo alla letteratura è la rivisitazione del modello Principale-Agente di Jean Tirole. Il premio Nobel afferma che si verifica una relazione di agenzia ogni volta che una persona (il principale) incarica un'altra persona (l'agente) di agire per suo conto, con l'aspettativa che l'agente prenda decisioni che massimizzino gli interessi del principale. Nel contesto aziendale, gli azionisti (i proprietari) assumono il ruolo di principali, mentre i dirigenti e i manager (l'amministrazione aziendale) agiscono come agenti.

Si verificano due condizioni di opportunismo ex-ante ed ex-post. Nel primo caso l'agente fornirà informazioni incomplete sulle proprie capacità per farsi assumere, nel secondo avrà atteggiamenti di free riding e shirking in quanto il suo sforzo non sarà direttamente osservabile dal principale, se non attraverso un controllo che porta a costi aggiuntivi per l'impresa.

Per mitigare i problemi derivanti dalla asimmetria informativa, è fondamentale implementare meccanismi incentivanti che possano incrementare l'impegno dell'agente, contribuendo così a migliorare i rendimenti per il principale. Affinché l'agente esegua con lo sforzo necessario il compito assegnatogli, il principale deve formulare un contratto che comprenda una parte fissa e una parte variabile basata sui risultati ottenuti.

Questa struttura contrattuale mira a bilanciare le esigenze di entrambe le parti, garantendo una remunerazione equa e incentivante per il raggiungimento degli obiettivi concordati.

Negli anni '90 il tema della governance venne ulteriormente approfondito. I singoli Paesi formularono dei Codici di Best Practises, la cui attenzione era rivolta principalmente agli azionisti di minoranza attraverso una delimitazione dei poteri assegnati al management e agli azionisti di maggioranza. Tuttavia, questi codici non delineavano specifiche direttive ma si limitavano a sconsigliare ai manager atteggiamenti opportunistici e immorali; si possono, dunque, definire Codici di autodisciplina.

Nel 1999 l'OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) definì i principi di una buona Corporate Governance:

- **Trasparenza:** le imprese devono comunicare chiaramente le responsabilità del Consiglio di Amministrazione (CdA) e della dirigenza, garantendo un'informazione corretta e trasparente agli azionisti. È essenziale introdurre procedure atte a tutelare e verificare la trasparenza dei rapporti finanziari aziendali, rendendo tempestivamente disponibili le documentazioni pertinenti. Ciò assicura che tutti gli investitori possano accedere a informazioni chiare e trasparenti.
- **Etica di comportamento:** le imprese dovrebbero adottare codici di comportamento per dirigenti e amministratori, promuovendo condotte responsabili ed etiche all'interno dell'organizzazione.
- **Interessi degli stakeholders:** le imprese devono considerare gli impegni contratti nei confronti di tutti i portatori di interesse, assicurandosi di gestire le relazioni con clienti, dipendenti, fornitori e altre parti interessate in modo etico e responsabile.
- **Responsabilità del CdA:** i membri del Consiglio di Amministrazione devono possedere le competenze necessarie per affrontare le sfide del mercato e monitorare le prestazioni della dirigenza.
- **Diritti degli azionisti:** le imprese devono impegnarsi a rispettare i diritti degli azionisti, facilitando il loro esercizio attraverso la comunicazione di informazioni chiare e accessibili.

Tuttavia, nonostante il processo di modernizzazione fosse giunto a uno stadio avanzato, ha subito un brusco arresto a seguito degli scandali finanziari che hanno colpito diverse aziende di grande rilievo, tra cui WorldCom, Enron, Pacific Gas & Electric, Tyco, e le italiane Cirio e Parmalat. Le accuse rivolte agli amministratori, che includevano corruzione, falsificazione dei bilanci, espropriazione illecita di fondi aziendali e bancarotta fraudolenta, hanno messo in luce l'inadeguatezza del sistema di controlli aziendali e delle pratiche legate alla Corporate Governance. Questi eventi hanno evidenziato la necessità di non interrompere, ma anzi rafforzare con determinazione e consapevolezza, il processo evolutivo legato al tema della Corporate Governance con l'obiettivo di tutelare non solo gli azionisti, i risparmiatori e gli investitori, ma anche l'integrità dei mercati nel loro complesso.

La Corporate Governance è un concetto intrinsecamente complesso, e pertanto, è fondamentale attribuirgli una definizione che ne delinei con precisione le peculiarità, mettendo in luce le sfumature interpretative che variano tra gli autori, che possono approcciare la definizione della Corporate Governance con varie prospettive, focalizzandosi su aspetti specifici come l'etica, la trasparenza, la responsabilità sociale d'impresa, la gestione dei rischi e la tutela degli interessi degli investitori. In sintesi, la definizione di Corporate Governance varia in base alle prospettive teoriche e agli obiettivi specifici di chi la espone, riflettendo la diversità di approcci nel contesto accademico e pratico. Questa molteplicità di interpretazioni sottolinea l'importanza di considerare la Corporate Governance come un concetto dinamico e in continua evoluzione, in grado di adattarsi alle mutevoli esigenze e sfide del contesto aziendale e finanziario.

Vengono di seguito riportate diverse definizioni.

Shleifer e Vishny (1997) affermano che la *“Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”*.

Per Huse (2005) *“Corporate Governance is defined as the interactions between coalitions of internal actors, external actors and the board members in directing the value creation”*.

Coda (1997) ritiene che *“La Corporate Governance si riferisce all’insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo (Consiglio di amministrazione, Presidente del CdA, Comitati) e di controllo (Collegio sindacale e Revisori esterni) nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con la struttura manageriale”*.

Macey (2008) afferma che *“The purpose of Corporate Governance is to persuade, induce, compel and otherwise motivate corporate managers to keep the promises they make to investors”*.

Per Solomon A. e Solomon J. (2003) *“Corporate Governance is defined as the system of checks and balances, both internal and external, which ensures the companies discharge their accountability to all their stakeholders and act in a socially responsible way”*.

Monks e Minow (2004) ritengono, invece, che la Corporate Governance riguardi l’insieme delle relazioni tra board of directors, shareholders e manager.

Secondo il Codice Preda, invece, la Corporate Governance si riferisce ad *“un insieme di regole in base al quale le imprese sono gestite e controllate ed è il risultato di tradizioni, leggi e*

*modelli di comportamento sviluppati dal sistema economico e giuridico di riferimento” e, inoltre, “l’obiettivo principale di un buon sistema di governo societario è la creazione di valore per gli shareholders”.*

Per l’OCSE (1999) *“Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined”.*

Queste sono solo alcune delle numerose definizioni date a questo particolare aspetto. Occorre soffermarsi su quelli che sono i soggetti coinvolti nell’ambito della gestione aziendale. Per alcuni autori, infatti, vanno considerati esclusivamente gli azionisti, altri, invece, pongono attenzione su una cerchia più ampia di stakeholders. Dunque, può essere effettuata una distinzione tra due modelli di Corporate Governance: lo shareholders model e lo stakeholders model.

Lo shareholder rappresenta un proprietario di quote azionarie di una società il cui capitale è costituito da azioni, mentre per stakeholder si intende *“tutti i soggetti, individui od organizzazioni, attivamente coinvolti in un’iniziativa economica (progetto, azienda), il cui interesse è negativamente o positivamente influenzato dal risultato dell’esecuzione, o dall’andamento, dell’iniziativa e la cui azione o reazione a sua volta influenza le fasi o il completamento di un progetto o il destino di un’organizzazione”* (Treccani). Si distinguono in primari, se esercitano un ruolo diretto nella gestione dell’impresa (imprenditore, dipendenti, fornitori e clienti) e secondari, se non gestiscono direttamente l’impresa ma ne possono influenzare l’attività indirettamente (competitor, media, sindacati, pubblica amministrazione). Ciascuno di questi soggetti ha interessi diversi che possono scontrarsi con l’obiettivo principale dell’imprenditore che è quello di ottenere un ritorno economico dall’investimento.

Friedman (1970) afferma che i manager devono condurre la propria attività per perseguire un ritorno per gli shareholders; tale ritorno è rappresentato dalla possibilità di ottenere dividendi alla fine dell’esercizio annuale o di vendere le proprie azioni ad un prezzo più alto rispetto a quello a cui erano state acquistate. Per il premio Nobel per l’economia nel 1976, l’impegno sociale dovrebbe limitarsi al perseguimento di profitti, con qualsiasi altra considerazione morale o sociale vista come un’indebita interferenza negli affari aziendali.



Da un'altra prospettiva, Freeman (1984) sostiene che le aziende dovrebbero considerare una vasta gamma di interessi, oltre agli azionisti, compresi dipendenti, clienti, fornitori e la comunità in generale. Secondo Freeman, le imprese dovrebbero adottare un approccio olistico verso la gestione, riconoscendo che il successo a lungo termine è intrecciato con il benessere di tutte le parti coinvolte. Questo approccio etico ed equo ha guadagnato terreno soprattutto nell'era contemporanea, in cui la sostenibilità e la responsabilità sociale delle imprese sono diventate temi centrali nelle discussioni aziendali.

## **1.2 STRUTTURA FINANZIARIA**

La struttura finanziaria è un elemento costitutivo della corporate governance. Essa rappresenta il modo in cui sono combinati e utilizzati i diversi tipi di finanziamenti. La scelta di una struttura finanziaria adeguata è determinante per l'equilibrio tra rischi e opportunità, poiché influisce sulla capacità dell'impresa di generare valore nel lungo termine. Decisioni quali l'uso del debito, l'emissione di azioni, o il reinvestimento degli utili sono tutte componenti cruciali di questo processo.

Un'impresa può adottare diverse strategie finanziarie in base ai suoi obiettivi e al contesto di mercato. Ad esempio, l'indebitamento può aumentare la leva finanziaria, ma allo stesso tempo introduce rischi legati agli oneri finanziari. D'altro canto, un finanziamento basato su azioni può diluire il controllo, ma riduce il peso del debito. La Corporate Governance gioca un ruolo essenziale nel guidare e supervisionare queste decisioni finanziarie, assicurando una gestione responsabile e consapevole delle risorse.

Nella letteratura il punto di partenza per la valutazione di una struttura finanziaria ottimale che massimizzi il valore dell'impresa è lo studio di Modigliani e Miller (1958). Il valore dell'impresa risulta essere pari alla somma tra il valore del debito  $D$  e il capitale proprio  $E$ . I due studiosi affermano che le decisioni finanziarie non influenzano quelle di investimento e che la leva finanziaria non condiziona il valore dell'impresa in un mercato perfetto che presenta le seguenti caratteristiche:

-Mercati dei capitali perfetti (concorrenza perfetta, no costi di transazione, no asimmetrie informative)

-Assenza di tassazione

-Imprese ed individui possono indebitarsi allo stesso tasso

-Assenza di costi di bancarotta

-Individui razionali

-Operatori sono price taker

Nel loro modello giungono alla conclusione che il valore di un'impresa all Equity è pari al valore di un'impresa indebitata e il costo medio del capitale  $r_{wacc}$  non è influenzato dalla struttura del capitale. Dunque, nel contesto ideale prima descritto, risulta essere indifferente finanziare gli investimenti con fonti esterne o interne poiché esse presentano lo stesso costo e non si verifica una sistematicità dei comportamenti, ossia una predisposizione ad una certa struttura finanziaria in base al livello di rischio del core business.

Il rendimento degli azionisti dell'impresa indebitata cresce con la leva, quindi con l'aumento del debito, e risulta essere pari a:

$$r_e = r_0 + (r_0 - r_d) * D/E$$

dove

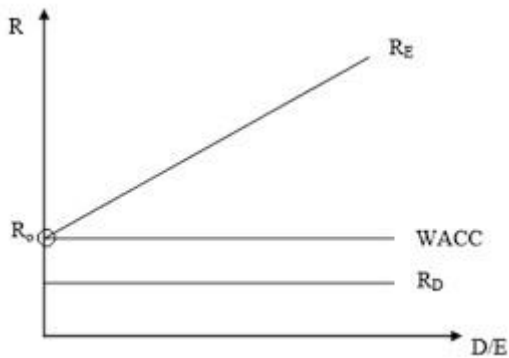
$r_e$  = rendimento azionisti impresa levered

$r_d$  = costo debito, costante perché non ci sono costi di fallimento

$r_0$  = rendimento azionisti impresa unlevered, pari a  $r_{wacc}$  perché  $D=0$

$r_{wacc}$  = costo del capitale =  $r_e * E/(D+E) + r_d * D/(D+E)$ , costante perché aumento di  $r_e$  bilanciato da diminuzione di  $E$

Figura 2: risultati di Modigliani e Miller in condizioni perfette



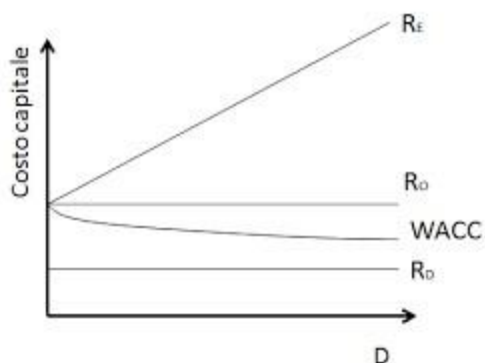
Nel 1963, gli autori modificano una delle ipotesi iniziali andando ad inserire la tassazione nel modello. Si ottiene che il valore dell'impresa indebitata è pari a quello dell'impresa unlevered e al Tax Shield, ossia uno scudo fiscale generato dall'indebitamento. La tassazione, infatti, riduce l'imponibile fiscale a causa degli oneri finanziari.

Dunque, il valore dell'impresa aumenta con il livello di indebitamento e la soluzione ottimale in assenza di costi di bancarotta risulta essere quella con  $D/E = 1$ .

$$V_L = V_U + \text{TAX SHIELD}$$

$$\text{TAX SHIELD} = D * T_C$$

Figura 3: risultati di Modigliani e Miller con tassazione

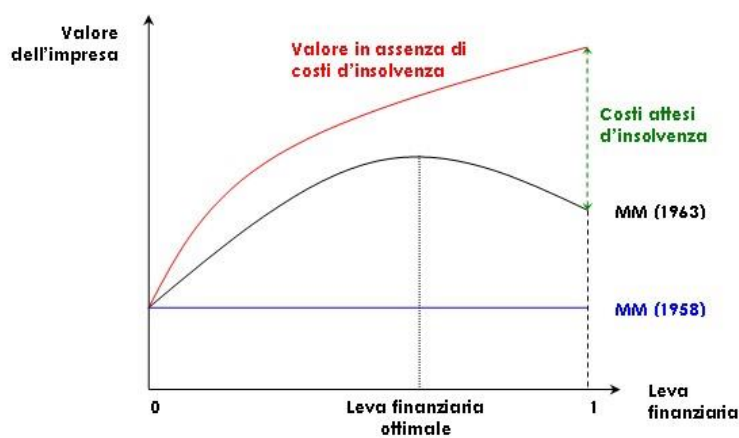


$$r_{wacc} = r_e * E/(D+E) + r_d * (1 - T_c) * D/(D+E)$$

Il  $r_{wacc}$  diminuisce all'aumentare del debito perché si genera un risparmio sul pagamento degli interessi, mentre  $r_e$ , a parità di leva finanziaria, è minore rispetto al primo caso ideale a causa della tassazione che riduce l'utile netto.

Nel terzo caso affrontato viene rilassata anche l'ipotesi di assenza di costi di fallimento e la struttura finanziaria ottima che massimizza il valore dell'impresa si ottiene attraverso un trade-off tra il beneficio dell'indebitamento dato dallo scudo fiscale e il costo del debito in termini di aumento di probabilità di bancarotta.

Figura 4: risultati di Modigliani e Miller con costi di fallimento



Alla base del modello di M&M vi è la condizione di perfetta informazione. Jensen e Meckling (1976) ritengono che la scelta della struttura finanziaria sia influenzata dalla presenza di asimmetrie informative che determinano problemi di agenzia. Secondo i due studiosi la funzione di utilità dell'insider, ossia il manager/imprenditore, è un mix di benefici monetari, rappresentati dall'ottenimento di dividendi, e non monetari (prestigio, potere, sicurezza del posto). Nel momento in cui egli cede delle quote ad outsiders, si verifica una tendenza ad utilizzare le risorse dell'impresa per ottenere benefici non monetari poiché il ritorno di un eventuale investimento dovrebbe essere diviso con i nuovi azionisti.

Si creano, dunque, due situazioni di inefficienza:

-ex-ante, nella scelta di progetti che richiedono uno sforzo minore e sono meno profittevoli  
-ex-post, a causa del minore impegno del manager che determina un problema di azione nascosta

I potenziali investitori, ossia gli outsiders a cui cede delle quote della azienda, sono consapevoli di queste inefficienze e chiedono uno sconto sul prezzo delle azioni che determina una riduzione del valore dell'impresa. Tale decremento di valore ricade sull'insider e rappresenta un Costo d'Agenzia del Capitale. L'imprenditore, ora sia principale che agente, mette in atto azioni di monitoring e bonding per ridurre questi costi di agenzia, accettando di sottoporsi ad un controllo più stringente da parte degli outsiders, consapevole di limitare in questa maniera l'underpricing e che l'ingresso di nuovi finanziatori permetterà alla sua impresa di crescere maggiormente.

Questa situazione si può risolvere con il debito? Anche l'indebitamento presenta dei costi di agenzia dovuti al fatto che l'imprenditore andrà a scegliere progetti rischiosi con alto rendimento perché il rischio è tutto a capo dei creditori, i quali, consapevoli di questo atteggiamento, concederanno un minore finanziamento o richiederanno un tasso d'interesse maggiore. Permane, dunque, una situazione di inefficienza ex-ante. Nel modello si ha evidenza che non si verifica inefficienza ex-post: il debito, infatti, ha una funzione disciplinante sul manager che raggiungerà un livello di sforzo ottimale.

Jensen e Meckling giungono alla conclusione che la struttura proprietaria ottimale è rappresentata da una frazione di Inside e Outside Equity e una frazione di debito ed è quella che minimizza i costi di agenzia. In particolare, essi affermano che è preferibile ricorrere al debito o mantenere alta la quota di Inside Equity nel momento in cui l'impresa dispone di alta liquidità, ha poche opportunità di crescita e lo sforzo del manager è fondamentale per la riuscita del progetto. Ciò si verifica nei settori dei media, del petrolio, della ristorazione e in quelli regolamentati. Al contrario, nei settori dell'elettronica, ICT e Bio-tech, che hanno più ampi margini di crescita, è preferibile quotarsi e incrementare la frazione di Outside Equity.

Myers e Majluf (1984) hanno sviluppato una teoria sulla struttura finanziaria delle imprese, evidenziando l'importanza dell'asimmetria informativa tra manager e investitori. In questo modello, in assenza di asimmetrie informative, l'emissione di azioni avviene a un prezzo giusto e l'impresa riesce a finanziare progetti con valore aggiunto positivo. Tuttavia, quando c'è

asimmetria informativa, il manager, avendo più informazioni sui progetti, può influenzare il prezzo delle azioni, portando a decisioni di investimento inefficienti.

A differenza del modello di Modigliani e Miller, qui non si parla di separabilità tra decisioni di investimento e finanziarie. Se il manager agisce solo nell'interesse degli azionisti esistenti, l'asimmetria informativa può portare a un underpricing delle azioni e decisioni di investimento inefficienti.

La scelta del manager di emettere nuove azioni per finanziare il progetto indica che il valore di quest'ultimo è superiore a quello degli asset attuali dell'azienda, suggerendo una possibile sopravvalutazione dell'azienda. I nuovi azionisti, consapevoli della differenza di informazioni, reagiscono richiedendo uno sconto sul prezzo delle azioni. Questo sconto rappresenta risorse che non vengono direttamente reinvestite nell'azienda e non possono essere utilizzate per nuovi progetti. Nel caso in cui lo sconto richiesto superi il valore aggiunto del progetto, il manager si troverebbe nell'obbligo di rinunciare a finanziare un progetto con un NPV positivo, Dunque, l'underpricing genera un problema di underinvestment.

Si viene a creare una trappola finanziaria, risolvibile attraverso fonti di finanziamento alternative come finanziamenti interni e debito, con la teoria del pecking order che sottolinea l'uso delle fonti più economiche prima di quelle più costose. Le fonti interne, come gli utili non distribuiti, sono preferite al debito per evitare costi di agenzia dovuti all'asimmetria informativa. Il finanziamento bancario è preferito all'emissione diretta di azioni per la capacità delle banche di ridurre le asimmetrie e inviare segnali positivi al mercato, aumentando il valore dell'impresa.

È interessante notare che la gerarchia tradizionale delle fonti di finanziamento non è sempre rigidamente seguita, dando così origine a quello che viene definito il "Pecking Order allargato". Questa teoria si propone di esplorare in modo più dettagliato la sequenza gerarchica delle fonti di finanziamento, considerando contesti specifici come imprese che operano nelle nuove tecnologie, piccole e medie imprese, e mercati finanziari sia nei paesi sviluppati che in quelli in fase di transizione. Inoltre, si prende in considerazione la relazione della teoria con il ciclo di vita dell'impresa.

Nello specifico, il Pecking Order allargato mira a fornire un quadro più completo e adattabile, tenendo conto delle caratteristiche e delle esigenze specifiche di diverse categorie di imprese e dei mercati finanziari in cui operano. Questo approccio più flessibile è particolarmente utile per

comprendere come le imprese, in contesti diversificati e in differenti fasi del loro sviluppo, gestiscano le decisioni di finanziamento e le scelte relative alla struttura del capitale.

Hogan e Hutson (2015) si focalizzano sull'analisi della struttura finanziaria delle aziende attive nel settore delle nuove tecnologie, evidenziando una preferenza per l'impiego di fonti di finanziamento interne rispetto a quelle esterne. Nel contesto delle fonti esterne, queste imprese mostrano una propensione maggiore per l'equity rispetto al debito. Questa tendenza può essere attribuita all'elevata asimmetria informativa caratteristica di tali aziende, dove la complessità delle loro attività rende le istituzioni finanziarie più restie nel concedere prestiti, e ai manager azionisti che hanno una maggiore propensione a cedere il controllo ricorrendo all'equity attraverso il coinvolgimento di imprese di venture capital.

Le piccole e medie imprese, non avendo obblighi di trasparenza, sono percepite come più rischiose e avranno più difficoltà a ricorrere al debito. In esse si manifesta una conferma del Pecking Order tradizionale, in quanto ricorreranno in primis all'autofinanziamento e alle risorse personali dei soci e solo successivamente e per necessità al debito e all'equity. Una spiegazione di ciò viene data da Sanchez-Vidal e Marin-Ugedo (2005) che sostengono che queste imprese hanno spesso una conduzione familiare e sono più restie a cedere il controllo ad azionisti esterni.

Per quanto riguarda i paesi in fase di transizione, è possibile delineare distinzioni significative tra la realtà cinese e quella dell'Europa centrale. Nel contesto cinese, si osserva l'assenza di asimmetrie informative tra gli azionisti preesistenti e i nuovi, poiché entrambi coincidono con lo Stato. In questo scenario, la sequenza di finanziamento segue il percorso dei profitti trattenuti, seguiti da equity e debito. Le imprese cinesi che registrano maggiori profitti tendono a fare un uso prevalente delle fonti interne, come sottolineato da Chen e Strange (2005).

Dall'altra parte, nell'Europa centrale, i costi associati all'equity sono percepiti come relativamente bassi. La sequenza di finanziamento rilevata da Delcours (2007) segue il percorso degli utili risparmiati, seguiti da equity e debito.

Il ciclo di vita dell'impresa innovativa, focalizzato sul prodotto o sull'impiego di nuove tecnologie di produzione, si presta a una versione estesa del Pecking Order. Riprendendo Damodaran (2006), si evince che in ciascuna fase dello sviluppo aziendale, la politica di finanziamento mira a minimizzare i costi derivanti dalle asimmetrie informative con gli stakeholders. Nella fase costitutiva, l'impresa si affida al capitale familiare e a prestiti

bancari. Con una crescita rapida e crescenti rischi, le imprese si rivolgono ai Venture Capitalists, seguite da un'offerta pubblica iniziale ed emissioni obbligazionarie durante la fase di forte crescita. Nelle fasi di maturità, l'azienda può fissare elevati rapporti di pay-out grazie all'esuberanza di utili, mentre nella fase di declino si procede al rimborso dei finanziatori, e la problematica delle asimmetrie informative perde rilevanza in quanto l'impresa non necessita più di nuovi capitali.

### 1.3 MECCANISMI DI GOVERNANCE

Un buon sistema di governance è favorito da meccanismi interni ed esterni che facilitano la risoluzione di problemi di agenzia e i conflitti di interesse tra i vari stakeholder. Verranno di seguito elencati e approfonditi tali aspetti.

Meccanismi esterni:

*-Scalata e proxy fight:* permettono il trasferimento del controllo dell'impresa. Il controllo viene definito da Shleifer e Vishny (1986) un bene pubblico poiché gli azionisti hanno un basso incentivo a sostenere sforzi per controllare l'amministrazione, in quanto esso richiede un alto costo in termini di sforzo e genera un beneficio minore. Dunque, il controllo permette benefici privati ai manager che metteranno in atto comportamenti di tunneling per incanalare le risorse dell'impresa nelle proprie tasche. La scalata è il meccanismo attraverso il quale un azionista cerca di acquisire le quote al fine di poter imporre le proprie decisioni e disciplinare il management. Si tratta però di un'azione che richiede un elevato sforzo economico, quindi alle volte viene preferita la proxy fight, ossia la guerra delle deleghe, con cui il potenziale scalatore richiederà le deleghe degli altri azionisti per poter avere maggior potere decisionale. Gli amministratori, tuttavia, possono intraprendere alcune azioni di difesa per evitare la scalata: *-“pillole avvelenate”:* deliberare un aumento di capitale o concedere azioni a prezzo scontato per far aumentare il costo della scalata.

*-“terra bruciata”:* vendere asset a valore inferiore per ridurre valore dell'impresa e renderla meno appetibile allo scalatore.

*-“Greenmail”:* pagare lo scalatore per farlo desistere.



-Paracadute d'oro: i manager si attribuiscono una liquidazione elevata in caso di buona uscita.

-*Pressione competitiva sul mercato dei beni e dei manager*: la concorrenza incentiva l'efficienza poiché non ci sarà la tendenza a spendere la liquidità per benefici privati, a differenza di un settore monopolistico in cui le rendite generate vengono appropriate dal management, come osservato da Hart (1983). Allo stesso tempo, Fama (1980) osserva che la presenza di numerosi manager sul mercato permette una rapida sostituzione in caso di risultati non in linea con le aspettative. Fama e Jensen (1980) affermano che la competizione sul mercato dei manager è possibile quando si verifica "Pay-for-Performance", ossia quando il manager è remunerato in base ai risultati ottenuti. Tuttavia, è centrale anche il ruolo della reputazione dei managers che risulta essere più forte del "Pay-for-Performance" ma perde efficacia a fine carriera.

-*Contesto legislativo e istituzionale*: i conflitti sono regolati attraverso codici e leggi in base al contesto in cui opera l'impresa.

Meccanismi interni:

-*Consiglio di Amministrazione*: rappresenta l'organo rappresentativo della democrazia degli azionisti, viene nominato dall'assemblea degli azionisti e ha il compito di scegliere i manager e controllarne l'operato in modo che non ci siano conflitti con gli stakeholder e di esaminare gli aspetti strategici e finanziari dell'impresa. È costituito da amministratori esecutivi e non esecutivi, amministratori esterni o indipendenti che non hanno e non hanno avuto relazioni con la società, neanche indirettamente, e amministratori con e senza azioni.

-*Schemi di retribuzione dei manager*: la teoria dell'agenzia suggerisce di collegare la retribuzione del manager alle sue prestazioni al fine di allineare i suoi interessi con quelli della proprietà. Lo stipendio del manager comprende una parte fissa e una variabile legata ai risultati. Quest'ultima prevede un bonus associato al conseguimento di obiettivi di breve termine e premi azionari, ossia azioni vendute ad un prezzo scontato. In aggiunta, il pacchetto di retribuzione del manager può includere le "stock options", vale a dire il diritto di acquistare le azioni della società ad un prezzo prefissato entro un periodo determinato.

-*Large Shareholders e Investitori istituzionali*: si parla di Large Shareholders quando una quantità sostanziale di azioni di una società è posseduta da un singolo individuo o

organizzazione, mentre di Investitori istituzionali nel caso di fondi d'investimento, fondi pensione, banche o assicurazione che effettuano investimenti continui acquisendo quote di altre società. Essi hanno la capacità di influenzare l'orientamento della società mediante l'esercizio dei diritti di voto e la minaccia di cedere le proprie azioni. Sono, inoltre, motivati a svolgere attività di monitoraggio per prevenire il fenomeno del free riding e a migliorare la gestione aziendale al fine di accrescere il valore delle loro quote, a differenza del piccolo azionista che non è incentivato a svolgere l'azione di monitoring perché non ha una quota sufficientemente grande da poter rendergli conveniente sostenere i costi necessari per il controllo. L'importanza positiva dei Large Shareholders è stata evidenziata da Shleifer e Vishny (1986). Secondo questa analisi, è emerso che maggiore è la percentuale di proprietà detenuta dai Large Shareholders, tanto più elevato sarà il profitto atteso della società.

*-Struttura dei diritti di voto:* nelle società quotate tutte le azioni hanno diritto a una frazione di dividendo uniforme e partecipino con pari diritti alle decisioni assembleari, seguendo il principio one-share-one-vote. Tuttavia, in alcune situazioni, si riscontrano azioni suddivise in due classi, definite dual class shares. In queste circostanze, la prima classe ha diritto di voto, eventualmente multiplo o plurimo, mentre la seconda classe non dispone di diritto di voto o ha un voto singolo.

Grossman e Hart (1988) hanno formulato un modello che suggerisce che la struttura di voto azioni con diritti di voto e dividendi uniformi. Tale struttura obbliga chi vuole ottenere il controllo ad acquisire una quota di proprietà proporzionata alla quota di controllo. I due autori affermano che, indipendentemente dalle capacità del manager attuale, la struttura dual class porterà l'impresa ad essere gestita da quello incapace, mentre la one-share-one-vote faciliterà il cambio di controllo nella giusta direzione, mantenendo il manager capace o sostituendo quello incapace. Tuttavia, si verifica un'eccezione a quanto detto in precedenza nel momento in cui i benefici privati sono molto rilevanti e il contenuto di valore va oltre a quello incorporato negli asset, come nei settori dell'editoria, nel mondo dello spettacolo e dello sport.

*-Disciplina del debito:* il debito limita i costi di agenzia del capitale riducendo il fabbisogno di outside equity che è la fonte di finanziamento più costosa, genera uno scudo fiscale (Modigliani e Miller, 1963), mitiga l'asimmetria informativa a causa del controllo delle banche (Myers e Majluf, 1984) e induce il manager a mettere in atto lo sforzo ottimale, riducendo i conflitti tra insiders e outsiders (Jensen e Meckling, 1976).



# **CAPITOLO 2**

## **BUSINESS CALCIO**

### **2.1 CALCIO DAGLI ALBORI ALLA DIFFUSIONE NEL 20° SECOLO**

Il calcio è un fenomeno che ha attraversato un'evoluzione sorprendente dai suoi umili albori agli splendori odierni. Questo sport, nato nelle strade e nei campi di gioco improvvisati di città e paesi, ha attraversato una trasformazione straordinaria nel corso dei decenni, passando da un semplice passatempo a una delle industrie più lucrative del mondo.

Il calcio, nella sua forma rudimentale, ha radici antiche che affondano in diverse culture e periodi storici. Prime tracce dell'utilizzo di un oggetto sferico come forma di svago e divertimento possono essere ritrovate già in Grecia nel IV secolo a.C. dove si praticava l'episkyros, in Oriente nel III secolo a.C. e, successivamente, in epoca romana, dove l'Harpastum era parte integrante dell'allenamento dei gladiatori ed era giocato dalle legioni a presidio dei confini; ci sono incredibili testimonianze del primo match della storia giocato nel 276 d.C. che vide la vittoria dei britannici contro i romani per 1-0.

Si ritrovano tracce anche nell'Europa medioevale in Francia e Gran Bretagna e nell'Italia rinascimentale, in particolar modo a Firenze dove, durante il Carnevale del 1530 e nonostante la città fosse assediata dalle truppe di Carlo V, alcuni cittadini improvvisarono una partita di Calcio in Costume.

In età moderna il football nella sua forma medioevale e rinascimentale era stato vietato a causa della brutalità delle sue regole che spesso portava a gravi infortuni e danni ad abitazioni e locali nelle vicinanze del campo. Nonostante ciò, nelle scuole inglesi era rimasta viva la passione per questo sport e l'unico modo per renderlo meno violento era codificare un regolamento che ne definisse i confini e ne stabilisse chiaramente le modalità di gioco. Fu a Cambridge, presso il Trinity College, che nel 1848 si stilò il primo regolamento del calcio moderno; negli anni successivi fu aggiornato e si stabilirono alcune regole che lo differenziarono dal rugby, come l'impossibilità di placcare e prendere la palla con le mani, si decise il numero di componenti di ciascuna squadra, il tempo di gioco, una prima forma rudimentale del fuorigioco e si introdusse la figura dell'arbitro.

Il 24 ottobre 1857 due giocatori di cricket, Nathaniel Creswick e William Prest, fondarono lo Sheffield Football Club, ancora in attività e riconosciuto dalla FIFA come club ufficiale più antico del mondo. Tre anni più tardi, il 26 ottobre 1860, presso lo stadio Sandygate Road di Sheffield si giocò la prima partita ufficiale della storia del calcio tra Sheffield e Hallam. Il 26 ottobre 1863 nacque a Londra la Football Association (FA), la più antica federazione calcistica al mondo, che organizzò nella stagione 1871-1872 la FA Cup, prima competizione organizzata a carattere nazionale. Per evitare conflitti tra le squadre appartenenti a diverse federazioni era necessaria la presenza di un organo che avesse il compito di definire regole comuni e la possibilità, ove necessario, di apportarvi modifiche; ciò portò le quattro federazioni calcistiche del Regno Unito a fondare nel 1882 l'IFAB (International Football Association Board) che tuttora rappresenta il riferimento per tutte le federazioni nazionali per quanto riguarda gli aspetti regolamentari del gioco. Verso la fine del 19° secolo il calcio arrivò nel resto d'Europa e in Sud America grazie alla ricca rete commerciale inglese e all'influenza dei marinai e ufficiali britannici all'estero. Intorno al 1860, una compagnia inglese ebbe l'incarico di costruire una rete ferroviaria in Argentina, partendo da Buenos Aires e collegando altre città lungo le rive del Rio della Plata mentre a Montevideo, capitale dell'Uruguay era frequente l'esportazione di frigoriferi inglesi. Le due nazioni conobbero dunque il football contemporaneamente.

In Brasile, il calcio fu introdotto da Charles Miller, un nativo di San Paolo figlio di un cittadino inglese che aveva studiato in Inghilterra e, al suo ritorno in Brasile, portò con sé un pallone da calcio. Iniziò a diffondere il gioco tra i suoi coetanei, principalmente nello Stato di San Paolo e tra la popolazione di discendenza europea. Successivamente, il calcio si aprì anche a neri e meticci, e in un paese che non aveva conosciuto conflitti razziali significativi, questi gruppi guadagnarono un ruolo importante nel calcio brasiliano. Come detto in precedenza e come dimostrato in Sud America, la fitta rete commerciale inglese svolse un ruolo chiave nella diffusione di questo sport; non è un caso, dunque, che anche in Europa le città in cui furono fondate le prime squadre furono quelle con grandi porti commerciali o militari: Le Havre in Francia e Huelva in Spagna nel 1872 e Genova in Italia nel 1893. In Svizzera e Germania, invece, lo sviluppo si deve ai frequenti scambi culturali con l'Inghilterra e alla presenza di studenti elvetici e tedeschi nei college britannici.

Dunque, all'inizio del 20° secolo, nonostante i mezzi di comunicazione non fossero sviluppati come al giorno d'oggi, il calcio era penetrato nella cultura di buona parte del mondo.

## 2.2 IL BUSINESS CALCIO: peculiarità del settore

Storicamente i club di calcio sono nati con una finalità ludica e non lucrativa: le prime squadre erano state fondate da giocatori-soci che cercavano di promuovere la pratica sportiva senza alcun interesse economico che facesse da contorno; si potevano assimilare ad associazioni mutualistiche le cui uniche esigenze economiche erano rappresentate dalla copertura dei costi di gestione. In Italia lo strumento giuridico che definiva i club era l'associazione non riconosciuta che tuttora costituisce la forma organizzativa di molte squadre dilettantistiche. Col passare degli anni, invece, il calcio ha assunto i caratteri di uno spettacolo con un seguito sempre crescente e ciò ha determinato la possibilità e la necessità di introdurre una quantità di capitali che la forma di associazione non riusciva a garantire. In Inghilterra, già nel primo dopoguerra, la maggior parte dei club aveva assunto la forma di Società a Responsabilità Limitata (Srl), mentre in Italia solo a partire dal 1966 la FIGC ha deliberato lo scioglimento delle vecchie associazioni militanti nei campionati professionistici e la loro ricostruzione sotto forma di Società per Azioni o Società a Responsabilità Limitata. A questa delibera fece seguito una seconda che prevedeva l'adozione di uno statuto tipo che tutte le società calcistiche avrebbero dovuto adottare che specificava il divieto di perseguire fini di lucro e quindi l'obbligo di redistribuire eventuali utili ai soci. Con la legge n. 91 del 23 marzo 1982 venne imposta a tutte le associazioni sportive che impiegavano atleti professionisti la forma di Spa o Srl. La legge n.586 del 1996 introdusse lo scopo di lucro per le società sportive che sancì il passaggio del calcio professionistico ad un sistema orientato al business e abolì il vincolo sportivo su cui si basava il rapporto tra atleta professionista e società. Le società, infatti, avevano un'ampia discrezionalità nella gestione del contratto del giocatore che non poteva recedere unilateralmente dall'accordo e non aveva possibilità di scelta riguardo al suo passaggio in un altro club. Attraverso l'abolizione di tale vincolo si passò ad un regime contrattualistico in cui il calciatore non era più un bene di proprietà del club ma poteva far valere la propria forza contrattuale. Tuttavia, il legislatore decise di garantire ai club un indennizzo denominato *indennità di preparazione e di promozione*: le società che volevano acquisire le prestazioni di un giocatore in scadenza di contratto avrebbero dovuto pagare una quota alla società proprietaria del cartellino; tutto ciò poneva un limite al libero arbitrio dei calciatori che spesso si ritrovavano a sottostare ai ricatti del club di appartenenza. Caso emblematico quello del calciatore belga del RFC Liegi Jean-Marc Bosman il cui contratto sarebbe scaduto al termine della stagione. Prese accordi per trasferirsi al Dunkerque che però non accettò di pagare l'indennizzo al Liegi. Il trasferimento saltò e il giocatore fu messo fuori rosa dal suo club con

uno stipendio ridotto del 60%. Bosman si rivolse alla Corte di giustizia dell'Unione Europea per far valere i suoi diritti di lavoratore e la sentenza, emessa il 15 dicembre del 1995, stabilì l'illegittimità dell'indennità di preparazione e permise a tutti i giocatori dell'Unione Europea di trasferirsi gratuitamente alla scadenza del contratto in un altro club appartenente all'UE. Fu un avvenimento rivoluzionario che capovolse i rapporti di forza allora esistenti: furono abbattute le barriere geografiche sul calciomercato, aumentò il potere contrattuale dei giocatori e si generò un sostanziale aumento dei costi a cui seguì una ricerca di nuove fonti di ricavo e di finanziamento.

La sentenza Bosman ha, dunque, permesso una maggiore integrazione europea e ha reso maggiormente consapevole la funzione dell'ordinamento giuridico in ambito sportivo, favorendo il libero trasferimento dei giocatori ai quali, da quel momento in poi, vennero riconosciuti gli stessi diritti dei lavoratori. Questa sentenza, perciò, rimarrà per sempre un elemento fondamentale nella storia del calcio europeo, con ripercussioni significative a livello gestionale: essa, infatti, ha portato a ridefinire il modello di business dello sport, assieme al coinvolgimento sempre maggiore degli sponsor e dei media. L'immissione di denaro avvenuta tramite questi ultimi, specialmente per quanto riguarda la televisione a pagamento, è assai elevata e ancora attualmente in continua evoluzione, facendo sempre più tramutare lo spettacolo sportivo in un format televisivo (Mancin, 2009). Una delle principali conseguenze della sentenza fu il venire meno di una delle principali fonti di reddito dei piccoli club, ossia la possibilità di richiedere un indennizzo per un giocatore in scadenza di contratto. Per aiutare i club il governo approvò, nel 1996, una legge che trasformò tutti i club professionistici in S.p.a, in modo da facilitare lo svolgimento di altre attività economiche e obbligarli ad essere finanziariamente più trasparenti. Venne anche approvato un decreto spalma perdite che permetteva ai club di poter iscrivere a bilancio nell'attivo anche i giocatori in scadenza di contratto. In seguito, il governo ratificò il decreto salva-calcio per consentire ai club di inserire all'attivo il valore dei giocatori sotto contratto e ammortizzarlo in un periodo di dieci anni.

La Gazzetta dello Sport nel 2009 ha giustificato le difficoltà finanziarie del calcio italiano alla luce del processo di europeizzazione iniziato con la sentenza Bosman, che aveva portato i club ad investire in calciatori stranieri piuttosto che nello sviluppo di giovani italiani. Croci, Porro e Russo (2011) danno evidenza di una ridotta competitività del campionato italiano in seguito alla sentenza:

- dal 1982 al 1999, con l'eccezione del 1989, la Serie A occupava il primo posto della classifica stilata dall'UEFA per quanto riguarda i campionati europei. Dal 2000 al 2023 è stata sorpassata dal campionato tedesco, spagnolo e inglese;

-dalla stagione 1999-2000 la Serie A ha portato in finale di Champions un club solo 8 volte, contro le 15 della Liga spagnola e della Premier League inglese;

e sostengono che non vi è nessuna evidenza numerica di quanto detto dalla Gazzetta dello Sport. Anzi, affermano che, in seguito alla sentenza, i club italiani hanno cercato di inseguire il successo sostenendo maggiori spese nell'acquisto dei calciatori migliori, ritenendo di poter raggiungere maggiori successi sportivi e di conseguenza incrementare i ricavi in seguito alla vendita dei diritti televisivi. Questo circolo virtuoso presentava, tuttavia, un alto tasso di rischio: il valore degli ingaggi pagati, infatti, è aumentato di conseguenza e la scarsa diversificazione delle fonti di reddito ha reso insostenibile questa strategia, relegando il campionato italiano ad un ruolo marginale.

Un importante assist alla trasformazione del calcio da sport a business fu servito dalla possibilità di reperire capitali dal mercato azionario; tale fenomeno ha origini nell'Inghilterra degli anni '80 (il Tottenham fu la prima società ad entrare in Borsa nel 1983), mentre in Italia solo l'abolizione del divieto di lucro del 1996 e la privatizzazione della Borsa dei Valori del 1997, che eliminò l'obbligo di tre bilanci in utile, hanno permesso alla Lazio, seguita da Roma e Juventus, l'ingresso nel mercato azionario. La quotazione rappresenta un'importante fonte di finanziamento ma allo stesso tempo comporta per le società calcistiche un maggiore rigore economico-finanziario e una diversificazione della propria attività; questo ultimo aspetto assume una grande rilevanza dal momento che alcuni studi (Manniello, 2003 e Pinzuti, 2007) hanno dimostrato che i titoli calcistici dei club italiani risentono più del risultato sportivo che dell'andamento della Borsa; in particolar modo, risulta esserci una correlazione maggiore tra risultato negativo e andamento del titolo e il buon andamento sembra essere preceduto tendenzialmente da un buon risultato ma non è sempre vero che un buon risultato comporti un buon andamento. Un altro strumento utilizzato è il Dow Jones STOXX Index Football, creato nel 2002 dalla STOXX Ltd, che ha evidenziato che vi era effettivamente una correlazione tra risultato e titolo sportivo e che tale correlazione fosse più rilevante per i club che avevano un core business prevalentemente legato al calcio. Ciarrapico, Cosci e Pinzuti (2010) hanno dimostrato che il titolo dei club europei risente del risultato, approssimato come differenza reti, in ambito internazionale (Champions League e Coppa UEFA), al netto dell'andamento



dell'indice generale della Borsa. Gli autori suggeriscono che l'elevata volatilità e l'alto rischio dei titoli calcistici tengano lontano gli investitori istituzionali ma non l'investitore-tifoso, spinto dal legame quasi sentimentale con il proprio club, e gli speculatori finanziari, alla ricerca di profitti. La performance sportiva potrebbe influire anche indirettamente sulle azioni con l'ausilio di variabili economiche (spendo di più, vinco, ricavo di più, genero utili, titolo si alza), tuttavia si ritiene che un migliore andamento in borsa dovrebbe essere garantito da una più oculata gestione aziendale e non dalla ricerca della vittoria: la storia ha dimostrato che anche Davide può battere Golia (anche se questo succede sempre meno) e che gli investimenti in top player non sempre generano vittorie. Tuttavia, la quotazione in borsa è diventata presto poco attraente a causa del crollo del prezzo delle azioni, rendimenti sugli investimenti limitati e costi elevati associati alla presenza sul mercato azionario. Molti club, dunque, hanno fatto ricorso al delisting nel corso degli anni.

Un altro aspetto unico che caratterizza l'industria calcistica è la mancanza d'interesse delle singole aziende ad ottenere un ruolo monopolista, circostanza naturalmente riconducibile al venir meno dell'interesse degli stakeholder verso il settore. In una simile visione i club manifestano interesse al mantenimento delle imprese rivali ritrovando nel fenomeno della concorrenza lo stimolo al cambiamento migliorativo nella ricerca di quel vantaggio competitivo che si traduce nella creazione di valore (Golinelli, 2000). Della stessa opinione è Pezzoli (2000) il quale ritiene che mentre nelle altre industrie si trae vantaggio dalle performance negative dei competitor, in quella calcistica è necessaria un'alta competitività dell'avversario. Questo perché, secondo Neale (1964), la peculiarità dell'industria sportiva è che i club realizzano un prodotto che richiede il completamento congiunto di due processi produttivi da parte di almeno due imprese diverse.

Ciascuno sport presenta tre aspetti principali che sono legati in maniera dinamica: equilibrio competitivo, incertezza del risultato e sistema di regole. Un elevato equilibrio competitivo, infatti, determina un'alta incertezza del risultato che a sua volta genera l'interesse dei diversi stakeholder (in primis, spettatori, media e sponsor) verso la competizione (Rottemberg, 1956); allo stesso tempo occorre fissare regole specifiche e comunemente accettate sia per gli aspetti organizzativi sia per quelli procedurali al fine di incrementare l'interesse economico e l'attenzione sociale verso l'intero sistema calcistico e garantire una maggiore spettacolarità dell'evento. Il concetto di *competitive balance* parte dall'idea che l'equilibrio è necessario in una competizione affinché questa sopravviva nel tempo; al contrario una lega poco competitiva

in cui si manifesta la dominanza di una o poche squadre può far perdere l'interesse dei tifosi e danneggiare finanziariamente l'intero sistema (Gerrard, 1999).

Giudice (2020) si sofferma, inoltre, sulla forza della brand loyalty: infatti, a differenza di un cliente di un bene o servizio tradizionale, soggetto a campagne di marketing finalizzate a orientarne le preferenze, il consumatore del prodotto calcio mantiene una certa rigidità a modificare le proprie scelte. Tuttavia, ci sono diversi segmenti di tifosi e a tal proposito Samra e Vos (2014) attuano una distinzione tra tifoso temporaneo, devoto e fanatico in base al loro grado di loyalty, mentre Mullin et al. (2000) differenziano in base all'intensità di consumo tra:

- Non consumatori: scelgono consapevolmente o inconsapevolmente di non assistere ad eventi sportivi;
- Consumatori indiretti: partecipano indirettamente attraverso media (TV, radio, internet);
- Consumatori leggeri: assistono a 1-4 partite a stagione;
- Consumatori moderati: assistono a 5-12 partite a stagione;
- Consumatori frequenti: assistono a 13-24 partite a stagione;
- Consumatori pesanti: assistono a più di 25 partite a stagione.

Sempre Giudice (2020) ritrova un'altra peculiarità del settore relativa alla possibilità che *new entrant* riescano a penetrare nel mercato. L'autore afferma che il modello della startup non è diffuso nel calcio proprio a causa di un tifo ormai fortemente radicato e l'ingresso di un nuovo investitore nell'industria calcistica può avvenire in un club già affermato, senza la necessità di fondarne uno ex novo.

Nell'esplorare le similitudini tra le società di calcio e le aziende, un aspetto centrale da considerare è la complessità delle loro strutture finanziarie, caratterizzate da un intricato intreccio di costi e ricavi. Come nelle imprese tradizionali, le società calcistiche devono affrontare una serie di voci di spesa e introiti, ciascuna con il potenziale di influenzare in modo significativo la loro sostenibilità economica. Dall'analisi dettagliata di queste componenti finanziarie emergono parallelismi interessanti, offrendo un'opportunità unica per comprendere le sfide e le opportunità condivise tra due mondi apparentemente distinti, ma collegati dalla necessità di gestire efficacemente il bilancio e garantire una redditività duratura. Di seguito le principali voci di ricavo di una società calcistica:

*-ricavi da gare:* costituiscono il fondamento economico delle società calcistiche, abbracciando un ventaglio di opportunità finanziarie che vanno oltre la semplice vendita di biglietti. La commercializzazione degli eventi non si limita alla singola transazione di ingresso, ma si estende ai vantaggi derivanti dalla vendita di abbonamenti stagionali, pacchetti hospitality e servizi connessi. L'esperienza dello stadio diventa così un importante pilastro economico, dove la capacità di creare atmosfere coinvolgenti, intrattenere il pubblico e sfruttare le attività di marketing è determinante. La gestione strategica della logistica degli eventi, la fidelizzazione dei tifosi e la creazione di esperienze memorabili contribuiscono a massimizzare non solo i ricavi immediati, ma anche il valore a lungo termine dell'affiliazione della tifoseria. La scelta strategica di giocare in uno stadio di proprietà riveste un'importanza cruciale per l'incremento del fatturato, un'opzione adottata in Italia solo da tre club. Diversamente da nazioni come Germania e Francia, che hanno sfruttato la possibilità offerta dall'ospitalità di grandi eventi sportivi, i Mondiali del 2006 e Euro 2016 rispettivamente, per rinnovare o costruire nuove strutture, gli stadi italiani conservano ancora le caratteristiche di quelli utilizzati durante il Mondiale del 1990, caratterizzati dalla presenza ingombrante della pista di atletica e da un'evidente obsolescenza infrastrutturale. La mancanza di un intervento legislativo mirato da parte del governo per agevolare la costruzione o il rinnovamento di nuovi impianti e l'inerzia cognitiva da parte delle società, talvolta riluttanti a promuovere iniziative decisive per modernizzare gli stadi, contribuisce a rallentare il progresso e a limitare l'abilità delle società calcistiche italiane nello sfruttare appieno le opportunità economiche offerte dalla gestione di uno stadio di proprietà.

*-sponsorship e ricavi commerciali:* rappresentano una fetta significativa delle entrate delle società calcistiche, costituendo un elemento chiave nella diversificazione delle fonti di reddito. Le partnership commerciali offrono ai club l'opportunità di stabilire collaborazioni strategiche con aziende di varie industrie, consentendo una presenza prominente dei marchi durante eventi, partite e su materiali promozionali. Questi accordi vanno ben oltre la semplice esposizione del logo sulle maglie, abbracciando iniziative di marketing condivise, coinvolgimento dei tifosi e campagne pubblicitarie mirate. Inoltre, i ricavi commerciali derivanti dalla vendita di merchandising, prodotti ufficiali e servizi correlati giocano un ruolo cruciale nell'ottimizzazione delle entrate. La creazione e la gestione efficace di uno store online, la progettazione di prodotti accattivanti e la promozione di esperienze uniche per i tifosi contribuiscono a massimizzare la redditività della componente commerciale.

*-diritti media:* comprendono accordi televisivi nazionali e internazionali, streaming online e altre piattaforme digitali che garantiscono la trasmissione delle partite e dei contenuti correlati.

*-plusvalenze derivanti dalla vendita di giocatori:* rappresentano un aspetto unico e complesso delle entrate delle società calcistiche. Queste plusvalenze si materializzano quando un giocatore viene ceduto a un prezzo superiore al valore residuo del costo sostenuto per acquistarlo, al netto dell'ammortamento. Questo processo, se gestito saggiamente, non solo fornisce flussi finanziari immediati, ma sottolinea anche la capacità del club di identificare, sviluppare e valorizzare i talenti. La gestione del mercato dei trasferimenti diventa un'arte strategica, poiché il club bilancia la necessità di rinforzare la squadra con la possibilità di ottenere guadagni significativi attraverso transazioni oculate. Al di là delle implicazioni economiche, questo aspetto riflette la visione a lungo termine della società nel costruire squadre competitive e sostenibili e sfruttare a pieno il potenziale del proprio settore giovanile.

All'interno delle voci di costo, le società calcistiche orientano principalmente le proprie risorse verso l'ottenimento di risultati sportivi di eccellenza. Questa strategia implica investimenti considerevoli finalizzati all'acquisizione di nuovi talenti e, spesso, comporta la presentazione di proposte contrattuali generose al parco giocatori esistente. La centralità della ricerca della qualità nel miglioramento delle prestazioni sul campo porta le società a destinare una quota significativa del proprio budget agli stipendi dei calciatori, riconoscendo che un roster di talenti può essere un determinante cruciale per il successo sportivo. La dinamica del mercato calcistico aggiunge un ulteriore strato di complessità, con l'introduzione di commissioni significative agli agenti e procuratori. Queste commissioni rappresentano un ulteriore onere finanziario, essendo una componente non trascurabile nelle trattative di trasferimento e nelle estensioni contrattuali dei giocatori. L'abilità della società nel negoziare con astuzia queste commissioni, spesso in competizione con altre squadre e agenti che cercano di ottenere le migliori condizioni possibili, diventa pertanto cruciale.

### **2.3 GOVERNANCE NEL CALCIO**

Nel corso degli ultimi trent'anni, l'industria del calcio è stata caratterizzata da una crescita continua e costante, grazie alla diffusione dei media e alla sempre maggiore copertura, su scala globale, di cui ha potuto beneficiare; si è, dunque, trasformato da un semplice sport a un vero e proprio settore dell'economia: secondo l'Ufficio Studi di Banca Ifis il settore calcio ha generato

in Italia nel 2021 78,8 miliardi di euro di ricavi, pari a circa il 3% del PIL del paese, mentre secondo lo studio dell'agenzia Euromerica Sport Marketing ha un peso stimato nel 2,5% sul PIL spagnolo.

Il report annuale dello Sports Business Group di Deloitte afferma che nella stagione 2021/2022 i primi 20 club europei hanno generato un fatturato di 9,2 miliardi di euro con il Manchester City, il Real Madrid e il Liverpool che hanno abbattuto la soglia dei 700 milioni di euro. Si tratta di una crescita esponenziale rispetto ai 1,2 miliardi di euro della stagione 1996/1997, anno del primo report stilato dalla società, segno della ormai consapevole e consolidata capacità del settore di generare ricavi. Più in generale, i cinque principali campionati europei hanno fatturato 17 miliardi di euro nella stagione 2018/2019. Tuttavia, a ciò non è corrisposto un aumento della profittabilità dei club a causa dell'elevato e crescente impatto dei costi sostenuti per appropriarsi dei migliori talenti sul mercato: la UEFA nel report di Benchmarking ha analizzato che gli stipendi dei giocatori sono saliti del 108% negli ultimi 10 anni. La pandemia ha evidenziato le carenze del settore e la necessità di una diversificazione dell'offerta, basata principalmente su attività direttamente collegate al calcio (diritti tv e introiti da match). Nelle stagioni 2019/2020 e 2020/2021 si stima che le 55 principali divisioni europee hanno registrato perdite dovute a mancati ricavi per 7 miliardi di euro su cui la chiusura degli stadi necessaria per prevenire la diffusione del Covid-19 ha impattato per circa il 68% (ReportCalcio FIGC, 2021). La situazione del calcio italiano si presenta ugualmente critica, con perdite aggregate pari a 1,4 miliardi di euro nella stagione 2021/2022 che, sommate alle due precedenti annate, portano ad un rosso complessivo di 3,6 miliardi di euro. Confrontando la stagione 2018/2019 e la media dei tre anni su cui ha pesato la pandemia si nota una diminuzione dei ricavi medi pari al 11,2% a cui paradossalmente è seguito un aumento degli stipendi del 9,6% e degli ammortamenti dovuti all'acquisto di giocatori pari al 19,5%, mentre il peso del costo del lavoro sui ricavi di vendita è passato all'84% (ReportCalcio FIGC, 2022).

Ampliando l'analisi sugli altri campionati europei, si nota che negli ultimi 20 anni solo Premier League e Bundesliga hanno ottenuto un EBIT positivo, mentre se ci si focalizza sugli utili netti il campionato inglese, leader nella generazione di ricavi in Europa e primo nel ranking sportivo stilato dall'UEFA, non ha mai raggiunto profitti dalla sua costituzione nel 1992 (Walters & Hamil, 2008).

Kearney (2010) ha analizzato le performance finanziarie dei cinque principali campionati europei, dando evidenza che Premier League, Serie A e Liga Spagnola presentavano nel 2010

un andamento che avrebbe portato entro due anni al fallimento secondo i normali standard economici.

Questo atteggiamento è spiegato dalla natura del settore, in cui si cerca di massimizzare il risultato sportivo anche a discapito di aspetti di natura finanziaria e in cui non va sottovalutato il ruolo di media e tifosi che spesso spingono i club a prendere decisioni economicamente avventate.

Secondo uno studio di Sloane (1971), i team europei hanno l'obiettivo di massimizzare una funzione di utilità  $U$  dipendente solo in parte dai profitti, definita così:

$$U = f(w, a, x, \pi),$$

dove  $w$  è la percentuale di vittorie,  $a$  la capacità di attrarre spettatori,  $x$  il livello di competitività della lega e  $\pi$  i profitti. Ciascun team opera sotto il vincolo di natura finanziaria  $\pi + F \geq \pi_0$ , dove  $F$  rappresenta i finanziamenti esterni ricevuti a prescindere dalla propria tipica attività e  $\pi_0$  il livello minimo di profitto (o perdita se negativo) che consenta al team di sopravvivere. In tale modello il proprietario ricava un'utilità che dipende dai pesi che egli attribuisce alle variabili costituenti.

Szymanski in un'analisi condotta su quaranta club inglesi ha evidenziato che le performance sportive migliori sono sintetizzate dalle spese dei club in stipendi più che dall'esborso durante le sessioni di calciomercato: l'esborso netto (acquisti meno cessioni) spiegava solo il 16% della variazione di posizione in classifica, mentre il monte ingaggi addirittura il 92%. Szymanski e Garcia del Barrio (2006) hanno analizzato il comportamento delle società inglesi e spagnole tra il 1993 e il 2005 per capire se il loro business fosse focalizzato sulla massimizzazione dei profitti o delle vittorie. Riprendendo lo studio precedente, puntare al profitto si tradurrebbe in un taglio delle spese, e dunque degli stipendi, e ciò avrebbe una ripercussione negativa sul risultato sportivo. I due studiosi hanno ipotizzato la presenza di due posizioni di classifica, una relativa al max  $\pi$  e una alla massimizzazione delle vittorie. Nello specifico, c'è stata evidenza che tutti i club spagnoli stavano agendo nell'interesse della percentuale di vittorie e mediamente arrivavano dodici posizioni sopra quella che avrebbero ottenuto invece massimizzando i profitti; colossi come Barcellona e Real Madrid sarebbero arrivati poco al di sopra della zona retrocessione e altre società gloriose e vincenti come Atletico Madrid e Siviglia sarebbero addirittura retrocesse in Segunda División qualora avessero cercato di massimizzare i profitti. Nel decennio studiato le entrate medie dei club spagnoli sono passate dai 4,3 ai 59 milioni di

euro ma la spesa per gli stipendi era quasi rimasta percentualmente stabile al 62%. Tradotto: tutte le entrate dei club non venivano reinvestite ma finivano direttamente nelle tasche dei giocatori.

In qualsiasi altro settore, una situazione finanziaria di questo tipo avrebbe causato il fallimento della maggior parte delle società; nel calcio questo non avviene e una spiegazione di ciò può essere fornita dalle caratteristiche peculiari dell'industria calcistica, vale a dire l'equilibrio competitivo, la collaborazione e la competizione, l'incertezza del risultato e la misurazione delle prestazioni (Chadwick, 2009) e dal prodotto offerto che è fondamentalmente differente da quello di altri settori.

Sono passati alla storia casi in cui società sull'orlo del fallimento sono salvate dalle autorità pubbliche, dai tifosi o da altri competitor e ciò è dovuto al fatto che ogni club di calcio ha una grande importanza sociale e culturale per la propria comunità. A sostegno della già citata cooperazione che caratterizza l'ambiente calcistico, vanno riportati i casi dell'Orient e del Borussia Dortmund; il primo, club londinese piegato dalla Grande Depressione che colpì duramente l'Inghilterra negli anni 30, fu salvato dall'Arsenal che staccò un assegno di 3450 sterline per evitarne il fallimento, il secondo, invece, ricevette dagli storici rivali del Bayern Monaco un prestito di 2 milioni di euro nel 2004 a causa di difficoltà nel pagamento degli stipendi. Allo stesso tempo, la recessione sotto il governo Thatcher negli anni 80 causò grattacapi a club inglesi medio-piccoli, i quali evitarono il fallimento grazie alla creazione, spesso da parte di tifosi, di una compagnia *fenice*, una nuova società sorta dalle ceneri della precedente dalla quale ereditava ogni aspetto, eccezion fatta per la situazione debitoria. Dunque, i club sopravvivevano a discapito dei creditori, giocatori in arretrato con gli stipendi compresi. L'Insolvency Act del 1986, emanato dopo la recessione, allentò le misure restrittive verso i debitori che prevedevano fino a quel momento un ripagamento del debito più rapido possibile; fu introdotto l'istituto dell'amministrazione controllata attraverso il quale veniva posto a capo un commissario *super partes* con l'obiettivo di risollevarne l'azienda e contemporaneamente risanare il debito. In questa situazione, le società calcistiche continuarono ad accumulare debiti, a dichiararsi insolventi e ad entrare in situazione di amministrazione controllata, senza più preoccuparsi di creare una società fenice. Tuttavia, occorre sottolineare come nel calcio inglese questa situazione abbia riguardato quasi esclusivamente club non partecipanti al principale campionato nazionale: dei 67 casi di insolvenza dal 1982 al 2010 solo uno ha riguardato una squadra di Premier League, il Portsmouth.

Ben diversa è la situazione in Italia, in cui la struttura societaria frequentemente prevedeva un singolo azionista, il presidente-mecenate, che affiancava la gestione e il controllo della squadra alle proprie attività imprenditoriali. In diversi casi la sovrapposizione tra club e imprenditore ha trascinato importanti società nel baratro: tra le più note Fiorentina e Parma hanno dichiarato bancarotta in seguito al crac delle società di famiglia, rispettivamente il gruppo Cecchi Gori e la Parmalat di Tanzi, e dal 1986 si contano oltre 175 fallimenti nel contesto professionistico. Una peculiarità dell'industria calcistica riguarda l'aspetto competitivo, diverso da quello dei settori industriali tradizionali: si tratta di un gioco a somma zero per gli attori coinvolti poiché il successo di una squadra determina sempre la sconfitta di un'altra. Dunque, il sistema di promozione e retrocessione, i premi esogeni derivanti dalla partecipazione alle competizioni europee, la pressione esercitata dai vari stakeholder (tifosi in primis) e soprattutto la correlazione esistente tra gli investimenti fatti e la probabilità di vittoria, portano i club ad effettuare investimenti oltre le proprie capacità per l'acquisto e gli stipendi dei calciatori, che comporta una situazione debitoria molto pesante per alcuni club. Questo aspetto è evidenziato nello studio di Dietl, Franck e Lang (2007) che analizzano il fenomeno dell'*overinvestment* in un contesto non cooperativo in cui manca un garante esterno che permetta una equa distribuzione del talento.

I club di calcio riescono a sostenere l'indebitamento secondo un meccanismo che ricorda quello delle banche, essi sono "too big to fail" poiché, come detto in precedenza, verrà trovato sempre un modo per salvarli dalla bancarotta. Quindi, i manager di una società di calcio, consapevoli del fatto che il club non sarà lasciato fallire, dimostrano una certa propensione al rischio nelle loro decisioni di gestione e investimento (Franck e Lang, 2012).

Dimitropoulos (2014) sostiene che l'industria calcistica riflette quelle che sono le assunzioni del primo caso di Modigliani e Miller. Secondo Andreff (2006) è un settore in cui vi è una bassa asimmetria informativa ed è praticamente nulla la possibilità di bancarotta. Lindblom et al. (2011) affermano che i manager preferiscono ricorrere al debito come fonte di finanziamento e non alla quotazione per mantenere il controllo aziendale.

De Barros et al. (2007) sostengono che un'altra problematica del settore calcistico è rappresentata dai conflitti di agenzia tra manager e proprietari, tesi portata avanti anche da Michie (2000) il quale ritiene che gli amministratori abbiano un comportamento più orientato al conseguimento di benefici privati piuttosto che agli interessi degli stakeholder. Dimitropoulos (2014), inoltre, analizzando un campione di 67 club, giunge a conclusione che



una buona governance aziendale, rappresentata da un aumento delle dimensioni del Cda e dalla separazione dei ruoli di Presidente e Amministratore Delegato, possa diminuire la leva finanziaria, così come Drobetz et al. (2004) e Haque et al. (2011) sono del parere che meccanismi efficaci di governance possano ridurre i costi di agenzia.

Quanto descritto fino ad ora pone in risalto la necessità di un buon sistema di governance a livello di club, aspetto maggiormente evidenziato dalla pandemia, che ha portato numerose società ad avere enormi perdite e livelli di indebitamento oltre le aspettative.

## **2.4 STRUTTURA PROPRIETARIA**

Il concetto di Corporate Governance, come illustrato nel Capitolo 1, si riferisce all'insieme di procedure e processi su cui si fondano le scelte di direzione e controllo di un'impresa e che servono a definire e distribuire diritti, doveri e responsabilità tra il board dell'azienda, i manager, gli shareholder e gli stakeholder. All'interno del settore calcistico, per quanto concerne i singoli club, riguarda invece le modalità con cui si gestisce l'organizzazione al fine di far coniugare il successo sportivo con quello finanziario, garantendo una sostenibilità a lungo termine.

Il Centro Studi della FIGC ha individuato due macro-modelli di sistemi di governance nel settore calcistico:

*-modello chiuso:* gli organi di controllo della società sono in mano ad uno o pochi azionisti che immettono capitale proprio. La figura del presidente-mecenate che affiancava la gestione e il controllo della squadra alle proprie attività imprenditoriali era la normalità nella Serie A del passato; alle tre big del campionato italiano, Juventus, Milan e Inter, viene spontaneo associare la famiglia Agnelli, Silvio Berlusconi e Massimo Moratti. Anche squadre meno risonanti devono il proprio successo a questa figura: Massimino a Catania, Corioni a Brescia, Ferlaino a Napoli sono solo alcuni tra gli imprenditori la cui notorietà è cresciuta grazie al calcio piuttosto che attraverso il proprio business. Tuttavia, in diversi casi la sovrapposizione tra club e imprenditore ha trascinato importanti società nel baratro: tra le più note Fiorentina e Parma sono fallite in seguito al crac delle società di famiglia, rispettivamente il gruppo Cecchi Gori e la Parmalat di Tanzi. Ancora oggi il modello vede una sua rappresentanza nel campionato italiano con una sostanziale differenza relativa ad una gestione più sostenibile e meno "spendacciona".

*-modello aperto:* negli organi interni del club sono coinvolti soggetti diversi dall'azionista di maggioranza, non sempre previsto, e gli organi direttivi sono presenziati da figure diverse rispetto ai soci. Questo sistema di governance prende il nome di *azionariato popolare* ed è tipico di Spagna e Germania.

*-modello spagnolo*

Il modello di governance tradizionale prevedeva una struttura proprietaria diffusa tra tifosi-azionisti (socios) che pagavano una quota annuale sostenendo il bilancio dei club. I socios avevano il compito di eleggere un presidente a cui venivano affidati pieni poteri. Tale struttura, tuttavia, aveva portato negli anni '80 molti club ad indebitarsi per costruire rose più forti dei competitor; per limitare questa tendenza, una legge nazionale impose ai club di organizzarsi come una società di capitali. Solo in quattro (Barcellona, Real Madrid, Athletic Bilbao e Osasuna) mantennero la struttura solidaristica poiché dimostrarono di aver raggiunto il break point nelle cinque stagioni precedenti. Nonostante questo intervento i club hanno mantenuto la tendenza all'indebitamento costringendo la federazione calcistica spagnola e il Consejo Superior de Deportes a introdurre nel 2013 un sistema di controllo e monitoraggio finalizzato a preservare la struttura finanziaria delle società. Nel contesto del calcio moderno questo modello ha il merito di non rendere il club contendibile di un eventuale acquirente esterno; sarebbe, infatti, necessario un voto favorevole della maggioranza qualificata rappresentata dalle migliaia di socios.

*-modello tedesco*

I club tedeschi sono stati associazioni senza fini di lucro fino al 1998, anno in cui la Deutscher Fußball-Bund permise la formazione di società di capitali con l'obbligo di mantenere la maggioranza in mano ai soci del club, con l'eccezione di due squadre, Bayer Leverkusen e Wolfsburg, controllate da oltre venti anni da investitori privati, l'azienda farmaceutica Bayer e la Volkswagen rispettivamente. Il modello 50%+1 tedesco, secondo molti, è la causa principale della scarsa competitività che si è venuta a creare negli ultimi anni in Bundesliga; gli ultimi undici campionati sono stati vinti dal Bayern Monaco, unica società tedesca che riesce ogni anno a stare al passo delle big europee, anche grazie all'acquisizione di quote di minoranza da parte di Audi, Allianz e Adidas che ogni anno permettono l'afflusso di capitali nelle tasche del club. Tuttavia, non tutte le squadre hanno l'attrattività e la forza del brand della squadra di Monaco di Baviera e quindi questo sistema disincentiva grandi gruppi o presidenti-mecenati ad

investire nel campionato tedesco. Senza investimenti esterni, dunque, la possibilità di crescita dei club sembra passare esclusivamente attraverso ricavi relativi alla gestione sportiva; si tratta però di cifre non troppo elevate che hanno ridotto la competitività dei club anche in Europa. Emblematico è il caso del Lipsia, acquisito nel 2009 dalla multinazionale austriaca Red Bull attraverso un lecito, ma molto criticato in patria, raggiramento del modello 50%+1: il club venne, infatti, reso di proprietà di una società a garanzia limitata costituita ad hoc con un ristretto gruppo di soci. Gli ingenti investimenti programmati hanno portato il club nel giro di otto anni dalla quinta serie a disputare la UEFA Champions League dopo un secondo posto nel campionato nazionale.

In questo momento, il modello chiuso sembra ormai obsoleto a causa dell'evoluzione dell'industria calcistica verso un modello orientato al business, come dimostrano i numeri precedentemente descritti. Un eventuale presidente-mecenate avrebbe difficoltà a garantire una sostenibilità economica senza pregiudicare l'aspetto sportivo. Al contrario, il modello aperto sembra aver garantito dall'inizio del secolo un solido equilibrio tra performance finanziaria e sportiva, come dimostrato dai club tedeschi e inglesi.

Entrando più nel dettaglio, è possibile fare un'ulteriore distinzione tra quattro modelli proprietari di una società di calcio:

*-A public business:* i club decidono di quotare i propri titoli sul mercato azionario. Tendenzialmente, la maggior parte delle quote è detenuta da pochi membri che detengono anche il controllo e prendono, dunque le decisioni più importanti in ambito sportivo e finanziario.

*-It's my party:* il club è gestito in maniera diretta da un unico proprietario che ne immette grandi risorse finanziarie e si rende protagonista di acquisti mirabolanti. Tra i principali aspetti negativi di questo modello, facilmente rintracciabile in Italia con le figure di Berlusconi e Moratti e in Inghilterra con il magnate russo Roman Abramovich, rientra sicuramente il rischio di accentrare il potere in una sola figura che potrebbe prendere decisioni istintive dettate dall'emotività e dal tifo, consapevole del fatto di poter coprire con il proprio capitale eventuali perdite a bilancio.

*-Popular club:* il club è gestito da un elevato numero di membri che apportano le risorse necessarie ed eleggono attraverso votazioni un presidente e un comitato direttivo. Tra i pro di questa soluzione c'è sicuramente la passione che guida i tifosi-soci che privilegiano il conseguimento del risultato sportivo ancor prima della massimizzazione del profitto. Tuttavia, l'azionariato popolare può determinare una forte instabilità finanziaria e gestionale mitigata,

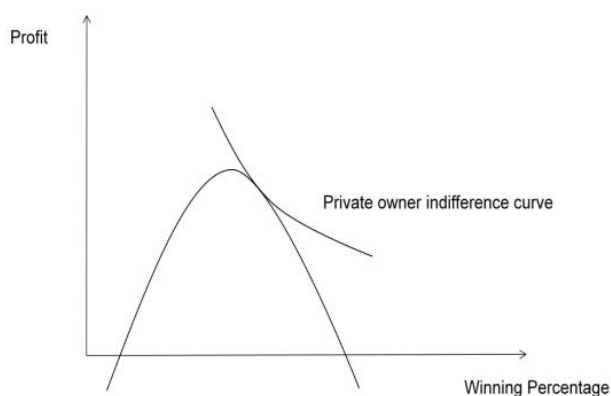
però, dal fatto che un management incapace può essere democraticamente e facilmente sostituito. Inoltre, i club con questo tipo di sistema hanno difficoltà a reperire capitali esterni poiché non possono garantire il controllo ad eventuali investitori.

-*A family affair*: è tipico dei piccoli club che vengono associati alle imprese gestite a livello familiare. Anche in questo caso il vantaggio è rappresentato dalla passionalità dei presidenti che però, alle volte, possono essere colti da un'inerzia cognitiva e non modificare il proprio *modus operandi*.

Un contributo importante all'analisi dei modelli di governance e al loro impatto sul potere di acquisto dei club è dato da Egon Franck (2010). Egli afferma che nel contesto calcistico, in cui si verifica una corsa agli armamenti per l'acquisto dei migliori giocatori, una migliore posizione competitiva non è determinata dalla redditività del club, ma dal suo potere di spesa, che dipende dalla sua capacità di generare fondi e di reindirizzarli verso il calcio. Un club in grado di attingere a fonti di denaro, che i suoi concorrenti non sono in grado di sfruttare, aumenterà la sua posizione competitiva a parità di altre condizioni. L'autore si sofferma sulle modalità con cui la struttura di governance influisce su questo aspetto. Riconosce tre modelli di governance:

-Club governato come azienda capitalistica (*Private Owned Firm*): i diritti di controllo e i diritti residui sul credito sono a capo della stessa persona. Il proprietario sopporta l'intero impatto finanziario delle sue decisioni e ha un'esposizione pubblica maggiore in quanto il giudizio dei tifosi sarà legato al conseguimento di vittorie e non dal livello di profitti raggiunto. In Figura 5 la funzione di utilità del proprietario di un club capitalistico.

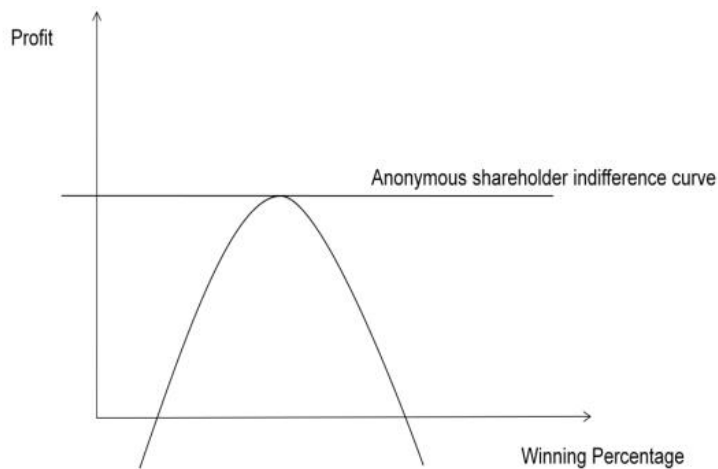
*Figura 5: funzione utilità del proprietario di un club Private Owned Firm*



Egli massimizza la sua utilità a discapito della massimizzazione dei profitti, evidenziando il trade off già accennato da Sloane.

-Club governato come una società pubblica (società per azioni con proprietà dispersa): gli azionisti, a differenza del precedente caso, hanno diritti limitati. Essi, infatti, possono eleggere l'amministrazione ma non hanno voce in capitolo nella direzione dell'azienda. Presentano una funzione di utilità diversa esclusivamente legata al conseguimento di utili, indipendente dal successo sportivo.

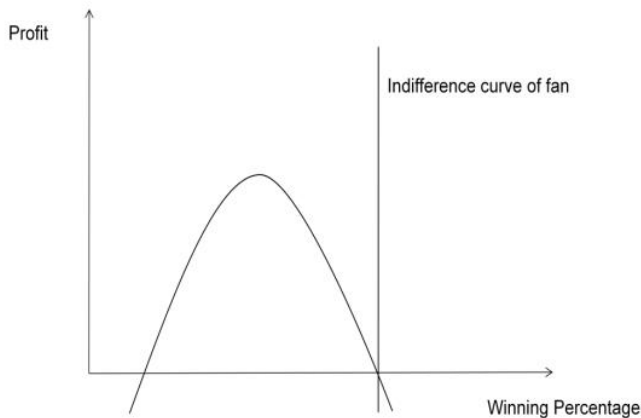
*Figura 6: funzione utilità del proprietario di un club governato come società pubblica.*



La capacità di canalizzazione di questo tipo di società, osserva Franck, sarà minore rispetto a quella capitalista poiché il generico azionista sarà meno disposto a rinunciare ai profitti per l'acquisizione di migliori giocatori.

-Club governato come associazione di soci con personalità giuridica propria (Verein tedesco): i diritti di controllo residui sono assegnati ai membri e non sono trasferibili. Essi eleggono delle figure, solitamente ex storici giocatori, che rappresentano il club nelle sedi opportune. Non è prevista la distribuzione di utili e per tal motivo la funzione di utilità dipende esclusivamente dal risultato sportivo. Quest'ultima struttura risulta essere quella che permette di utilizzare maggiormente i ricavi del club per migliorare la performance sportiva.

Figura 7: funzione utilità dei soci che governano club come associazione (Verein tedesco)



I modelli proprietari nel calcio si sono evoluti negli ultimi anni, includendo diverse forme di investimento e gestione. Un approccio sempre più diffuso è rappresentato dagli investitori stranieri, che vedono nei club calcistici un'opportunità di investimento e di crescita internazionale. Questi investitori hanno spesso l'obiettivo di migliorare la propria immagine a livello globale e catturare l'accettazione sociale e politica. Un esempio lampante è dato dalle proprietà di Manchester City (sceicco Mansour, membro della famiglia reale di Abu Dhabi), Chelsea (ex proprietario Roman Abramovich, oligarca russo) e Paris Saint German (Nasser Al-Khelaifi, presidente del fondo sovrano Qatar Investment Authority). Allo stesso tempo, si è affermato il modello di gestione attraverso fondi, in cui gruppi finanziari assumono la proprietà o una quota significativa nei club. Questo modello mira a ottimizzare la gestione finanziaria e a massimizzare i rendimenti sugli investimenti e ha riguardato club storici come AC Milan (prima Elliot Management poi fondo RedBird), Atletico Madrid (Quantum Pacific Group) e Manchester United (Baran Capital).

## 2.5 MILAN VS INTER: evoluzione del mecenatismo

L'evoluzione delle dinamiche finanziarie di Milan e Inter, nel periodo successivo al mecenatismo di Berlusconi e Moratti, è stata fortemente influenzata dalle decisioni di governance adottate dai rispettivi club. Questo periodo ha rappresentato una transizione cruciale, caratterizzata dalla necessità di affrontare le sfide finanziarie derivanti da gestioni calcistiche altamente personalizzate. Mentre il Milan è riuscito a conseguire una solida sostenibilità finanziaria e una maggiore certezza societaria attraverso scelte di governance

oculate, l'Inter si è trovata in una situazione più complessa e problematica dal punto di vista finanziario.

Il Milan, sotto una nuova guida gestionale, ha adottato strategie orientate alla creazione di basi finanziarie solide. Decisioni mirate, come l'implementazione di politiche di risparmio e l'attenzione al rispetto dei parametri finanziari, hanno contribuito a ridurre l'indebitamento e a garantire una gestione più responsabile delle risorse economiche. La presenza di una leadership stabile e di figure chiave all'interno della struttura dirigenziale ha fornito al club una direzione chiara e coerente.

In contrasto, l'Inter ha sperimentato difficoltà finanziarie accentuate da scelte di governance meno prudenti. La mancanza di una visione a lungo termine, accompagnata da politiche di spesa e investimenti più rischiose, ha portato a una situazione finanziaria instabile. Il club si è trovato a dover affrontare debiti crescenti e una minore capacità di gestire gli impegni finanziari, portando a una drammatica disintegrazione del suo equilibrio economico.

Questa divergenza nei percorsi finanziari di Milan e Inter evidenzia il ruolo determinante della governance nel plasmare il destino di un club calcistico. L'analisi dettagliata delle decisioni di governance può fornire un'ulteriore comprensione delle dinamiche finanziarie e delle strategie gestionali adottate da entrambi i club, aprendo la strada a un'esplorazione più approfondita degli elementi critici che hanno definito il successo finanziario del Milan e le difficoltà finanziarie dell'Inter in questo periodo di transizione.

### **2.5.1 INTER**

Il 10 giugno 2023 l'Inter scese in campo per la finale di Champions League contro il Manchester City. Qualche ora prima del fischio d'inizio il New York Times pose ombre sulla situazione finanziaria del club evidenziandone l'instabilità a causa di passività pari a 931 milioni di dollari. L'F.C. Internazionale Milano è stata caratterizzata dalla stagione 1994-1995 alla 2012-2013 dal mecenatismo del presidente Massimo Moratti, la cui ventennale gestione ha prodotto perdite per un totale di 1,35 miliardi di euro, oculatamente coperte con capitali propri del valore di 1,25 miliardi. Nel 2013, probabilmente sazio di vittorie in seguito alla conquista del *Triplete* e finanziariamente esausto, Moratti decide di farsi da parte e l'assemblea degli azionisti delibera un aumento di capitale di 75 milioni da parte della società International Sports Capital HK Limited di Erik Thohir che si ritrova a possedere il 70% delle azioni del club. Il valore *Post-*

*Money* dell'Equity risulta così essere pari a  $75 \text{ mln} / 70\% = 107,1 \text{ mln}$  di euro. Poiché si è trattato di un aumento di capitale e non di un investimento di sostituzione, questa operazione permette di valutare l'equity *Pre-Money* a carico di Moratti a  $107,1 - 75 = 32,1 \text{ mln}$  di euro, una cifra irrisoria se paragonata ai capitali impiegati negli anni di gestione e ulteriormente ridotta dalla capitalizzazione di 11 mln di euro che l'ormai ex presidente deve garantire per portare in positivo il Patrimonio Netto.

Il nuovo presidente Thohir procede alla creazione di una nuova società *Inter Media & Communication Srl* che ottiene come aumento di capitale con conferimento in natura di beni dall'F.C. Internazionale e da *Inter Brand* (società creata nel 2005 al fine di ottenere una plusvalenza derivante dalla cessione del marchio per necessità di bilancio) dei rami aziendali che comprendono contratti di sponsorizzazione, crediti derivanti dalla vendita di diritti televisivi, contratti relativi al canale Inter Channel e le attività derivanti dalla gestione del marchio Inter, per un valore di 153,8 e 122,8 milioni di euro, che permettono alle due società di ottenere plusvalenze e a *Inter M&C* di iscrivere una riserva sovrapprezzo azioni pari a 276 mln di euro, oltre che una riserva legale di 100 mila euro e un capitale sociale di 600 mila euro. *Inter M&C* richiede e ottiene un finanziamento da restituire entro il 2019 con un tasso variabile del 5,5% da Goldman Sachs e Unicredit del valore di 230 mln di euro, dando come garanzia i flussi di cassa generati dai futuri diritti televisivi. Questi capitali vengono così utilizzati:

- 1) 157,8 mln per estinguere i debiti e finanziare il circolante, liberando l'ex presidente Moratti dalle garanzie concesse
- 2) 39,4 mln per rimborsare il debito di Inter Brand verso Banca Monte dei Paschi;
- 3) 15,5 mln versati su un conto corrente a garanzia in Unicredit
- 4) 14 mln di commissioni sul finanziamento
- 5) 3,3 mln per finanziare le attività di *Inter M&C*

In seguito, *Inter M&C* libera dalla riserva sovrapprezzo azioni 157,8 mln a vantaggio degli azionisti così ripartiti:

- Internazionale, proprietaria del 55,61% ottiene 87,8 mln che vengono utilizzati per ripagare parte del finanziamento ottenuto da *Inter M&C* (primo punto del precedente elenco)
- Inter Brand*, proprietaria del 44,39%, ottiene 70 mln che cede con la formula del credito pro-soluto ad Internazionale, la quale può ripagare totalmente *Inter M&C*.



Queste manovre generano la situazione debitoria illustrata in Tabella 1.

*Tabella 1: situazione debitoria Inter*

<b>DEBITORE</b>	<b>CREDITORE</b>	<b>VALORE DEBITO</b>
<i>Internazionale</i>	<i>Inter Brand</i>	<i>70 mln di euro</i>
<i>Inter Brand</i>	<i>Inter M&amp;C</i>	<i>39,4 mln di euro</i>
<i>Inter M&amp;C</i>	<i>Goldman Sachs/Unicredit</i>	<i>230 mln di euro</i>

Il debito viene dunque rifinanziato e spostato a valle alla nuova società. Thohir è, infine, uscito di scena vendendo nel gennaio 2019 la sua quota del 31,1% al fondo di Private Equity LionRock Capital.

L'investitore indonesiano ha tracciato un solco con la precedente gestione Moratti: il presidente-mecenate è stato sostituito da un uomo d'affari che tra acquisto e cessione quote e interessi sul finanziamento si stima abbia ottenuto un utile di 136,56 mln di euro, prendendosi le critiche da parte di una tifoseria abituata alle spese folli del precedente azionista ed estranea alla possibilità che l'uomo al comando potesse ottenere un ritorno economico sull'investimento.

Nel giugno 2016 viene deliberato un nuovo aumento di capitale da parte del gruppo cinese Suning Holdings Group che apporta 142 mln di euro nelle tasche della società di cui 4,195 mln utilizzati per incrementare il capitale sociale che sale da 15 mln a 19,185 e la restante parte come sovrapprezzo. Suning ha, in seguito, acquistato il 46,7% delle quote da Thohir che ha sua volta aveva ricevuto il 29,49% da Moratti dopo aver esercitato un'opzione put per vendere le azioni ad un prezzo prefissato. Da un comunicato del gruppo Suning si evince che il prezzo pagato per ottenere circa il 70% del club è stato di 270 mln di euro. Gli step di questo passaggio sono schematizzati in Tabella 2.

Tabella 2: step cambio proprietà Inter

<b>PERIODO</b>	<b>AZIONISTA</b>	<b>QUOTA</b>	<b>CAPITALE SOCIALE</b>
<b>pre aumento di capitale Suning</b>	<i>Thohir</i>	70,0%	10.500.000 €
	<i>Moratti</i>	29,5%	4.423.931 €
	<i>Altri</i>	0,5%	76.069 €
	<b>TOT</b>	<b>100,0%</b>	<b>15.000.000 €</b>
<b>post esercizio opzione put</b>	<i>Thohir</i>	99,5%	14.923.931 €
	<i>Moratti</i>	0,0%	- €
	<i>Altri</i>	0,5%	76.069 €
	<b>TOT</b>	<b>100,0%</b>	<b>15.000.000 €</b>
<b>post aumento di capitale Suning</b>	<i>Thohir</i>	77,7%	14.923.931 €
	<i>Suning</i>	21,9%	4.195.313,00 €
	<i>Altri</i>	0,4%	76.069 €
	<b>TOT</b>	<b>100,0%</b>	<b>19.195.313 €</b>
<b>post acquisto di Suning quote Thohir</b>	<i>Thohir</i>	31,1%	5.960.857,00 €
	<i>Suning</i>	68,5%	13.158.387,00 €
	<i>Altri</i>	0,4%	76.069,00 €
	<b>TOT</b>	<b>100,0%</b>	<b>19.195.313,00 €</b>

Ricapitolando, Suning paga in un primo momento 142 mln per il 21,9% dell'Inter e in un secondo momento 128 mln per il 46,7%, per un totale di 270 mln per il 68,5%. Considerando la Posizione Finanziaria Netta pari a 355 mln, si potrebbero fare tre stime differenti dell'Enterprise Value. (EV=Posizione Finanziaria Netta + Equity)

$EV_1 = 355 + 270 / 68,5\% = 749$  mln di euro (considerando che paga 270 mln per 68,5%)

$EV_2 = 355 + 142 / 21,9\% = 1003$  mln euro (considerando che paga 142 per il 21,9%)

$EV_3 = 355 + 128 / 46,7\% = 629$  mln euro (considerando che paga 128 per il 46,7%)

La valutazione più corretta risulta essere la prima poiché effettuata alla fine dell'operazione e non in corso d'opera, nonostante nella relazione del consiglio di amministrazione per l'assemblea dei soci Suning affermi di aver valutato gli asset dell'Inter più di un miliardo (EV<sub>2</sub>).

Nel primo anno di gestione 2016-2017, la nuova proprietà ha immesso, oltre all'aumento di capitale, altri 298 mln di finanziamento (ad un tasso annuo del 6,5%) utilizzati per ripagare il debito e gli interessi maturati verso la società di Thohir per un totale di 131,6 mln e ha permesso al club di generare ricavi per 268,6 mln, grazie alla sottoscrizione di accordi commerciali e nuove sponsorizzazioni nel continente asiatico. Tuttavia, nell'agosto 2017 il governo cinese ha classificato gli investimenti nel settore sportivo come *limitati* contenendo di fatto l'apporto finanziario di Suning nei confronti dell'Inter e influenzando negativamente sull'impegno di partner commerciali e sponsorship.

Analizzando i bilanci a partire dalla stagione 2016-2017 è possibile individuare gli step anno per anno che hanno portato l'Inter all'attuale situazione debitoria con una tendenza al rifinanziamento del debito (Tabella 3).<sup>1</sup>

*Tabella 3: evoluzione situazione debitoria Inter dal 2016 al 2022*

	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023
<b>Bond</b>	-	291.880.000,00 €	287.344.000,00 €	282.559.000,00 €	344.950.000,00 €	407.945.000,00 €	
	€						
<b>Banche</b>	208.000.000,00 €		25.167.000,00 €	50.378.000,00 €	50.241.000,00 €	52.000,00 €	
<b>Finanziamento soci</b>	221.078.000,00 €	229.447.000,00 €	148.901.000,00 €	78.233.000,00 €	76.337.000,00 €	81.236.000,00 €	
<b>Cassa</b>	14.731.000,00 €	45.052.000,00 €	54.665.000,00 €	88.506.000,00 €	97.884.000,00 €	139.183.000,00 €	
<b>Debito Finanziario Netto</b>	414.347.000,00 €	476.275.000,00 €	406.747.000,00 €	322.664.000,00 €	373.644.000,00 €	350.050.000,00 €	- €

-Nel dicembre 2017 *Inter M&C* ha offerto un prestito obbligazionario con scadenza dicembre 2022 che ha permesso di ottenere circa 300 mln e pagare il debito verso Goldman Sachs e Unicredit.

-Nel corso della stagione 2020-2021 sono state emesse obbligazioni per un valore di 75 mln alle stesse condizioni (tasso 4,875% e scadenza dicembre 2022).

-Nella stagione 2021-2022 *Inter M&C* ha nuovamente emesso obbligazioni con scadenza

-Nella stagione 2021-2022 Oaktree Capital Management, società statunitense di gestione patrimoniale, ha prestato 275 mln di euro a Great Tower, società con cui il gruppo Suning possiede l'Inter, attraverso un prestito PIK (interessi maturano nel tempo sul capitale ad un tasso del 12%) con pagamento previsto a maggio 2024. Suning dovrà, dunque, restituire una

<sup>1</sup> Bilancio 2022-2023 redatto ma documento non ancora presente nel sito del club.

cifra vicina ai 350 mln entro questa data, pena la perdita della proprietà, essendo state date in pegno la totalità delle quote di Great Tower.

Da parte di Suning è emersa la volontà di mantenere la gestione del club, intenzione peraltro manifestata nel corso degli anni dalla conversione in riserva dei debiti verso soci della società milanese. Analizzando la Nota Integrativa del Bilancio degli ultimi esercizi, si osserva che il socio di maggioranza ha rinunciato al rimborso di 433 mln dei 462 mln versati nelle casse del club.

Tre i possibili scenari futuri:

-restituzione dei capitali entro scadenza, poco probabile data l'ingente somma e la volontà della proprietà di non cedere i suoi asset migliori;

-rifiuto del debito, strada che la proprietà sta cercando di intraprendere;

-perdita totale del controllo dell'Inter

## 2.5.2 MILAN

*“Voglio che il Milan diventi il miglior club d'Europa e del mondo, capace di vincere tutti i trofei giocando un bel calcio”*, queste le parole di Silvio Berlusconi nel 1986 dopo aver acquistato la società milanese. Il club rossonero si è mosso in questa direzione negli oltre 30 anni di presidenza dell'ex Premier, una strategia chiara basata sulla ricerca di risultati e privo di qualsiasi sostenibilità economica. I conti dal 1993 al 2017 parlano chiaro: bilancio sempre in rosso (eccezion fatta per il 2000 e il 2006) e costo del personale, rappresentato da monte ingaggi e ammortamento dei cartellini, sempre pericolosamente vicino al fatturato e in alcuni casi anche superiore. Emblema della cattiva gestione societaria i ricavi: nel 2005 il Milan era il terzo club europeo per fatturato con 234 milioni di euro, dietro solo a Real Madrid e Manchester United; nel 2017, ultimo anno di presidenza Berlusconi, si è passato a 231,4 milioni di euro, mentre alcuni top club europei hanno nello stesso periodo di tempo raddoppiato questa voce a bilancio. In Tabella 4 vengono comparati i bilanci di Milan, Man United e Barcellona nelle due annate 2005 e 2017. Si nota che il maggior ritardo è alla voce sponsorizzazioni: il Milan è stato vittima di un'inerzia cognitiva e organizzativa che ha impedito alla società rossonera di partecipare alla “guerra degli sponsor”, nonostante la notorietà del marchio e il numeroso seguito, anche a causa di scelte societarie alquanto discutibili. Mentre, infatti, i top club si circondavano di importanti

figure manageriali, consci dell'importanza della gestione aziendale anche in ambito calcistico, la società optava per una gestione homemade che vide la nomina di Barbara Berlusconi, figlia del presidente e laurea triennale in filosofia, come Amministratore Delegato con delega al marketing e allo sviluppo internazionale.

*Tabella 4: ricavi di Milan, Barcellona e Manchester United nel 2005 e 2018*

	2005			2018		
	<i>MILAN</i>	<i>MAN UNITED</i>	<i>BARCELLONA</i>	<i>MILAN</i>	<i>MAN UNITED</i>	<i>BARCELLONA</i>
<b>BIGLIETTI E ABBONAMENTI</b>	38,1	102,5	66,1	36,9	119,5	144,8
<b>SPONSOR</b>	57,9	72,2	62,8	70,2	316,1	322,6
<b>DIRITTI TV</b>	138	71,7	79	100,6	230,4	223
<b>TOT</b>	234	246,4	207,9	207,7	666	690,4

Dunque, in un primo periodo fu fondamentale il ruolo svolto da Berlusconi, primo tifoso ed appassionato del Milan, che ha incarnato alla perfezione il ruolo del “Presidente-Mecenate”: si stima che in 30 anni la Fininvest abbia versato nelle casse del club 715,47 milioni di euro, a fronte di perdite complessive da parte della società rossonera di 691,79 milioni. In seguito alla rivoluzione scatenata nel business dall'introduzione sempre più frequente di enormi flussi di capitali dal Medio Oriente o dalla Cina, il mecenatismo che lo caratterizzava iniziò a scontrarsi sempre più fortemente con le logiche di business di Fininvest. Le ingenti spese sostenute da Berlusconi negli anni di presidenza hanno portato a partire dalla stagione 2012-2013 un ridimensionamento e ad una limitazione degli sforzi finanziari: si è cercato, infatti, di mantenere la squadra competitiva non più grazie all'acquisizione di top player ma attraverso la valorizzazione di giovani promettenti. Nell'estate del 2012 vengono, dunque, ceduti due dei principali artefici dello scudetto 2011, Thiago Silva e Zlatan Ibrahimovic, e non rinnovati i contratti pesanti di gran parte dei veterani presenti in rosa. Al taglio dei costi, tuttavia, non corrisponde un miglioramento del risultato sportivo e il Milan viene relegato nelle successive stagioni ad un ruolo di comprimario in ambito nazionale e di fugace comparsa in Europa. È in questo contesto che si apre una fase dedicata alla ricerca dapprima di un socio di minoranza che potesse fare da partner al Milan nell'espansione in mercati differenti, sfociata

poi invece nel 2017 nella vendita della quota di maggioranza della società detenuta da Fininvest al finanziere cinese Yonghong Li.

La valutazione dell'AC Milan era di circa 740 milioni di euro, di cui 516 rappresentavano il valore del club e la restante parte la situazione debitoria della società. Le cifre dell'acquisizione (fonti ed impieghi) vengono riprese da Calcio e Finanza e sono rappresentate in Figura 8.

Figura 8: fonti e impieghi dell'acquisizione dell'A.C. Milan

IMPIEGHI		FONTI	
Caparre versate prima del closing	250	Fondi offshore da Rossoneri Advanced Company Limited (BVI)	300
Saldo al closing per 99,93% AC Milan	266	Prestito Elliott a Rossoneri Sport Investment Luxembourg	180
<b>Prezzo totale 99,93% AC Milan pagato a Fininvest</b>	<b>516</b>	Anticipazioni Huarong con garanzia beni di Mr Li in Cina	136
Rimborso prestito soci erogato da Fininvest	90		
Prestito soci Rossoneri Sport ad AC Milan	10		
<b>TOTALE</b>	<b>616</b>	<b>TOTALE</b>	<b>616</b>

IMPIEGHI		FONTI	
Rimborso esposizione debitoria AC Milan verso banche italiane	73	Primo bond emesso da AC Milan e sottoscritto da Elliott	73
Fondi utilizzati per calciomercato 2017-2018	50	Secondo bond emesso da AC Milan per calciomercato 17-18 e sottoscritto da Elliott	50
<b>TOTALE</b>	<b>123</b>	<b>TOTALE</b>	<b>123</b>

Si è trattato di un'operazione di Leverage Buy Out, favorita dalla creazione di una società veicolo *Rossoneri sport Investment Lux* da parte di Yonghong Li.

Si evince dalle figure il ruolo chiave del fondo americano Elliott Management che ha in un primo momento prestato 180 milioni alla società veicolo (tasso d'interesse 11.5%) e in seguito sottoscritto le obbligazioni emesse il 18 maggio 2017 dall'assemblea dei soci (tasso d'interesse 7,7%), per un contributo totale di 303 milioni di euro da restituire in un'unica tranche nell'ottobre del 2018. È stata, inoltre, aggiunta una clausola che impediva a Li di vendere i migliori giocatori per ripagare il debito e, a causa dell'elevato rischio dell'operazione, è stato chiesto il pegno di tutte le azioni del club come garanzia. È evidente che in ogni caso il fondo avrebbe ottenuto un guadagno: se il debito fosse stato ripagato si sarebbe generato un utile relativo al pagamento degli interessi, in caso contrario il fondo avrebbe ottenuto la proprietà del club con un investimento di soli 303 milioni di euro e con la possibilità di rivenderlo ad una cifra superiore (assume così significato la clausola che impediva la vendita dei top player per non impoverire la rosa e dunque il valore del club).

Sempre il 18 maggio 2017 sono stati deliberati due aumenti di capitale le cui fonti e impieghi sono descritti in Figura 9.

Figura 9: fonti e impieghi dell'aumento di capitale dell'A.C. Milan

IMPIEGHI		FONTI	
Primo aumento di capitale AC Milan	60	Versamenti da Rossoneri Sport Investment Luxemborug	60
Prima tranche secondo aumento di capitale AC Milan	28	Versamenti da Rossoneri Sport Investment Luxemborug	28
Seconda tranche secondo aumento di capitale AC Milan	32	Versati dal fondo Elliott e non rimborsati	32
<b>TOTALE</b>	<b>120</b>	<b>TOTALE</b>	<b>120</b>

Al momento del pagamento della seconda tranche del secondo aumento di capitale Li avrebbe dovuto versare 32 milioni di euro entro fine giugno 2018. È intervenuto nuovamente il fondo Elliott che ha prestato la cifra necessaria dando tempo entro il 6 luglio per procedere con il rimborso. Ciò non è accaduto e, data la legislazione lussemburghese alla quale era sottoposta la Rossoneri Investment Lux, il fondo ha potuto escutere le azioni della società non solo per il valore del prestito, ma per la loro totalità divenendo proprietario del Milan. La scelta di Elliott è manifesto dell'interesse del fondo fin dal principio di insediarsi nel direttivo della società ed è stata dettata dal possibile danno d'immagine che avrebbe diminuito il valore del club a causa degli scontri tra la vecchia società e la UEFA in merito alle sensazioni per non aver rispettato il Fair Play Finanziario.

La strategia di Elliot era orientata all'innovazione e alla sostenibilità e basata su quattro aspetti: miglioramento risultato sportivo in Italia e in Europa, modernizzazione produzione, incremento ricavi e investimenti infrastrutturali. L'organigramma aziendale è stato, dunque, riorganizzato secondo la logica del perseguimento degli obiettivi sopracitati: Paolo Maldini e Leonardo, ex giocatori, sono stati investiti del ruolo di direttori sportivi, Paolo Scaroni, con esperienze dirigenziali in Eni e Enel, è stato nominato Presidente, come CEO è stato scelto Ivan Gazidis, protagonista all'Arsenal di un aumento sostanziale dei ricavi da 263 a circa 500 milioni in 9 anni di lavoro e Casper Stylsvig come Chief Revenue Officer. La gestione Elliott ha sicuramente giovato sia alle tasche del club che alla passione dei tifosi. Nella stagione 2021-2022 il Milan ha, infatti, conquistato lo Scudetto e in quella successiva raggiunto le semifinali della Champions League, riuscendo allo stesso tempo ad incrementare il fatturato grazie alla sottoscrizione di nuove partnership in ambiti di intrattenimento e sostenibilità (Bmw, Gatorade, Expo, Sony Pictures) e alla creazione di *The Studios: Milan Media House*, un innovativo hub di produzione e distribuzione mediatica che, grazie anche ad accordi con Google, Apple Music, Amazon Alexa e Roc Nation di Jay Z, ha permesso al club rossonero di uscire dai confini tradizionali del calcio per cercare di catturare i gusti delle nuove generazioni esplorando nuovi

contesti (egames, musica, moda e social media). In Tabella 5 la comparazione tra alcune voci di bilancio nel 2018 e 2022.

*Tabella 5: voci di bilancio dell'A.C. Milan a confronto nelle annate 2018 e 2022*

	<b>2018</b>	<b>2022</b>
<b>Proventi audiovisivi e media</b>	109,3	133,1
<b>Proventi da gare</b>	35,3	32,5
<b>Proventi da sponsorizzazioni</b>	44,7	57,8
<b>Proventi commerciali e royalty</b>	17,8	25,1
<b>Altri</b>	48,7	49,2
<b>TOT PROVENTI</b>	255,8	297,7
<b>Costi personale</b>	150,4	170,3
<b>Ammortamenti e svalutazioni</b>	110,5	76,4
<b>Altri costi</b>	93,5	105,9
<b>TOT COSTI</b>	354,4	352,6
<b>PROVENTI O ONERI FINANZIARI</b>	-22,3	-4,6
<b>RETTIFICHE VALORE ATTIVITA' FINANZIARIE</b>	-0,2	-0,5
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	-121,1	-60
<b>IMPOSTE</b>	4,8	6,5
<b>UTILE /PERDITA</b>	-125,9	-66,5

La gestione di Elliott ha operato una significativa riduzione delle perdite aziendali, concomitante a un sostanziale miglioramento della situazione debitoria. La posizione finanziaria netta, che nel 2018 si attestava a un passivo di 128,4 milioni di euro, ha registrato una notevole trasformazione, posizionandosi a -28,4 milioni al termine dell'esercizio 2022, ultimo anno sotto la custodia del fondo.

Successivamente, l'acquisizione da parte della società di gestione degli investimenti Red Bird di proprietà di Cardinale per un ammontare di 1,2 miliardi di euro ha sottolineato l'efficacia gestionale di Elliott. In un arco temporale di quattro anni, il fondo ha investito poco oltre i 700 milioni di euro, ottenendo un ritorno complessivo di 1,2 miliardi. Il guadagno stimato per Elliott, rapportato agli investimenti effettuati in questo quadriennio, si aggira approssimativamente attorno ai 500 milioni di euro, al netto dell'interesse che maturerà sui 600 milioni prestati a Red Bird per l'acquisizione del club.



Il business plan presentato presenta una continuità con quanto fatto da Elliott: una visione volta alla sostenibilità priva di spese folli ma caratterizzata da una gestione oculata degli investimenti, con l'obiettivo di proseguire l'incremento dei ricavi sfruttando le potenzialità del brand Milan, definito da Cardinale un *gigante addormentato* con margini di crescita a livello internazionale derivanti dall'ampio seguito nel sud-est asiatico e nord America. Una creazione di valore, dunque, che sancisce un netto taglio rispetto alla gestione Berlusconi: i top player non saranno acquistati durante le sessioni di calciomercato ma si tenterà di crescerli in casa e si cercherà di monetizzare il quanto più possibile un marchio che conta più di 500 milioni di tifosi nel mondo. La strategia volta all'aumento del valore della società, tuttavia, passerà dal verificarsi di tre condizioni: qualificarsi ogni anno per la Champions League, migliorare ranking europeo per avere un percorso agevolato al fine di garantirsi le ingenti entrate che la competizione garantisce e portare avanti il progetto per la costruzione dello stadio di proprietà. Da sottolineare, inoltre, tra le novità portate avanti dalla nuova proprietà è l'utilizzo dell'algoritmo Moneyball per l'acquisto di nuovi giocatori; si tratta di un ulteriore passo verso l'innovazione basato sull'abbandono dei vecchi metodi diretti di scouting e sull'analisi di dati al fine di selezionare i profili più adatti al contesto considerato. In tale prospettiva si è dunque collocato il licenziamento di Paolo Maldini e Frederic Massara, responsabili dell'area sportiva, e l'assunzione di Billy Beane, inventore del metodo Moneyball, come consulente di Cardinale.

Il primo anno della nuova proprietà ha portato una novità negli ambienti milanisti: dopo 17 anni il bilancio ha segnato un utile di 6,1 milioni di euro, favorito da ricavi per 404,5 milioni (+36% rispetto al 2022). In particolar modo, si nota un aumento sostanziale dei ricavi commerciali e da sponsorizzazioni (+44,4 milioni) dovuto alla sottoscrizione di nuove partnership, dei proventi da diritti tv (+41,8 milioni) e da gare (+40,3 milioni), oltre che un azzeramento della situazione debitoria con una Posizione Finanziaria Netta di +10,8 milioni.

### **2.5.3 CONCLUSIONI**

I due club hanno avuto un approccio totalmente diverso lato gestione delle finanze. Il Milan ha potuto, infatti, contare sul supporto finanziario di Elliott che ha coperto le perdite di oltre 450 mln del triennio 2018-2020 con fondi propri e senza ricorrere ad un continuo rifinanziamento del debito come successo alla società di proprietà di Suning. Ciò ha permesso di pianificare la strategia in due step: risanamento e crescita e ora il club in mano a Red Bird si presenta molto

più solido dal punto di vista finanziario. Molto più incerto, invece, il futuro dell'Inter che, come detto in precedenza, rischia un passaggio di società.

La crescita di entrambi i club passerà dallo stadio di proprietà; Inter e Milan, infatti, hanno occupato la prima e seconda posizione di affluenza media per partita in Serie A durante la stagione 2022-2023<sup>2</sup>. Tuttavia, se si considerano i ricavi da gara nella stagione 2018-2019 (l'ultima prima del Covid che ha influito negativamente su questa voce nelle stagioni successive), si nota che la Juventus pur avendo un'affluenza media di oltre 20 mila spettatori in meno rispetto all'Inter e 15 mila in meno rispetto al Milan, dovuta alle ridotte dimensioni dell'Allianz Stadium rispetto a San Siro, ha generato ricavi da gara da 70,6 mln di euro contro i 44,7 mln e 34,4 mln delle due società milanesi. Nel 2018 i club avevano presentato un progetto comune per la demolizione di San Siro e la costruzione di un nuovo stadio "La Cattedrale", scelta che avrebbe consentito di dimezzare l'investimento iniziale ma che, a causa dei ritardi del Comune di Milano nell'approvazione del progetto, è stata abbandonata. Ora le società hanno deciso di proseguire autonomamente scegliendo due zone diverse per il nuovo impianto, San Donato Milanese per il Milan e Rozzano per l'Inter, con l'obiettivo di apertura fissato per la stagione 2028/2029.

Ma al netto delle prestazioni economico-finanziarie, come hanno affrontato i due club il passaggio dal mecenatismo dei loro ex presidenti ad una governance più votata al business dal punto di vista prettamente sportivo? I due club, che ad oggi presentano una situazione finanziaria e debitoria agli antipodi, hanno saputo replicare i successi sportivi ottenuti in passato?

Se per il Milan sembra quasi impossibile replicare i fasti dell'era Berlusconi, per l'Inter la gestione Moratti è stata molto più avara di soddisfazioni, eccezion fatta per il periodo 2007-2010. Di seguito una panoramica dei risultati sportivi (Il Milan nelle stagioni 2013-2014, 2014-2014, 2014-2015 ancora di proprietà di Berlusconi).

---

<sup>2</sup> 72.641 e 71.880, fonte Calcio e Finanza

Tabella 6: posizioni raggiunte da Milan e Inter a confronto tra il 2013 e il 2023

	<b>MILAN</b>		<b>INTER</b>	
	<b>Serie A</b>	<b>Europa</b>	<b>Serie A</b>	<b>Europa</b>
<b>2013/2014</b>	-	-	5°	<i>non partecipante</i>
<b>2014/2015</b>	-	-	8°	<i>ottavi di finale Europa League</i>
<b>2015/2016</b>	-	-	4°	<i>non partecipante</i>
<b>2016/2017</b>	6°	<i>non partecipante</i>	7°	<i>gironi di Europa League</i>
<b>2017/2018</b>	6°	<i>ottavi Europa League</i>	4°	<i>non partecipante</i>
<b>2018/2019</b>	5°	<i>gironi Europa League</i>	4°	<i>gironi Champions/ottavi Europa League</i>
<b>2019/2020</b>	6°	<i>non partecipante</i>	2°	<i>finale Europa League</i>
<b>2020/2021</b>	2°	<i>ottavi Europa League</i>	1°	<i>gironi Champions League</i>
<b>2021/2022</b>	1°	<i>gironi Champions League</i>	2°	<i>ottavi Champions League</i>
<b>2022/2023</b>	4° <sup>3</sup>	<i>semifinali Champions League</i>	3°	<i>finale Champions League</i>

Entrambi i club hanno conquistato lo scudetto, ma se l'Inter ha aspettato otto stagioni, il Milan ha ottenuto il titolo nazionale alla sesta stagione dal cambio di proprietà. Identica, inoltre, l'attesa per la Champions League: entrambe le società hanno raggiunto la qualificazione alla più importante competizione europea dopo quattro stagioni di Europa League o non partecipazione ai tornei internazionali. Allo stato attuale l'Inter possiede una rosa dal valore più elevato<sup>4</sup> e più esperta (età media 28,9 contro 26,4), quindi sembra essere più pronta a vincere nel breve periodo; al contrario, il Milan, libero da stress finanziari, dà l'impressione di avere le idee più chiare sul futuro con una programmazione sostenibile già avviata pronta a dare soddisfazioni nel medio-lungo periodo, sempre che Red Bird non decida di attuare una gestione volta alla massimizzazione del risultato economico. La performance sportiva, in conclusione, è caratterizzata per i club milanesi da un differente ma consistente livello di rischio, legato alla situazione debitoria per l'Inter e alla strategia aziendale per il Milan

La soddisfazione della parte più consistente degli stakeholder, i tifosi, passerà inevitabilmente dalla comprensione di questi ultimi che si è verificato un netto cambiamento della cultura organizzativa del club. Per anni, infatti, il Milan ha operato tendendo di primeggiare in Europa

<sup>3</sup> In seguito alla penalizzazione della Juventus.

<sup>4</sup> 563,35 contro 543,25, fonte Transfermarkt.

e di dare spettacolo e ciò si è riversato su l'acquisto dei migliori giocatori e su un'organizzazione molto seria e precisa, al limite dell'esasperazione per certi aspetti con l'obiettivo di offrire una determinata immagine all'esterno. Nell'Inter di Moratti, invece, non era presente la stessa ossessione per la vittoria ma, al contrario, vi era la tendenza a gonfiare gli stipendi dei giocatori al quale il presidente si sentiva particolarmente legato. Si nota, dunque, che la cultura organizzativa dei club non è mai stata orientata alla creazione di valore e i due ex presidenti al momento della vendita non hanno ottenuto un ritorno adeguato agli investimenti effettuati negli anni. La vendita alle cifre citate in precedenza ha, infatti, generato per il gruppo Fininvest un rendimento di -1,5% all'anno, mentre Massimo Moratti ha praticamente regalato l'Inter a Thohir ottenendo circa 60 mln, a fronte di una spesa di oltre 1 mld.



# CAPITOLO 3

## UEFA E FAIR PLAY FINANZIARIO

### **3.1 UEFA: compiti all'interno del panorama calcistico europeo**

L'industria calcistica è organizzata in un modello gerarchico piramidale con al vertice le federazioni calcistiche internazionali, seguite dalle federazioni nazionali, dalle leghe e dai singoli club che rappresentano le imprese del settore. Le leghe, come la Serie A e la Premier League, sono organizzate dalle federazioni nazionali, come la FIGC o la FA, che hanno il compito di gestire e regolamentare il sistema calcistico di riferimento. A loro volta, le federazioni nazionali sono associate alla UEFA, massima autorità calcistica europea su cui si porrà attenzione nel corso del capitolo. Infine, UEFA, CONCAF, CONMEBOL, CAF, AFC e EOFC fanno capo alla FIFA, federazione internazionale che governa tutti gli aspetti relativi al mondo del calcio.

Questo modello organizzativa assicura che federazioni nazionali, enti continentali e la FIFA detengano un controllo esclusivo sulla regolamentazione e organizzazione del calcio, precludendo la possibilità di gestire il gioco al di fuori di questa struttura, nonostante la vasta gamma di parti interessate che possono influenzare il grado di controllo esercitato da queste entità. Tuttavia, come si vedrà alla fine del capitolo, questa posizione monopolistica è messa a dura prova dal tentativo di colpo di stato di alcuni club, desiderosi di creare un torneo indipendente dalla UEFA e dalla FIFA.

Nel capitolo precedente, si è trattata la complessa rete di governance che regola le dinamiche interne dei singoli club calcistici. Adesso, si sposterà lo sguardo a livello macro, esaminando l'intero sistema calcistico europeo, con particolare attenzione alla UEFA e agli strumenti cruciali che essa impiega per regolamentare questo vasto settore.

La governance a livello continentale svolge un ruolo fondamentale nell'assicurare la coesione, l'equità e lo sviluppo sostenibile del calcio europeo. La UEFA, quale massimo organo di governo per il calcio nel continente, assume un'importanza strategica nell'indirizzare le politiche, le regolamentazioni e le decisioni chiave che influenzano ogni aspetto del mondo calcistico. Per comprendere appieno l'efficacia della governance della UEFA, sarà essenziale

esaminare i suoi organi decisionali, i meccanismi di regolamentazione e gli strumenti adottati per preservare l'integrità del gioco, promuovere la competitività e garantire il rispetto dei principi etici. Il sistema calcistico, con la sua organizzazione complessa, garantisce coesione e universalità in ogni faccenda, dalle normative di gioco alla gestione di tornei e competizioni.

La UEFA fu fondata il 15 giugno 1954 a Basilea per iniziativa di Ottorino Barassi, Henri Delaunay e José Cráhay e in seguito al Congresso Straordinario del 1953 in cui la FIFA sancì all'interno del proprio statuto la necessità di creare le confederazioni continentali. Da quel momento, la UEFA si è occupata di tutte le iniziative volte a migliorare il calcio europeo, promuovendo nuove competizioni per club e nazionali. Tra le novità introdotte, la Coppa dei Campioni nel 1955, a cui partecipavano i vincitori dei rispettivi campionati nazionali, la Coppa delle Fiere nel 1958, antenata della Coppa UEFA istituita nel 1971, la Coppa delle Nazioni Europee nel 1958, poi divenuto Campionato Europeo di Calcio a partire dall'edizione del 1968, la Coppa delle Coppe nel 1960, riservata ai vincitori delle coppe nazionali, la Coppa Intercontinentale, organizzata con la CONMEBOL, controparte sudamericana, e altre iniziative per le squadre giovanili.

L'obiettivo della UEFA, fin dalla sua istituzione, è stato quello di promuovere il calcio europeo offrendone un continuo miglioramento. Si è progressivamente cercato di trattare, dunque, vari aspetti del calcio attraverso una creazione graduale di commissioni di esperti; al primo organo decisionale, il Comitato Esecutivo, sono stati, infatti, affiancati nel corso degli anni ulteriori organi decisionali fino all'attuale composizione che comprende 19 Commissioni e 6 Panel di esperti.

Il Comitato Esecutivo è l'organismo esecutivo supremo della UEFA e comprende 20 membri, il Presidente e 19 scelti, di cui 16 eletti dal Congresso UEFA, due dall'Associazione dei Club Europei (ECA) e uno dalle Leghe Europee. Gli incontri sono bimestrali e i compiti svolti sono i seguenti:

- controllo generale della UEFA e comunicazione delle istruzioni necessarie
- definizione della struttura organizzativa
- regolamentazione e supervisione della contabilità

-elezione di cinque membri del Comitato UEFA di Amministrazione e Disciplina e comunicazione dei termini di riferimento

-nomina di un Segretario Generale e di un Vicesegretario Generale su proposta del Presidente

-proscioglimento del Segretario Generale o del Vicesegretario generale su proposta del Presidente o per decisione appoggiata da almeno due terzi dei membri del Comitato Esecutivo UEFA

-supervisione generale dell'amministrazione UEFA, compresi il Segretario Generale e il Vicesegretario Generale, specie in termini di rispetto delle leggi, degli statuti UEFA, dei regolamenti e delle ordinanze; approvazione del business plan annuale dell'amministrazione UEFA

-compilazione di una relazione scritta per la presentazione al Congresso Ordinario UEFA

-esame della relazione dell'Amministrazione al Congresso Ordinario UEFA.

Annualmente, inoltre, si riunisce il Congresso UEFA, a cui partecipano i presidenti e i segretari generali delle 55 federazioni affiliate alla UEFA e in cui si discutono e votano misure volte allo sviluppo del calcio europeo e alla risoluzione di eventuali problematiche del settore.

Di seguito, le questioni sotto l'autorità del Congresso:

-ricezione e considerazioni sulla relazione annuale UEFA

-riconoscimento del rapporto finanziario e del rapporto dei revisori dei conti, approvazione del bilancio generale e budget

-elezione del Presidente UEFA

-elezione dei membri del Comitato Esecutivo UEFA, e ratifica dei membri eletti del Comitato Esecutivo dall'Associazione dei Club Europei (ECA) e dall'Associazione delle Leghe europee di calcio professionistico (EPFL)

-elezione dei membri europei del Consiglio FIFA



- elezione dell'organismo di revisione dei conti
- emendamenti Statuti UEFA
- analisi e assunzione di decisioni su proposte
- analisi di richieste di affiliazione e decisione su esclusione di associazioni affiliate
- decisioni sulla rimozione o continuazione di sospensioni ad associazioni affiliate, membri del Comitato Esecutivo UEFA o membri di un altro organo.
- analisi di proposte per espulsione di un membro del Comitato Esecutivo UEFA o degli organi UEFA per l'amministrazione della giustizia
- ricezione e analisi dell'agenda del Congresso FIFA
- ricezione e analisi dei verbali del precedente Congresso UEFA
- assegnazione di ruoli onorari.

### **3.2 FAIR PLAY FINANZIARIO: origini, obiettivi e funzionamento**

Nel 1999 la UEFA ha creato il Club Licensing System, un sistema di concessione delle licenze, necessario per la partecipazione alle competizioni europee. I requisiti si basavano su standard qualitativi e finanziari e sui principi di trasparenza, integrità e credibilità. I club dovevano fornire bilanci revisionati e non dovevano avere debiti scaduti verso altri club o calciatori. Tale strumento è entrato in vigore a partire dalla stagione 2004-2005 e ha rappresentato la base per l'introduzione del meccanismo di regolamentazione attuale.

Nel settembre 2009, il Comitato Esecutivo UEFA ha approvato il Financial Fair Play (FFP) su proposta dell'allora presidente Michel Platini e nel 2010 è stato pubblicato il documento *UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations*, in cui sono illustrati i principi del FFP e i requisiti necessari per l'ottenimento della Licenza UEFA, aspetto imprescindibile per la partecipazione a qualsiasi evento sportivo organizzato dalla UEFA. Tali norme riguardano esclusivamente i club che si sono qualificate ad una competizione UEFA nella stagione

successiva, mentre per gli altri club valgono le disposizioni nazionali; in Italia, ad esempio, la FIGC utilizza la Commissione di Vigilanza sulle Società di Calcio Professionistiche (Covisoc) per controllare la gestione economico-finanziaria dei club. Il processo di valutazione per la concessione della Licenza si basa sul rispetto di cinque criteri:

*-criteri sportivi:* i club devono presentare un adeguato programma di sviluppo per il settore giovanile con un focus sulle infrastrutture e sul budget messo a disposizione, oltre che su aspetti relativi all'educazione, all'istruzione scolastica e alla tutela medica. I richiedenti devono, inoltre, partecipare ad incontri con la classe arbitrale e promuovere una sensibilizzazione sul tema del razzismo e delle discriminazioni.

*-criteri infrastrutturali:* i club devono possedere uno stadio in regola con le disposizioni UEFA e una struttura di allenamento adeguata che garantisca lo svolgimento delle sessioni di allenamento durante la stagione sportiva.

*-criteri amministrativi:* nel club devono essere presenti delle figure professionali (CFO, responsabile comunicazione, responsabile sanitario, responsabile sicurezza, struttura tecnica, responsabile rapporti con i tifosi) che possiedono determinati requisiti stabiliti dalla UEFA.

*-criteri legali:* i club devono accettare la valenza legale delle decisioni di UEFA e FIFA con la possibilità di ricorso al TAS (Tribunale Arbitrale dello Sport), organo giurisdizionale d'appello delle sentenze UEFA. Per quanto riguarda questo aspetto si può affermare che vi è una sorta di clausola compromissoria tra le società e la UEFA sulla rinuncia a ricorrere alla giustizia ordinaria, al fine di evitare situazioni imprevedibili come già accaduto in seguito alla sentenza Bosman.

*-criteri finanziari:* il documento si focalizza su quattro aspetti:

1) debito: ciascun club deve dimostrare di non avere debiti scaduti verso altri club per il pagamento del cartellino dei calciatori, verso i propri dipendenti e verso la autorità fiscali del proprio paese. Dunque, la UEFA non pone limiti insormontabili alla struttura finanziaria (l'indebitamento netto non deve essere superiore a 7 volte la media del fatturato nei due periodi precedenti), ma si sofferma sui debiti correnti in modo da tutelare il sistema e prevenire che le difficoltà finanziaria di una società si propagano su altre.

2) break-even requirement: nel periodo di monitoraggio, che corrisponde alle tre stagioni precedenti rispetto a quella in cui avviene la valutazione, il club deve chiudere il conto economico in pareggio con uno sfioramento massimo di €5 milioni o di €30 milioni se l'eccedenza è interamente coperta da apporti di patrimonio netto di partecipanti o altre parti correlate. Tale tetto massimo era inizialmente di €45 milioni fino alla stagione 2014/2015 e di €30 milioni fino alla stagione 2017/2018.

Il calcio del punto di pareggio viene effettuato tenendo conto di quelli che la UEFA definisce *relevant expenses and income*. Nell'ANNEX X del documento vengono specificate le voci di bilancio che appartengono a queste categorie.

I ricavi rilevanti sono la somma di ricavi (da gara, sponsorizzazioni e pubblicità, diritti di broadcasting, attività commerciali, premi UEFA, altri proventi operativi), profitti derivanti dal tesseramento di giocatori, proventi in eccesso dalla cessione di immobilizzazioni immateriali, proventi finanziari e risultato su cambi. Non rientrano nel calcolo, invece, i ricavi non monetari, quelli realizzati con parti correlate, i proventi estranei all'attività calcistica e quelli originati dal prestito di calciatori.

I costi rilevanti comprendono tutte le voci a bilancio, fatta eccezione per l'ammortamento di asset fisici e immateriali (il cartellino dei calciatori contribuisce invece al calcolo), le tasse e i costi relativi alla promozione del settore giovanile, del calcio femminile e quelli impegnati per la costruzione dello stadio e il rinnovamento delle strutture di allenamento, da cui si evince la volontà della UEFA di incentivare investimenti per lo sviluppo di questi aspetti.

3) going concern: i club devono dimostrare di godere di continuità aziendale e sono sottoposti al controllo di un revisore esterno che analizza i bilanci delle ultime stagioni.

4) negative equity: i club non possono presentare un patrimonio netto negativo e, qualora si verificasse questa situazione, la proprietà dovrà ricapitalizzare al fine di ristabilire l'equilibrio finanziario del club. La UEFA, in una fase iniziale di valutazione, può accettare patrimoni netti negativi a condizione che ci sia un miglioramento rispetto all'anno precedente.

Dunque, da una prima analisi dei principi del FFP si evince che la UEFA ha portato avanti questa iniziativa con il fine di instaurare una disciplina finanziaria più rigorosa e di infondere razionalità nella gestione economica delle squadre, con l'auspicio di creare un ambiente più sano e sostenibile per tutto il calcio europeo. Uno dei capisaldi fondamentali del FFP è la

volontà di ridurre la pressione sui salari e i trasferimenti, puntando a mitigare gli effetti nefasti dell'inflazione che spesso minacciano la stabilità finanziaria dei club. Questo approccio mira a porre freno a una corsa sfrenata verso ingaggi e spese di mercato e a garantire che le decisioni finanziarie siano prese con oculatezza, in armonia con le risorse economiche disponibili. La sostenibilità a lungo termine nel calcio europeo è un concetto centrale del FFP, che si propone di proteggere il mondo del calcio da crisi finanziarie che potrebbero minare la sua integrità. Stabilire una solida base finanziaria è considerato essenziale per garantire la continuità e la prosperità del calcio, preservandone la vitalità in modo duraturo.

Nel giugno 2012, il Comitato Esecutivo UEFA ha approvato la formazione dell'Organo di controllo finanziario dei club (CFCB), in sostituzione del Panel di controllo finanziario esistente fino a quel momento, che ha il compito di comminare sanzioni disciplinari ai club in caso di non raggiungimento dei requisiti stabiliti in precedenza. Esso è costituito dalla Camera Investigativa, che gestisce la fase di monitoraggio e conduce un'eventuale investigazione, e la Camera Giudicante, a cui spetta il giudizio finale sull'idoneità dei club ai requisiti del FFP. I provvedimenti possono riguardare, a seconda della gravità e del tipo di irregolarità commessa, un semplice richiamo o avvertimento, una multa, la decurtazione di punti in classifica, la trattenuta degli introiti ricavati dalla competizione UEFA, il divieto di iscrizione di nuovi giocatori alle competizioni UEFA, la limitazione del numero di giocatori iscrivibili, la squalifica dalla competizione in corso, l'esclusione da competizioni future e la revoca di un premio.

In seguito, nel 2015, la UEFA ha introdotto due istituti con l'obiettivo di limitare l'impatto delle regole del FFP: il *Settlement Agreement* e il *Voluntary Agreement*.

In caso di irregolarità un club può richiedere un *Settlement Agreement*, ossia una modalità di patteggiamento con cui si stipula un accordo che può prevedere il congelamento di premi UEFA, la limitazione del numero di giocatori iscrivibili e l'obbligo di abbassare il monte ingaggi. Questo accordo è proposto dalla Camera Investigativa e permette alla società di evitare di portare il caso davanti alla Camera Giudicante e mitigare quindi il rischio di incorrere in sanzioni più pesanti. Tra i club che hanno beneficiato di questo accordo nel settembre 2022 si ritrovano quattro società italiane (Juventus, Milan, Inter e Roma), a cui la UEFA ha comminato una sanzione economica e ha permesso di migliorare la situazione relativa agli utili entro la stagione 2025-2026, pena un incremento della multa e l'esclusione dalle competizioni europee.

Il *Voluntary Agreement*, invece, rappresenta un accordo volontario proposto da una società consapevole di non rientrare nei parametri stabiliti dal FFP. Introdotta a causa delle preoccupazioni della UEFA in merito alla conformità delle regole del FFP per la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, questa opzione permette il raggiungimento del break-even entro un periodo concordato e può essere richiesta dal club nel caso in cui:

- ha ottenuto una licenza valida per partecipare ad una competizione UEFA ma non si è qualificato ad una competizione UEFA per club nella stagione che precede l'entrata in vigore dell'accordo volontario;
- si è qualificato ad una competizione UEFA e ha soddisfatto il requisito del pareggio di bilancio nel periodo di monitoraggio che precede l'entrata in vigore dell'accordo volontario;
- è stato sottoposto ad un significativo cambiamento nella proprietà e/o nel controllo nei 12 mesi antecedenti la scadenza del termine per la presentazione della richiesta.

Per avviare il processo di *Voluntary Agreement*, il club deve presentare una richiesta allegando un business plan a medio-lungo termine. Questo piano deve comprendere Stato Patrimoniale, Conto Economico e Rendiconto Finanziario, delineando le strategie per raggiungere l'equilibrio di bilancio entro il periodo concordato. Inoltre, la società deve dimostrare che la sua continuità aziendale non sarà compromessa durante l'accordo e identificare azionisti disposti a coprire il deficit generato nel corso dell'accordo. In pratica, il *Voluntary Agreement* si presenta come un piano strategico-finanziario elaborato dalla società, articolato su più anni. Questo piano ammette che il club sosterrà spese significative, causando lo sforamento dei parametri del FFP. Tuttavia, parallelamente, il club si impegna a generare maggiori ricavi derivanti dagli investimenti effettuati, coprendo così il deficit entro il termine stabilito dall'accordo e tornando in conformità con i requisiti del FFP. Quindi, se da un lato il *Voluntary Agreement* concede al club la possibilità di superare i limiti del FFP per un periodo prestabilito, dall'altro il club deve rispettare scrupolosamente gli obblighi concordati con l'Ufficio Indagine della UEFA. In caso di mancato rispetto dei termini dell'accordo, la società sarà soggetta a misure disciplinari più corpose.

Nel 2022 il Comitato Esecutivo ha approvato nuove regole di Sostenibilità Finanziaria che hanno modificato alcuni dei principi su cui si basava il FFP. I club sono ora soggetti a controlli sui costi riguardanti gli stipendi di giocatori e allenatori, i trasferimenti e le commissioni agli

agenti che non potranno superare un certo livello in relazione alle entrate. Tale soglia dovrà essere raggiunta gradualmente dalle società, passando dal 90% nel 2023/2024 all'80% nel 2024/2025 fino alla soglia attesa del 70% nella stagione 2025/2026. Inoltre, la deviazione accettabile dalla break-even rule è passata dai €30 milioni ai €60 milioni, con un'ulteriore aggiunta di €10 milioni per i club che hanno dimostrato una buona condizione finanziaria, ossia non sono stati oggetti di sanzioni e non hanno stipulato un *Settlement Agreement* nelle precedenti stagioni. I debiti verso altri club, dipendenti, autorità fiscali e UEFA dovranno essere pagati entro 90 giorni e le società dovranno avere un Patrimonio Netto positivo o, in caso di valore negativo nella precedente stagione, aumentato del 10%.

### **3.2.1 SCANDALI NEL CALCIO E RAGGIRAMENTO DEL FFP**

Il mondo del calcio è stato frequentemente teatro di scandali sportivi ed economico-finanziari che hanno messo in luce la necessità di adottare un ferreo sistema di regole. In questo contesto l'Italia vanta un triste primato, avendo il Bel Paese spesso fatto sfondo a vicende ambigue che hanno portato a sanzioni severe che non hanno risparmiato neanche i top club. Tra i capitoli più bui della storia calcistica italiana spiccano le vicende legate al calcioscommesse che in due periodi diversi, prima all'inizio degli anni 80 con le retrocessioni in serie cadetta di Milan e Lazio, oltre che condanne per giocatori e dirigenti, ed in seguito nel 2011, hanno colpito club di Serie A e Serie B; oppure lo scandalo Calciopoli che nel 2006 ha portato alla retrocessione della Juventus, a penalizzazioni per Fiorentina, Lazio e Milan e a squalifiche per dirigenti di società e della FIGC, per arbitri e designatori arbitrali.

Parallelamente, gli scandali di natura finanziaria hanno gettato una luce sinistra sul mercato dei calciatori, la cui valutazione risulta difficile da stabilire oggettivamente ed è spesso ingigantita dalle società proprietarie del cartellino. Le operazioni di calciomercato sono, dunque, fortemente soggettive e discrezionali e ciò ha permesso negli anni ai club di abusare delle plusvalenze per gonfiare i ricavi. Si parla di plusvalenza nel momento in cui una società vende un asset ad un prezzo superiore rispetto al valore di bilancio. Questa differenza viene iscritta nell'anno di riferimento in conto economico, mentre un'eventuale spesa per un calciatore viene ammortizzata negli anni di contratto. È intuibile che numerosi club abbiano utilizzato questo mezzo contabile sopravvalutando giocatori (spesso e volentieri giovani con poca o nessuna

esperienza nel calcio professionistico) e scambiandoli con altre società senza alcun movimento finanziario. Si parla di plusvalenza fittizia poiché il beneficio è puramente contabile e garantisce vantaggi nel breve periodo minimizzando le perdite, ma sposta l'onere relativo all'ammortamento sui bilanci successivi.

Anche la Serie A non è stata immune da indagini e controversie legate a questa pratica contabile discutibile. Numerosi club sono stati scrutati per sospetti di falso in bilancio, ma la mancanza di criteri oggettivi per valutare i cartellini dei giocatori ha spesso complicato le procedure investigative, conducendo a esiti incerti o a sanzioni di natura pecuniaria. Solo in casi eccezionali, come nel 2018 con il Chievo Verona e nel 2023 con la Juventus, le autorità hanno ritenuto provato l'utilizzo sistematico di scambi di giocatori per alterare i bilanci, infliggendo pesanti penalizzazioni anche sul piano sportivo.

Spostando lo sguardo verso l'Europa, si può notare come anche l'introduzione del FFP non abbia impedito ad alcuni club di attuare raggiramenti dei principi, come avvenuto nel caso di Paris Saint-Germain e Manchester City, società accomunate dalla presenza di una proprietà straniera che non si pone limiti nell'apporto di risorse proprie nelle casse del club.

Il Paris Saint-Germain è sotto il controllo del regime del Qatar, con Nasser Al-Khelaifi, presidente del fondo sovrano Qatar Investment Authority, come proprietario. Gli investimenti significativi degli sceicchi qatarioti hanno portato prestigio al club, ma la gestione finanziaria ha sollevato interrogativi in relazione al rispetto del FFP. Come sollevato da un articolo del New York Times, i ricavi generati non sono stati proporzionati agli investimenti effettuati e ciò ha portato nel 2013 la UEFA a monitorare il bilancio della società parigina. Per rispettare il break-even point del FFP, il club ha cercato di aumentare i ricavi da sponsorizzazione, firmando un accordo con la Qatar Tourism Authority (QTA), l'ente del turismo qatariota, che garantiva al PSG oltre €100 milioni all'anno. Questa cifra, notevolmente superiore alla media dei ricavi da sponsorizzazione non tecnici dei club europei, ha sollevato perplessità in quanto proveniente sostanzialmente dallo stesso proprietario, configurando una parte correlata, dal momento che Al-Khelaifi controlla sia il PSG che la QTA. Questa voce non avrebbe dovuto far parte del calcolo dei *relevant income* ma la UEFA, nonostante un'analisi dell'agenzia Octagon Worldwide abbia valutato il contratto di sponsorizzazione a soli €5 milioni annui, non ha sanzionato il PSG in modo significativo. La società ha, dunque, apparentemente aggirato le regole del FFP, consentendo la creazione di una squadra di talento senza restrizioni di spesa.

Ciò si è manifestato maggiormente nel corso degli anni, con gli acquisti record di Neymar e Mbappé nel 2017 in un'unica sessione di mercato con un esborso totale di €400 milioni (l'acquisto di Mbappé mascherato con un prestito con obbligo di riscatto da pagare nella stagione successiva), che ha portato il PSG, come osserva un articolo del Fatto Quotidiano, ad accumulare un passivo di €717 milioni tra le stagioni 2019/2020 e 2021/2022, un monte ingaggi record di €728 milioni (raddoppiato in cinque stagioni) e la voce ricavi da sponsorizzazioni che ha toccato la soglia di €383 milioni nella stagione 2021/2022. Le sanzioni inflitte al PSG, per ora, sono state limitate alla cifra irrisoria di €10 milioni, sollevando dubbi sulla volontà della UEFA di affrontare il problema, forse a causa della riluttanza a escludere una squadra attraente come il PSG dalla Champions League, temendo una perdita di appeal e spettatori.

Al di là della Manica, nel febbraio 2020 la UEFA ha inflitto al Manchester City una multa di €30 milioni e l'esclusione dalle coppe europee per due stagioni per violazioni al FFP tra il 2012 e il 2016 dovute alla sopravvalutazione di entrate da sponsorizzazioni derivanti da società veicolo dello sceicco di Abu Dhabi, Mansour, proprietario del club. Si è trattato della seconda sanzione al club di Manchester dopo quella del 2014 di €60 milioni, poi ridotti a €20 milioni. In particolare, sotto la lente di ingrandimento della UEFA sarebbe finito l'accordo di sponsorizzazione decennale da €400 milioni siglato nel 2011 con Etihad Airways, compagnia aerea sotto il controllo di due familiari di Mansour. Come affermato da Calcio e Finanza, questa operazione non è menzionata tra quelle effettuate con parti correlate nei bilanci del club inglese, al contrario da quanto voluto dalla UEFA, il cui comitato investigativo ha decretato che la somma doveva essere iscritta al suo valore di mercato, stabilito da una società esterna. Tale apporto avrebbe permesso, infatti, di gonfiare i *relevant income* considerati dalla UEFA per il calcolo del break-even point e consentito alla squadra inglese di attuare negli anni campagne acquisti faraoniche grazie all'acquisto dei migliori talenti, con una spesa di €1,64 miliardi tra il 2013-2014 e 2022-2023. Ad aggravare la situazione del Manchester City, fino a quel momento simile a quella precedentemente descritta del Paris Saint-Germain e, dunque, gestibile dai legali del club inglese, ci fu l'inchiesta del settimanale tedesco Der Spiegel in cui vi erano evidenze documentali che il club inglese aveva occultato alcuni costi di gestione attraverso la creazione di veicoli e società extra-bilancio. Infatti, risultava che parte dello stipendio dell'allora allenatore dei Citizens, Roberto Mancini, era stata pagata Al Jazira SCC, una società calcistica con sede ad Abu Dhabi di proprietà di Mansour. Inoltre, venne pubblicato un messaggio interno in cui l'ex direttore generale Simone Pearce ammetteva che parte delle sponsorizzazioni del



club mascheravano in realtà iniezioni di capitale da parte del principale azionista. In seguito alle sanzioni inflitte dalla UEFA, immediata è stata la decisione di presentare ricorso al Tribunale Arbitrale dello Sport (TAS) di Losanna. Il TAS ha dato ragione al club: secondo i giudici, infatti, gli illeciti non erano provati o erano prescritti, l'esclusione è stata revocata e la multa è stata ridotta €10 milioni per non aver collaborato con la UEFA durante le indagini. Tuttavia, nel febbraio 2023, la Premier League ha accusato il Manchester City di essere colpevole di 115 violazioni del Fair Play Finanziario inglese tra il 2009 e il 2018. Violazioni che riguardano:

- le entrate (comprese quelle da sponsorizzazioni), le sue parti correlate e i costi operativi
- le remunerazioni di allenatori e giocatori
- regole della Premier League che impongono il rispetto del FFP della UEFA tra le stagioni 2013-2014 e 2017-2018
- regole di redditività e sostenibilità della Premier League tra le stagioni 2015-2016 e 2017-2018
- regole che richiedono la collaborazione con la Premier League nelle indagini.

Il processo prenderà il via nell'autunno del 2024, il verdetto è atteso per l'estate del 2025 e il club rischia una multa salatissima, una penalizzazione e nella peggiore delle ipotesi la retrocessione nel campionato cadetto.

### **3.2.2 APPLICAZIONE PRATICA E IMPATTO DALL'ISTITUZIONE: pro e contro di questo sistema di controllo**

Il FFP è nato, dunque, in un contesto particolare per il calcio europeo. Dal Licensing Benchmarking Report della UEFA nel 2017, si evince che la situazione finanziaria dei club nel 2011, anno in cui la UEFA ha iniziato il monitoring, era al limite dell'insostenibile. Le perdite aggregate delle società appartenenti alle prime divisioni europee avevano raggiunto €1,7 miliardi, nonostante i fatturati aggregati avevano toccato i €13,2 miliardi, in aumento del 3% rispetto alla precedente stagione. Tutto ciò a causa di un corrispettivo aumento dei costi del 5%. Per la UEFA, infatti, la crescita degli ingaggi dei calciatori aveva assorbito quasi

completamente l'incremento dei ricavi. Giudice (2020) si sofferma su questo aspetto ritrovandone la causa in un'ulteriore peculiarità del settore calcistico. Secondo l'autore, l'offerta di giocatori di talento presenta un'elasticità pressoché nulla. Il talento è un bene scarso, poiché rimane costante con l'aumento della domanda e, di conseguenza, determina un aumento del prezzo. In questo modo, i club sono disposti a spendere anche risorse che non possiedono per competere con competitor più ricchi.

La UEFA ha accolto positivamente l'impatto del FFP nel 2017, dando evidenza di un miglioramento della situazione relativa agli utili aggregati, passati da -€1,7 miliardi a €597 milioni, di un incremento del patrimonio netto da €1,9 miliardi (2008) a €7,7 miliardi in seguito ad aumenti di capitale e riconversione di debito in equity, e di una minore incidenza del debito netto sul fatturato (da 63% a 34%). Tuttavia, entrando più nel dettaglio, si evince che il 92% degli utili netti sia riconducibile ai solo club inglesi e che il fatturato aggregato del calcio europeo è aumentato dal 2008 al 2017 da €11,4 miliardi a €20,1 miliardi prevalentemente grazie alla Premier League. A fronte di maggiori ricavi del 77%, la spesa aggregata sostenuta per l'acquisto di calciatori è aumentata del 113% (da €3 a €6,4 miliardi). Inoltre, il monte ingaggi è passato da €7,2 miliardi a €12,2 miliardi; di conseguenza, gran parte dell'aumento dei ricavi è stato assorbito da giocatori e procuratori, a sostegno di quanto detto in precedenza riguardo la rigidità dell'offerta dei giocatori di talento.

L'aumento della redditività si potrebbe spiegare attraverso un fenomeno inflazionistico che ha caratterizzato la valutazione dei giocatori. L'investimento in un giocatore rappresenta una spesa per un club e un ricavo per un altro, segnato come plusvalenza nel conto economico. Negli ultimi anni, il valore dei giocatori è notevolmente aumentato in seguito alle maggiori capacità di spesa dei club; dunque, i club ottengono un surplus dalla vendita a prezzi maggiorati dei propri asset che viene iscritto immediatamente a bilancio, a differenza del costo sostenuto che, per regole contabili, viene ammortizzato in base agli anni di contratto del giocatore. In conclusione, la redditività delle società sarà mantenuta solo se il valore degli asset continuerà a crescere e ciò si verificherà solo se i ricavi del settore manterranno questo trend.

A sostegno di questa nuova tendenza a ipervalutare i giocatori viene mostrata la Tabella 7 con i dieci trasferimenti più costosi della storia.

Tabella 7: 10 trasferimenti più costosi nella storia del calcio

<b>CALCIATORE</b>	<b>COSTO (M€)</b>	<b>ANNO</b>
<b>Neymar</b>	222	2017
<b>Mbappé</b>	180	2017
<b>Coutinho</b>	135	2018
<b>Dembélé</b>	135	2017
<b>Joao Félix</b>	127,2	2019
<b>Enzo Fernández</b>	121	2023
<b>Griezmann</b>	120	2019
<b>Grealish</b>	117,5	2021
<b>Cristiano Ronaldo</b>	117	2018

Salta all’occhio che figurano certamente giocatori di livello assoluto, come Mbappé e Cristiano Ronaldo, ma allo stesso tempo sembra spropositata la cifra di €222 milioni pagata dal PSG per Neymar, considerando le performance del pur fortissimo calciatore brasiliano, spesso infortunato e mai realmente decisivo per la vittoria della Champions League, e tenendo conto che nel passato talenti del calibro di Zidane, Ronaldinho, Schevchenko, Kakà e Ronaldo il Fenomeno, vincitori di Palloni d’Oro e spesso incisivi per la vittoria della propria squadra in competizioni di livello come la Champions League e il Mondiale, sono stati valutati molto meno. In tabella, inoltre, sono presenti giovani promesse o buoni giocatori che sono stati strapagati dalle società e non hanno reso quanto le aspettative; ciò solleva interrogativi sulla crescita esponenziale delle cifre di mercato nel tempo e sulla percezione del valore dei calciatori nel contesto del calcio moderno che porta i club ad effettuare investimenti che comportano uno scarso ritorno e presentano un alto tasso di rischiosità. Infine, è da notare che questi trasferimenti si sono verificati successivamente all’introduzione del FFP, segno che questo meccanismo di controllo della UEFA non ha comunque impedito una gestione poco oculata delle finanze da parte dei club europei. Questo atteggiamento può essere spiegato dalla natura dell’industria; le società agiscono in un ambiente di Soft Budget Constraint e il sistema aperto, che prevede retrocessioni e promozioni, e la valenza sociale e politica del calcio, che rende i club, come detto nel precedente capitolo, too big to fail, incentivano l’overinvestment. Franck

(2014) afferma che i club partecipano ad una sorta di zombie race, una competizione in cui i diversi attori competono in uno scenario tecnicamente privo di fallimento e ciò non impedisce loro di utilizzare ulteriori risorse per acquistare i migliori talenti, consapevoli di poter contare su fondi esterni o aiuti statali.

Molteplici e di diversa natura sono state le critiche mosse contro la UEFA e il FFP. La principale, probabilmente, è che contribuisce al mantenimento dello *status quo*, poiché vengono favoriti i club che presentano ricavi maggiori, ed impedisce a new entrant di penetrare nel settore attraverso investimenti sostanziosi. È nella natura delle startup, infatti, avere perdite dei primi anni di vita ma il regolamento imposto dalla UEFA sembra ostacolare eventuali *sugar daddies* desiderosi di immettere capitali propri nel settore. La vecchia aristocrazia del football appoggia, dunque, il contenimento dei costi proprio perché potrebbe indebolire rivali come Manchester City e PSG, appoggiati da ricche proprietà. È uno degli obiettivi dichiarati dalla UEFA quello di limitare questo *doping finanziario*, ossia l'intervento di ingenti capitali esterni finalizzato al miglioramento delle rose. Secondo la massima autorità calcistica europea tutto ciò potrebbe falsare la competizione ma, di fatto, impedisce a club di medio livello di raggiungere l'élite del settore se non attraverso la programmazione (e un pizzico di fortuna). Quella stessa élite che, invece, si è fatta strada dagli anni 80 in poi grazie a presidenti mecenati, aiuti statali ed operazioni economico-finanziarie di dubbia natura oltre che ad un rafforzamento del brand grazie alla radicata e immutabile loyalty dei propri tifosi.

Altre perplessità coinvolgono il ruolo della UEFA che, di base, rappresenta un organismo di natura sportiva con poteri legislativi, esecutivi e giudiziari in relazione a tutto ciò che riguarda le regole del gioco ma che, forse, non è competente a stabilire regole di natura prettamente economico-finanziaria e di gestione aziendale per società appartenenti a ordinamenti statuali diversi. Sembra che la UEFA abbia considerato le società calcistiche come se fossero operanti in un mercato a parte: è innegabile che, da un lato, i club siano focalizzati sul piano sportivo dell'attività, ma è altrettanto vera la connotazione commerciale che essi hanno assunto e che li porta a confrontarsi con una moltitudine di soggetti imprenditoriali e professionali (sponsor, partner, fornitori) il cui operato non è condizionato dai paletti del FFP. Dunque, questo monitoraggio potrebbe rappresentare una limitazione della concorrenza e del libero mercato ed una deviazione dalla normativa comunitaria.

Madden (2012) sostiene che impedire a benefattori di iniettare capitale esterno nel calcio determina un calo della competitività del calcio europeo, creando inefficienze paretiane. Franck (2014), invece, afferma che eventuali benefattori potrebbero continuare a finanziare le attività calcistiche attraverso accordi di sponsorizzazione, valorizzati al reale fair value per non incorrere in sanzioni stile PSG e Manchester City. L'apporto di queste risorse esterne non determinerebbe una diminuzione del livello competitivo, anzi sarebbe utilizzato per finanziare progetti giovanili o nuovi impianti. In tale contesto, inoltre, i principi del FFP potrebbero evitare inefficienze derivanti da problemi di azzardo morale poiché consentirebbero ai manager di lavorare con vincoli di budget rigidi. Il FFP pare aver portato il calcio ad essere l'unica industria che impedisca gli investimenti più che incoraggiarli, ponendo barriere all'ingresso in un settore che negli ultimi anni ha dimostrato la propria potenzialità nel generare redditività. D'altronde, l'obiettivo dichiarato dalla UEFA è di limitare l'overspending e non di generare un ritorno per gli azionisti. Lo sceicco Mansour ha venduto il 10% del Manchester City per \$500 milioni al fondo di private equity Silver Lake, dando una valutazione al club di circa \$5 miliardi, una crescita di valore senza precedenti, considerato che il gruppo di Abu Dhabi ha acquisito il club nel 2008 per una cifra vicina ai £210 milioni e ha coperto perdite fino al 2019 per un valore di £630 milioni. Ha, dunque, recuperato circa metà dell'investimento in cambio del 10% della società: una creazione di valore immane, lontana dalle regole di sostenibilità imposte dalla UEFA, che non ha leso nessuno ma che la massima autorità calcistica europea intende limitare per preservare un equilibrio competitivo nel settore. È innegabile che club come Manchester City e PSG abbiano infranto le regole del FFP, ma allo stesso tempo i ricchi apporti di capitale hanno permesso al calcio europeo di aggiungere due nuovi protagonisti alla competizione. I due club non hanno monopolizzato il settore dal punto di vista sportivo, anzi, hanno allargato notevolmente la cerchia dei club che ambiscono alla vittoria della Champions League: tutto tranne che un attacco alla competitività dell'industria. Al contrario, la distribuzione delle risorse generate dalla Champions League da parte della UEFA ha accentuato questo divario. Top club come Real Madrid, Manchester City, Barcellona, Liverpool, Bayern Monaco e Chelsea sono tra quelli che hanno raggiunto negli ultimi anni con più frequenza le semifinali di una competizione che negli ultimi dieci anni è stata vinta da club che si trovavano stabilmente nei primi posti della classifica europea dei fatturati; è molto raro vedere un outsider figurare nelle prime quattro o addirittura nelle prime otto in Europa, circostanza che, invece, si presentava abitualmente negli anni precedenti all'introduzione del FFP e all'istituzione del nuovo formato della Champions League nel 1992, periodo in cui club non appartenenti all'attuale élite, Ajax,

Marsiglia, Stella Rossa, Benfica e Steaua Bucarest (club rumeno, situazione ora impensabile) hanno anche vinto il torneo. Entrando nel dettaglio, i 32 club che si qualificano alla fase a gironi della competizione ricevono complessivamente €2 miliardi così divisi:

-bonus risultati e partecipazione (€1,1 miliardi): una quota di partenza fissa di €15,64 milioni, ogni vittoria e pareggio nel girone porta rispettivamente €2,8 milioni e €900 mila, la qualificazione alle fasi successive determina un'aggiunta di €9,6 milioni per il raggiungimento degli ottavi di finale, €10,6 milioni per i quarti di finale, €12,5 per le semifinali, €15,5 per la finale e €4,5 per il vincitore.

-ranking decennale (€600,6 milioni): tale cifra è distribuita in base alle prestazioni degli ultimi dieci anni nella competizione.

-market pool (€300,3 milioni): cifra distribuita in base al valore proporzionale di ciascun mercato televisivo. (CalcioFinanza: premi Champions League 2023-2024).

Si tratta di cifre importanti che impattano positivamente sulle finanze dei club che ne prendono parte generando quasi un circolo vizioso che alimenta le probabilità di raggiungere migliori risultati sportivi anche in campo nazionale, rispetto a competitor che non partecipano alla Champions League o che sono qualificati a competizioni UEFA minori. Analizzando l'andamento dei campionati nazionali si può evidenziare che dall'introduzione del FFP la competizione è stata tutt'altro che equilibrata. La Bundesliga tedesca vede il dominio incontrastato del Bayern Monaco da dodici stagioni, in Italia la Juventus ha trionfato dal 2011-2012 per nove volte di fila, il PSG fa da padrone in Francia avendo conquistato nove delle ultime undici edizioni, mentre in Spagna l'alternanza Barcellona Real Madrid è stata frenata in sole due occasioni dall'Atletico Madrid negli ultimi quindici anni. Solo in Inghilterra vige un maggiore equilibrio, dovuto al grande bacino di ricavi da diritti tv a cui tutti i club possono attingere. CalcioFinanza analizza questo aspetto nel 2020 soffermandosi sul fatto che nella Premier League inglese si verifica un'equa suddivisione dei diritti tv, che conta una base di €80 milioni per ogni club, con una differenza tra prima e ultima di soli €20 milioni. In Italia, invece, la ripartizione è completamente a favore dei grandi club e il gap tra la prima della classe e il fanalino di coda è di oltre €80 milioni.

A sostegno di quanto detto in precedenza, Peeters-Szymanski (2014) osservano empiricamente che la distribuzione dei premi UEFA favorisce direttamente le squadre dei campionati maggiori

poiché allarga il divario nella capacità di spesa tra le prime cinque leghe e i campionati minori e, allo stesso tempo, determina un gap tra le prime due-tre squadre di ciascun campionato e tutte le altre. Paradossale è il fatto che la UEFA condanni l'afflusso di capitali esterni per raggiungere il successo sportivo e non la capacità di attrarre ricavi commerciali e televisivi, aspetto favorito da circostanze storiche più che da una reale componente strategica (ossia, il Real Madrid è tra i club con un fatturato più elevato non perché la sua classe dirigente è migliore di altre, ma grazie ad un brand forte e riconosciuto che attira un bacino di pubblico maggiore, la cui crescita di valore nel tempo si può spiegare con la vicinanza alla casa reale spagnola). Più che impedire il doping finanziario, pare che l'obiettivo della UEFA sia quello di mantenere equilibri costituiti e rendite di posizione attraverso barriere all'entrata che preservano l'inner circle e proteggono i blockbuster club dalla penetrazione di new entrant; questo atteggiamento potrebbe portare alcuni club a distaccarsi da questa politica conservatrice e intraprendere strade diverse, aspetto evidenziato dalla nascita della Superlega, argomento che sarà trattato in seguito.

Ramchandani, Plumley, Boyes e Wilson (2018) danno evidenza che un declino dell'equilibrio competitivo si sia verificato nei principali campionati di calcio negli ultimi due decenni a causa della quantità crescente di entrate e investimenti esterni. Vopel (2013) sostiene che il potere di spesa fornisce il vero vantaggio competitivo nel calcio e che i club inferiori difficilmente possono raggiungere i club più grandi senza finanziamenti esterni. Per l'autore sarebbe necessario un secondo strumento da affiancare al FFP per ristabilire l'equilibrio competitivo, come una redistribuzione o addirittura una condivisione dei ricavi. Invece, secondo Franck (2014) i benefattori sono attratti dalla vittoria e per questo investirebbero capitali nei club più grandi che hanno maggiori probabilità di successo. Questo meccanismo amplierebbe il gap e secondo lo studioso il FFP ha due meriti: permette a tutti i club di giocare all'interno di un settore equo, impedendo che i top club traggano vantaggio da capitali esterni, e riporta in auge l'importanza di una buona governance per mantenere una stabilità finanziaria.

Ramchandani, Plumley e Wilson (2018) hanno analizzato in che modo il FFP ha impattato sulla competitività dei top cinque campionati europei, utilizzando l'indice di equilibrio competitivo di Herfindahl (HICB) in due periodi (pre e post introduzione FFP). Per ogni lega analizzata, il punteggio HICB medio post FFP è risultato superiore, segno di una diminuzione dell'equilibrio competitivo. Questo gap è risultato essere statisticamente significativo per Spagna, Germania e Francia e in particolar modo i dati sostengono la tesi secondo cui il Bayern Monaco stia creando un monopolio nel calcio tedesco.

Anche Peeters e Szymanski (2013) dimostrano empiricamente che l'introduzione del break-even point non abbia aumentato il livello generale di competitività generando una pressione al ribasso sui salari, ma che al contrario abbia reso più difficoltoso per i piccoli club contrastare il dominio dei top.

Tuttavia, sarebbe superficiale sostenere che il FFP finanziario sia la causa principale dell'aumento del gap tra top e middle club ma sembra corretto affermare che, di certo, tale regolamentazione, pur introdotta con buone intenzioni, non abbia impedito un aumento del divario. La regola del pareggio di bilancio ha dimostrato le sue debolezze nella creazione di valore, nella possibilità di far crescere il settore attraverso investimenti esterni e nel preservare l'equilibrio competitivo, segno che probabilmente altre soluzioni potrebbero essere intraprese.

### **3.3 SOLUZIONI ALTERNATIVE: confronto con modello americano**

Per meglio comprendere eventuali soluzioni sostitutive al FFP occorre delineare quelle che sono le peculiarità del sistema sportivo americano e le principali differenze con il contesto europeo.

Il movimento americano si fonda su due pilastri: stabilità economica e spettacolarità; la prima, intesa come solidità dei proprietari dei club, si manifesta nella possibilità di ingresso nel circuito solo ad investitori che presentano una credibilità economica riconosciuta (aspetto che in Europa non accade, basti pensare al caso di Yonghong Li presentato nel Capitolo 2). Lato azionisti, il sistema chiuso, privo di retrocessioni e promozioni e tipico del modello americano, tutela l'investimento che non verrà ridimensionato da un eventuale ultimo posto e retrocessione in una lega inferiore. La seconda è, invece, relativa alla qualità del prodotto offerto: i club di NBA e NFL prestano una particolare attenzione all'intrattenimento che sfocia nell'organizzazione di eventi di interesse mondiale, Superbowl e All Star Game, in cui l'aspetto sportivo è correlato con lo spettacolo con l'obiettivo di attirare un pubblico più ampio che va oltre i tifosi. Tutto ciò ha determinato un aumento del potere contrattuale delle leghe americane nei confronti di tv e sponsor al punto che la NFL ha generato nel 2019 ricavi stimati intorno ai \$17 miliardi, di cui oltre \$5 miliardi per i diritti tv; nello stesso anno la Champions League ha generato €2,853 miliardi a fronte di un bacino di spettatori per la finale di 94 milioni contro i 150 milioni del



Superbowl, una differenza notevole ma che non spiega da sola il gap di fatturato. (nota i prezzi per gli slot pubblicitari durante la programmazione del Superbowl arrivano a \$5 milioni per trenta secondi). I proprietari delle franchigie massimizzano il profitto, gestiscono collettivamente la lega e non rispondono a nessun tipo di organo di governo sportivo. Ogni lega può avere un commissario con ruoli coordinativi che viene assunto e può essere licenziato in seguito a votazione.

In Europa, invece, il pilastro fondamentale dello sport è il risultato; la spettacolarità non è di certo favorita dal modello aperto che prevede un sistema di promozioni e retrocessioni in ambito nazionale e internazionale. Atleti e tifosi vivono la competizione con maggiore serietà e questo contribuisce alla già citata tendenza di andare oltre la stabilità finanziaria per raggiungere obiettivi sportivi. Tale differenza va cercata anche nelle differenze culturali tra USA e Europa: negli USA la popolazione vive di spettacolarità e intrattenimento in ogni aspetto, dal cinema alla musica, e ciò si manifesta anche nelle competizioni sportive; in Europa, invece, lo sport è spesso inteso come parte integrante della cultura e dell'identità nazionale, le squadre sono più strettamente legate alle comunità locali e il risultato sportivo può avere impatti significativi sull'umore della gente e sulla coesione sociale.

Peeters e Szymanski (2013) riassumono così gli aspetti peculiari del modello europeo:

1) governance: il sistema di governance è gerarchico e piramidale, gli organi di governo nazionali e internazionali siedono ad un vertice, al di sotto del quale si pongono le leghe professionistiche e i loro club membri e ancora più in basso il calcio amatoriale.

2) sistema di promozioni e retrocessioni

3) competizioni multiple: nel Nord America i club giocano esclusivamente contro squadre della propria lega, mentre in Europa ci sono competizioni nazionali ed internazionali.

4) funzione obiettivo: le franchigie americane ricercano la massimizzazione del profitto, mentre i club europei sono nati con un orientamento al risultato che, solo recentemente e per alcuni club, ha aperto alla possibilità di ottenere un ritorno economico, in ogni caso finalizzato ad

incrementare le performance sportive in un circolo vizioso che ritrova come obiettivo primario la vittoria.

### **3.3.1 SALARY CAP**

Il modello americano presenta due elementi, Salary Cap e Luxury Tax, il cui inserimento nel calcio europeo potrebbe favorire il raggiungimento dei due obiettivi dichiarati dalla UEFA con l'introduzione del FFP: stabilità economica ed equilibrio competitivo.

Il Salary Cap costituisce un meccanismo per stabilire il totale di denaro che ciascuna franchigia può impiegare per i salari dei giocatori nel proprio roster. Questa regolamentazione mira a salvaguardare l'equilibrio economico delle squadre e a mantenere una competizione bilanciata. Nel caso di superamento di un determinato limite, scatta una Luxury Tax, una sorta di penalità finanziaria. Questo modello è ampiamente adottato nelle principali leghe sportive americane, la NFL, la MLB, la NHL, la MLS e la NBA.

Negli Stati Uniti, il concetto di Salary Cap è stato inizialmente introdotto nel 1946 nella NBA, abolito l'anno successivo e ripreso nel 1983, in seguito al Collective Bargaining Agreement (CBA), stipulato dalla lega e dal sindacato dei giocatori (NBPA). A differenza di un Hard Cap, che non può essere superato senza eccezioni, il Soft Cap della NBA, in contrasto con quanto accade nelle altre leghe professionistiche americane, consente alle franchigie di superare il limite, ma solo in circostanze specifiche definite nel CBA.

Il Salary Cap NBA comprende quattro soglie principali:

-Salary Floor: rappresenta la spesa minima obbligatoria per ogni squadra

-Salary Cap: è il massimo consentito per i salari

-Luxury Tax Line: è il limite che, se superato, comporta una penale

-Apron: è la soglia massima oltre la quale alcune operazioni di mercato sono vietate.

Il Salary Cap viene calcolato prima della stagione sulla base delle previsioni del Basket Related Income (BRI), ovvero i proventi prospettici derivanti dalla lega prendendo in considerazione

tutte le principali voci di ricavo delle franchigie. Prima dell'inizio del mercato, il sindacato dei giocatori e il commissioner della lega si incontrano per negoziare l'ammontare del BRI previsto, su cui sarà calcolato il Salary Cap stagionale. Le discussioni sul BRI possono diventare intense e, in casi estremi, possono portare ad uno sciopero dei giocatori per mancanza di accordo sulla ripartizione dei proventi e ad un Lockout, come accaduto nel 2011. La valutazione del tetto salariale riflette quella che è la reale condizione finanziaria della lega e le modalità di decisione permettono alla NBA di modulare le cifre alle reali condizioni economiche delle squadre. Questo approccio, diametralmente opposto ai principi del FFP, ha garantito negli anni la solidità finanziaria delle leghe sportive americane e potrebbe essere la soluzione adatta a risollevarle le finanze delle società calcistiche europee.

L'imposizione del Salary Cap potrebbe permettere ai club di indirizzare una parte delle risorse attualmente destinate al monte ingaggi verso investimenti sostenibili e innovativi (costruzione/miglioramento stadio o strutture di allenamento e settore giovanile in primis). Allo stesso tempo sarebbe garantito un maggiore equilibrio competitivo in seguito alla distribuzione dei talenti che da anni permette alla NBA di portare alla vittoria club diversi. I top player, infatti, spinti da ambizioni economiche, si accaserebbero nei club con più spazio salariale, garantendo una crescita in termini di prestazioni a club altrimenti destinati a galleggiare nella mediocrità. Naturalmente occorrerebbe adattare il sistema di regole al contesto europeo, differente come visto in precedenza da quello americano, ed evitare un aggiramento delle direttive che potrebbe essere raggiunto attraverso un abbassamento dell'ingaggio e la stipulazione di contratti di sponsorizzazione tra il calciatore e società amiche, un meccanismo che ricorda nei modi quello utilizzato da PSG e Manchester City per aggirare i paletti del FFP.

La Luxury Tax, invece, è stata istituita per permettere alle franchigie che ne hanno bisogno di sfiorare il limite imposto dal Salary Cap al fine di non rallentare i progetti di crescita, dietro pagamento di una multa destinata per il 50% ad essere utilizzata dall'organizzazione e per la restante parte distribuita tra le squadre che non hanno superato la soglia. Il significato di questa tassa va ricercato sempre nella volontà di mantenere un certo equilibrio nella lega, in quanto il vantaggio sportivo che ne potrebbe derivare verrebbe compensato da un introito economico per i club rimasti nei paletti imposti.

A questi due aspetti vanno aggiunte altre restrizioni adottate negli anni dalle principali leghe americane che prevedono la vendita collettiva dei diritti di trasmissione e di merchandising, i

cui proventi vengono divisi equamente tra le squadre, il gate revenue sharing, che permette alla squadra ospite di ricevere una quota delle entrate da gara, e il draft, attraverso il quale vengono ingaggiati giocatori che non sono sotto contratto con nessun team americano e che solitamente provengono dai college o da campionati europei.

Tutte queste norme preservano l'equilibrio competitivo e permettono anche ai club di incrementare la propria redditività secondo i seguenti due principi:

-il rispetto di un tetto salariale impedisce a tutti i club di partecipare alle contrattazioni e il modello draft assegna l'esclusività di poter ingaggiare un giocatore ad una singola squadra. In questo modo non si verifica l'effetto asta tipico del calciomercato europeo e si riduce il potere contrattuale dell'atleta che sarà costretto ad accettare un compenso inferiore, generando una quasi rendita appropriabile dalla franchigia.

-la condivisione delle entrate riduce il ritorno (in termini economici) di una vittoria e di conseguenza si mitiga l'incentivo ad assumere giocatori migliori per cercare il successo. Al di là delle restrizioni salariali c'è meno tendenza all'overinvestment che, anche in questo caso, si traduce in una quasi rendita per la proprietà.

Ad oggi, la UEFA si è limitata ad imporre una soglia percentuale del fatturato da non sfiorare con il monte ingaggi. Si tratta certamente di un passo in avanti per garantire la stabilità economica, ma pare evidente che l'uguaglianza della normativa non garantisce equità tra i club, dal momento che le società più predisposte a generare ricavi mantengono un vantaggio posizionale. Occorre sottolineare che nel modello americano le restrizioni sono di natura orizzontale, in quanto frutto di accordi tra concorrenti che operano sullo stesso livello. Il FFP è, invece, stato proposto (o imposto) dall'organo di governo, la UEFA, in qualità di regolatore dei club che partecipano alle competizioni da essa organizzate. Si tratta, dunque, di un sistema di vincoli di natura verticale che secondo molti può soffocare l'innovazione e la crescita dei club europei.

Come sostiene Franck (2014), pare evidente che le normative americane sono favorite da un modello chiuso e la loro applicazione risulta complicata in un contesto come quello che caratterizza il calcio europeo. In primis, i club variano notevolmente in termini di dimensioni e risorse finanziarie e l'implementazione di una soglia potrebbe risultare problematica data la grande disparità economica. Ogni paese europeo, inoltre, ha il proprio sistema legale e

normativo e la creazione di un modello uniforme potrebbe essere ostacolata dalle notevoli differenze culturali e giuridiche presenti. Si potrebbe, dunque, pensare di adattarlo esclusivamente ai club che partecipano alla Champions League, ma anche in questo caso la struttura aperta che consente la presenza di squadre diverse di anno in anno ne rende complicata la realizzazione. Da non sottovalutare, infine, l'ostracismo dell'élite del calcio europeo che potrebbe essere restia a limitare la capacità di attrarre i talenti di club inferiori attraverso salari più elevati.

### **3.3.2 SUPERLEGA**

La pandemia da Covid-19 ha generato un dissesto economico senza precedenti che non ha risparmiato il settore calcistico, anzi ha smascherato le fragilità finanziarie di alcuni club che, senza l'apporto dei ricavi da gara e con gli introiti commerciali ridotti, si sono ritrovati a fronteggiare una pesante situazione debitoria. I top club sono stati, naturalmente, quelli più colpiti a causa della ormai assodata tendenza all'overinvestment: essi sono passati, infatti, da un momento all'altro da una crescita continua dei fatturati ad uno scenario in cui i costi sono rimasti invariati, i debiti aumentati e i ricavi crollati. È bastato chiudere gli stadi per poco più di una stagione per mettere alla luce le fragilità e il precario equilibrio su cui si poggiava il calcio europeo.

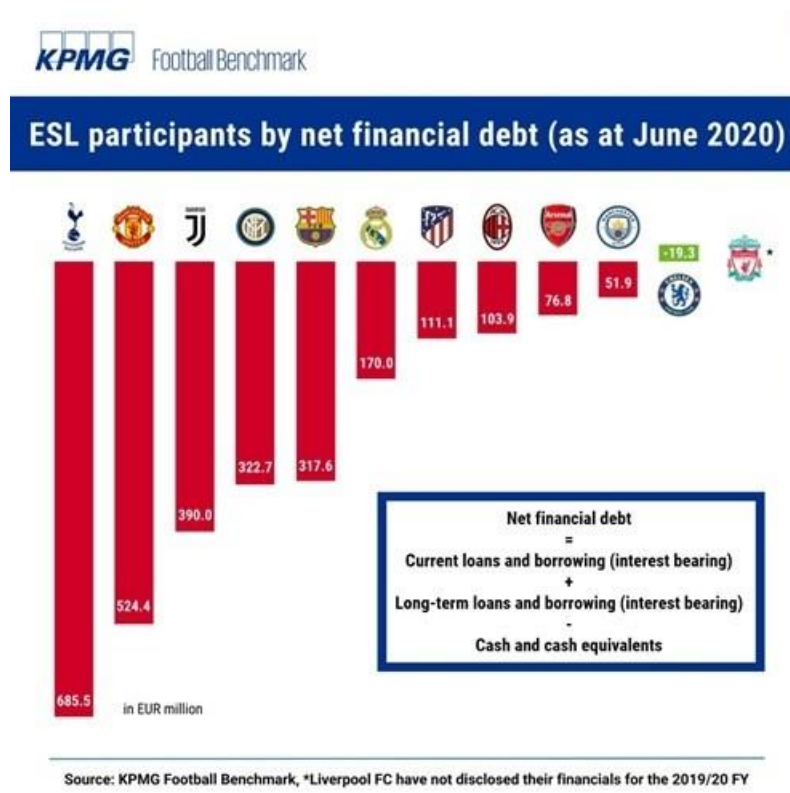
I club di vertice criticano la UEFA per una gestione inefficace sottolineando che, nonostante il calcio sia lo sport con più seguito al mondo, genera entrate inferiori rispetto ad altri contesti sportivi, come visto in precedenza. Addirittura, nella stagione 2019-2020 anche la Premier League ha superato la UEFA in termini di entrate, registrando €3,3 miliardi contro €3 miliardi. Secondo le principali società europee per ridurre questo divario sono necessari cambiamenti essenziali che solo una struttura verticale potrebbe apportare. Ciò includerebbe più incontri di risonanza tra le grandi squadre europee, formati innovativi per coinvolgere gli appassionati e un aumento del livello di internazionalizzazione del prodotto. Come detto in precedenza, pare che la UEFA ostacoli la crescita del calcio europeo con il FFP e le società più importanti sembrano spingere verso un cambiamento della Governance calcistica europea.

È in questo contesto che il 19 aprile 2021 dodici club europei (Juventus, Milan, Inter, Manchester United, Manchester City, Liverpool, Chelsea, Tottenham, Arsenal, Real Madrid, Atletico Madrid e Barcellona) hanno annunciato in un comunicato congiunto la creazione di

una nuova competizione continentale: “i Club Fondatori auspicano l'avvio di consultazioni con UEFA e FIFA al fine di lavorare insieme cooperando per il raggiungimento dei migliori risultati possibili per la nuova Lega e per il calcio nel suo complesso. La creazione della Super League arriva in un momento in cui la pandemia globale ha accelerato l'instabilità dell'attuale modello economico del calcio europeo. Inoltre, già da diversi anni, i Club Fondatori si sono posti l'obiettivo di migliorare la qualità e l'intensità delle attuali competizioni europee nel corso di ogni stagione, e di creare un formato che consenta ai top club e ai loro giocatori di affrontarsi regolarmente”

In Figura 10 sono riportati i debiti netti dei club fondatori al giugno 2020 che evidenziano la precaria situazione finanziaria.

Figura 10: situazione debitoria dei club fondatori della Superlega, fonte KPMG



Un ulteriore problema rilevante nel contesto attuale delle competizioni europee è legato all'elevato livello di incertezza che le economie dei club devono affrontare. Come evidenziato nel secondo capitolo, i guadagni derivanti dalla partecipazione alle coppe europee rappresentano una parte significativa del bilancio di un club. Le squadre di prestigio investono considerevoli risorse nelle campagne di trasferimento con l'obiettivo di qualificarsi per le

competizioni continentali più prestigiose. Tuttavia, nel calcio, uno sport in cui il successo sul campo non sempre corrisponde agli investimenti finanziari, è possibile che una squadra venga eliminata in modo prematuro o, addirittura, non riesca a qualificarsi. Questa situazione crea un'instabilità finanziaria considerevole nei bilanci dei club, e le stime fatte all'inizio della stagione possono rivelarsi eccessivamente ottimistiche a fine anno. I posti disponibili sono limitati, e spesso si verificano situazioni in cui alcune società registrano entrate inaspettate legate a una promozione improvvisa, mentre altre subiscono difficoltà finanziarie a causa di retrocessioni inattese.

Il calcio, oggi più che mai, non può ignorare l'aspetto finanziario, e i club devono essere gestiti come vere e proprie aziende prima che come entità sportive. Questa instabilità finanziaria genera turbolenze significative nei bilanci delle società, e con le dimensioni del settore attuale, tale situazione è diventata quasi insostenibile.

Il progetto Superlega inizialmente prevedeva la presenza di 20 club, 15 partecipanti di diritto e 5 determinati attraverso un meccanismo di qualificazione, divisi in due gironi da 10 squadre che in una fase iniziale si sarebbero sfidati in partite di andata e ritorno in una sorta di campionato che avrebbe poi decretato le qualificate alla fase finale della competizione. Facendo un paragone con l'attuale Champions League, in cui ogni squadra gioca un minimo di 6 partite fino ad un massimo di 13, la Superlega avrebbe garantito un minimo di 18 partite con un massimo di 25. Si sarebbe trattato di un torneo più simile alle leghe americane che ha già trovato spazio in Europa con l'Eurolega di basket, competizione nata dalla spaccatura tra FIBA, storica federazione mondiale, e ULEB (Unione delle Leghe Europee di Basket), in un meccanismo che ricorda il conflitto tra UEFA e le società favorevoli alla Superlega.

Uno dei promotori del progetto, Andrea Agnelli, ha affermato che *"il calcio sta vivendo una crisi enorme di appeal che investe le nuove generazioni. Hanno inciso gli stadi chiusi da un anno. I più giovani vogliono i grandi eventi e non sono legati a elementi di campanilismo. La mia generazione lo era molto di più. Il 40 per cento dei ragazzi tra i 15 e i 24 anni non prova alcun interesse per il calcio. Per chi ha figli di dieci, quindici, vent'anni la disaffezione è più che palpabile: i giovani si interessano ad altre cose. Questo triste fenomeno ha subito un'accelerazione a causa della pandemia. Serve una competizione in grado di contrastare quello che loro riproducono sulle piattaforme digitali, trasformando il virtuale in reale. Attraverso Fifa crei la tua competizione, quella competizione va riportata nel mondo reale.*

*Andiamo incontro ai giovani, che ora hanno come centro dell'attenzione Call of Duty o Fortnite".* Per l'ex presidente della Juventus l'importanza dell'innovazione del calcio risiede nella necessità di adattarsi ai cambiamenti culturali e tecnologici che stanno ridefinendo le esperienze e le preferenze dei giovani. Ciò potrebbe tradursi in una maggiore presenza digitale, con contenuti interattivi e coinvolgenti su piattaforme online, ma anche in iniziative che integrano il mondo virtuale con quello reale, creando esperienze uniche e memorabili che vanno al di là del semplice spettacolo sportivo, con l'obiettivo di consentire al calcio di rimanere rilevante in un mondo in continua evoluzione. Solo attraverso soluzioni innovative si può sperare di invertire la tendenza attuale e garantire che questo sport continui ad ispirare generazioni future. La Superlega permetterebbe la messa in scena frequente, come nelle leghe Americane, di partite ad alto tasso tecnico tra i migliori club e i migliori giocatori, sicuramente più attrattive per il nuovo giovane pubblico. Se si considera il calcio come un business, l'innovazione e la proposta di nuove soluzioni non sono altro che un ulteriore passo per migliorare il prodotto offerto e garantire sostenibilità al settore.

Le ragioni alla base del progetto sono, dunque, di natura economica: i club al vertice vogliono essere in prima linea nella gestione dei premi senza l'intermediazione della UEFA e soprattutto senza l'obbligo di dividere le ricavi della competizione con squadre minori che, a loro detta, incassano senza dare valore aggiunto al torneo. Il progetto sarebbe stato, inoltre, finanziato dalla banca statunitense JP Morgan, garantendo ai club fondatori un prestito di €3,5 miliardi a tassi molto bassi, tra il 2% e il 3%, da utilizzare per investimenti infrastrutturali e sistemare i bilanci, oltre che contributi di solidarietà da distribuire al calcio europeo dal valore di €10 miliardi in 23 anni. Tuttavia, le reazioni all'annuncio non sono state quelle sperate dai club fondatori. Organi di governo calcistici e non, media, tifosi, giocatori e allenatori hanno condannato il progetto, visto come una minaccia alla tradizione, all'equità e all'integrità del gioco. Tra gli aspetti più criticati la natura elitaria e non meritocratica della competizione che avrebbe impedito a club minori di partecipare, situazione riassunta nelle parole dell'allenatore del Liverpool Jurgen Klopp: *"le cose più importanti del calcio sono i tifosi e la loro squadra, e dobbiamo assicurarci che niente si metta in mezzo tra loro. Mi piace l'aspetto competitivo del calcio, mi piace l'idea che il West Ham abbia una chance di giocare in Champions League la prossima stagione. La gente non è felice di questa situazione e posso capirla."*

La UEFA, nelle parole del suo presidente Aleksander Ceferin, ha rimarcato la sua contrarietà al progetto minacciando esclusioni a società e giocatori, appoggiata dalle federazioni nazionali.



La reazione dei tifosi e dell'opinione pubblica ha spinto molte squadre a fare retromarcia sulla nuova manifestazione e, appena 48 ore dopo l'annuncio, ci sono state le prime defezioni. I primi a rinunciare sono stati i club inglesi seguiti da Inter, Milan e Atletico Madrid, mentre Juventus, Real Madrid e Barcellona sono rimasti fedeli al progetto. Successivamente, la UEFA ha varato sanzioni per €100 milioni e l'esclusione alle coppe per due stagioni ai club che vi avrebbero preso parte. Tuttavia, il 21 dicembre del 2023 la Corte Europea, in seguito al ricorso della European Superleague Company, ha emesso una sentenza storica per il calcio europeo che ha stabilito che le norme della UEFA e della FIFA sull'approvazione preventiva delle competizioni calcistiche sono contrarie al diritto dell'Unione Europea. La Superlega aveva accusato la UEFA di abusare della propria posizione dominante sul mercato delle competizioni calcistiche ed, essendo l'organizzazione di competizioni calcistiche e lo sfruttamento dei diritti mediatici attività economiche, la Corte Europea ha dichiarato illegittimo il monopolio, legittimando, di fatto, l'organizzazione di competizioni al di fuori della giurisdizione di UEFA e FIFA ed aprendo a potenziali nuovi scenari per il calcio europeo, come successo in seguito alla sentenza Bosman. In seguito a ciò, l'A22 Sports, società istituita per lanciare il nuovo progetto, ha presentato una nuova proposta: un torneo con 64 squadre divise in tre leghe (16 in Star, 16 in Gold e 32 in Blue), con promozioni e retrocessioni. Ogni anno, la Superlega vedrebbe dunque una vincitrice (quella della Star League), due promosse in prima serie, ovvero le finaliste della Gold League, che sostituirebbero le ultime due classificate dei gironi della Star (e retrocesse in Gold) e due promosse dalla Blue alla Gold (con due retrocesse, nella stessa modalità della serie superiore). Delle 32 partecipanti alla Blue League, ogni anno venti sarebbero sostituite ogni stagione da altre in base ai piazzamenti nei campionati nazionali.

Questa nuova proposta sembra accogliere meglio i valori di meritocrazia alla base dello sport; tuttavia, la strada verso il cambiamento del calcio europeo sembra ancora lunga e tortuosa, in primis a causa della presenza ingombrante della UEFA, che, economicamente parlando, vanta i vantaggi del monopolista e del first mover e ha radici profonde nel tessuto calcistico, in secondo luogo a causa dei tifosi, la cui maggioranza non comprende elementi basilari di economia, finanza e strategia ed è restia ad accettare un cambiamento di paradigma che possa minare tutte le loro certezze (e qui chi scrive si sente in dovere di citare Ford: "se avessi chiesto ai miei clienti cosa volevano, mi avrebbero risposto un cavallo più veloce"). Il cambiamento fa paura ed è spesso ostacolato, ma la storia del calcio ha dimostrato,

dall'istituzione dei Mondiali alla legge Bosman, dalla nascita della Coppa dei Campioni all'affermazione del formato della Champions League, dall'ingresso delle televisioni nel settore alla presenza di sponsor sulle maglie, che ciò che fa da contorno conta poco. Il calcio avrà sempre il suo seguito, ma è inevitabile che si evolva per adattarsi ai tempi moderni e alle esigenze dei suoi protagonisti.

### **3.3.3 NUOVA UEFA CHAMPIONS LEAGUE**

Nel corso degli anni la UEFA ha più volte modificato il format della massima competizione per club europei. Dal 1955 al 1991 prendevano parte alla Coppa dei Campioni le vincenti dei campionati nazionali più i campioni in carica in un torneo ad eliminazione diretta, mentre a partire dall'edizione del 1992-1993 la UEFA ha introdotto una fase a gironi denominata UEFA Champions League dopo gli ottavi di finale in sostituzione di quarti e semifinali. La Champions League fu, dunque, inizialmente una specifica fase all'interno della Coppa dei Campioni, istituita per aumentare il numero di partite (e di conseguenza i ricavi) e garantire più partite ad un numero maggiore di squadre. Si verificò un vero e proprio rebranding: la nuova competizione, ispirandosi allo sport americano, fu dotata di un proprio logo e fu anche composto il famoso inno ufficiale da Tony Britten. A livello televisivo, la UEFA centralizzò le trattative riservandosi il diritto di vendere la trasmissione delle partite al migliore offerente. Il Segretario Generale della UEFA tra il 1989 e il 2003 Gerhard Aigner ha affermato che tale trasformazione fu richiesta da numerosi club in quanto la competizione stava perdendo l'appello a causa del confronto con la secondaria Coppa UEFA, che aveva un maggiore potenziale dal punto di vista commerciale a causa del regolamento che consentiva la presenza di più club dei campionati principali. Da lì in poi, la Champions League ha identificato l'intero torneo ed è cresciuta di importanza e ricchezza. È aumentato il numero di gironi e qualche anno dopo la competizione è stata aperta anche alle seconde, le terze e le quarte qualificate dei principali campionati europei.

Le considerazioni sui ricavi derivanti dalla partecipazione alla UEFA Champions League offrono uno sguardo intrigante sulle dinamiche finanziarie che influenzano il calcio europeo. È indiscutibile che per i club di calcio di élite, partecipare e avere successo in questa prestigiosa competizione rappresenti un aspetto fondamentale della loro strategia economica. La classifica stilata dalla Gazzetta dello Sport in Figura 11, che evidenzia i club che hanno incassato di più dalla Champions League nel periodo dal 1992 al 2022, offre un'idea chiara della

portata finanziaria di questa competizione. Con più di €11 miliardi distribuiti tra 17 club, è evidente che la Champions League costituisce una fonte significativa di entrate per i club partecipanti. Ciò che emerge da queste analisi è quanto i premi della Champions League possano rappresentare una parte sostanziale del fatturato complessivo dei club che si affacciano alla competizione una tantum. CalcioeFinanza si sofferma su questo aspetto, dando evidenza che nella stagione 2015-2016 la quota relativa ai premi UEFA raggiungeva il 30% del fatturato per club di seconda fascia, quali Roma e Atletico Madrid, mentre si assestava tra il 9% e il 20% per le società più grandi. Questo sottolinea l'importanza critica della competizione non solo sul piano sportivo, ma anche su quello economico: per molti club, infatti, la partecipazione può influenzare direttamente la loro capacità di investire in giocatori, strutture e sviluppo a lungo termine. Tuttavia, va anche sottolineato che la dipendenza eccessiva dai premi della Champions League può comportare rischi: fare affidamento troppo pesantemente su questa voce può portare a un ciclo di pressione finanziaria e risultati deludenti, specialmente per quei club minori che non riescono a qualificarsi regolarmente per la competizione. La Roma, infatti, ha goduto per un certo periodo di una presenza regolare nella massima competizione europea e ciò ha permesso la costruzione di una squadra competitiva, arricchita da giocatori di talento con salari medio-alti. Tuttavia, quando la società capitolina ha iniziato a mancare la qualificazione per un periodo prolungato, ciò ha avuto conseguenze significative sulle sue finanze e sulla sua capacità di mantenere un'elevata qualità nella squadra. La mancanza di entrate derivanti dalla partecipazione alla Champions League ha costretto il club a ridimensionare le sue ambizioni di mercato e a rivedere al ribasso i suoi budget per i trasferimenti e i salari dei giocatori.

*Figura 11: classifica incassi da Champions League dal 1992 al 2022*

1. Bayern Monaco - 1.037 milioni di euro
2. Real Madrid - 1.036 milioni di euro
3. Barcellona - 984 milioni di euro
4. **Juventus - 934 milioni di euro**
5. Chelsea - 785 milioni di euro
6. Manchester United - 765 milioni di euro
7. PSG - 696 milioni di euro
8. Manchester City - 630 milioni di euro
9. Liverpool - 575 milioni di euro
10. Atletico Madrid - 542 milioni di euro
11. Borussia M. - 525 milioni di euro
12. Lione - 523 milioni di euro
13. Arsenal - 494 milioni di euro
14. Porto - 448 milioni di euro
15. **Roma - 448 milioni di euro**
16. **Inter - 413 milioni di euro**
17. **Milan - 413 milioni di euro**

Nell'aprile 2021, in risposta alla nascita della Superlega, la UEFA ha annunciato un nuovo cambiamento nel formato della Champions League a partire dal 2024. Le squadre passeranno da 32 a 36 e gli 8 gironi saranno sostituiti da un girone unico in cui ciascuna squadra non affronta le restanti 31, ma solo 8 club scelti dal sorteggio. Al termine della prima fase, in cui il numero minimo di partite garantite per ciascuna squadra è di 8 contro le 6 dell'attuale formato, le prime 8 classificate sono qualificate per gli ottavi di finale, mentre le squadre dalla 9° alla 24° si affronteranno nei playoff per decretare le restanti 8 finaliste. Da qui in poi il torneo proseguirà con il solito formato di andata e ritorno fino alla finale in partita secca. Questa nuova organizzazione permetterà di incrementare il numero di partite totali della competizione, con tutti i vantaggi che ne derivano per UEFA e club partecipanti in termini di vendita di diritti tv ed entrate da stadio. CalcioeFinanza si sofferma sulle cifre che la UEFA garantirà ai club partecipanti, sottolineando che rispetto all'attuale formato ci sarà un incremento di €500 milioni. I €2,5 miliardi che la UEFA prevede di distribuire alle 36 squadre partecipanti saranno così divisi:

-bonus partecipazione di €678,5 milioni (€500 milioni con l'attuale formato)

-bonus risultati di €925,3 milioni (€600,6 milioni con l'attuale formato)

-market pool e coefficienti: €863,6 milioni (contro i €900,9 milioni dell'attuale formato).

La nuova proposta della UEFA ricorda vagamente il modello americano NBA nella prima fase di regular season: più partite e più possibilità di scontri tra club di medio-alto livello. L'aumento del numero di partecipanti sembra venire incontro sia alle leghe intermedie sia ai top club: dei quattro club in più previsti, due saranno scelti tra i campionati di medio livello e due saranno riservati ai club con più prestigiosi che non hanno ottenuto la qualificazione alla competizione. Tuttavia, nonostante i favori dell'opinione pubblica e delle classi dirigenziali, rimangono perplessità per quanto concerne il numero di partite che le squadre devono affrontare durante la stagione. Se da un lato, infatti, incrementare il numero di match permetterà una crescita dei ricavi, allo stesso tempo potrebbe causare un aumento degli infortuni ed una conseguente diminuzione della qualità del prodotto offerto. Il sindacato giocatori non si è espresso e come sottolinea un articolo de *L'ultimo Uomo magari, a forza di parlare di NBA in relazione al calcio europeo, ci si renderà conto che uno dei suoi punti di forza è anche il grande potere politico del sindacato dei giocatori.*

In conclusione, come scritto, ciascuna delle tre proposte presenta i suoi pro e i contro nell'applicabilità in un contesto che tenga conto di tutti gli stakeholders in gioco. Quale sia la soluzione migliore rimane oggetto di dibattito e di opinioni divergenti. La diversità di opinioni e prospettive è ciò che rende questo dibattito così stimolante e significativo. È attraverso il confronto aperto e il dialogo costruttivo che si potranno trovare le migliori soluzioni per il futuro del calcio europeo, garantendo che il gioco continui a ispirare e coinvolgere appassionati di tutte le età e provenienze. Ciò che è certo è che il calcio europeo ha bisogno di innovazione e cambiamento per adattarsi ai tempi moderni e alle esigenze in continua evoluzione dei suoi protagonisti.





# **CAPITOLO 4**

## **ANALISI EMPIRICA**

### **4.1 RICHIAMO LETTERATURA**

Nel secondo e nel terzo capitolo sono state descritte alcune caratteristiche del settore calcistico europeo, con un focus particolare sulla tendenza delle società a spendere oltre le proprie capacità per raggiungere l'obiettivo sportivo. A partire dalla seconda metà degli anni 90, in seguito alla sentenza Bosman e alla globalizzazione del prodotto calcio, questo modus operandi si è accentuato e si è andata a delineare una situazione in cui i top club hanno ottenuto entrate sempre maggiori da sponsor ed emittenti televisive, aumentando il gap con club di fascia inferiore. La crescita dei fatturati ha permesso ad una ristretta cerchia di società di poter investire in maniera più aggressiva sul mercato dei trasferimenti, acquisendo i migliori talenti calcistici e offrendo stipendi più elevati per attirare giocatori di calibro mondiale. Questo ciclo virtuoso ha consolidato ulteriormente il dominio dei club di vertice nel calcio europeo, aumentando la disparità economica e sportiva tra loro e i club di livello più basso. Inoltre, la globalizzazione del prodotto calcio ha ampliato il mercato di riferimento per i club di punta, consentendo loro di raggiungere un pubblico globale sempre più vasto. Ciò ha aumentato ulteriormente il valore dei diritti televisivi, poiché le emittenti hanno cercato di soddisfare la domanda internazionale per le partite dei migliori campionati europei. Questo circolo virtuoso ha favorito i club di vertice, permettendo loro di accrescere ulteriormente le proprie risorse finanziarie e di mantenere il loro dominio nel panorama calcistico europeo. Questa crescente disparità economica ha generato preoccupazioni riguardo alla competitività del calcio europeo e ha portato la UEFA ad introdurre un sistema di regole, il Fair Play Finanziario, per limitare l'overinvestment che stava sempre più caratterizzando il settore.

In questo capitolo sarà effettuata un'analisi empirica per valutare l'impatto del market value della rosa, del saldo mercato e del monte ingaggi sulle prestazioni dei club all'interno della UEFA Champions League. Il presente lavoro deriva da un'attenta analisi della letteratura esistente e si differenzia da lavori precedenti in quanto il focus è sulla massima competizione europea e non sui singoli campionati nazionali.

Molto importante è il contributo di Mutz e Gerhards (2016) in cui si analizzano i dodici migliori campionati europei di calcio dalla stagione 2011-2012 al 2015/2016 per indagare la relazione



tra valore di mercato della rosa e il successo all'interno della competizione nazionale. I due autori hanno dato evidenza di un'alta correlazione tra vittoria e market value; tuttavia, tale effetto è diverso per i diversi campionati e ciò si spiega con lo squilibrio competitivo della lega: in Spagna, infatti, spiega il 76,7% della varianza, mentre in Russia solo il 48,8%. In conclusione, i risultati ottenuti hanno dimostrato che all'inizio di una stagione il successo sportivo può essere previsto conoscendo i valori di mercato delle squadre concorrenti: in 60 stagioni analizzate, 38 volte la squadra con il più alto valore di mercato ha vinto il campionato nazionale, 15 volte quella con il secondo valore più alto e 6 volte quella con il terzo valore. Solo in un caso, il Leicester nella Premier League 2015/2016, uno sfavorito è stato decretato campione.

Altri studi hanno dimostrato uno stretto legame tra prestazioni individuale dei giocatori ed il loro salario anche in altri sport di squadra (Lucifora e Simmons 2003; Vincent e Eastman 2009; Frick 2011; Torgler e Schmidt 2007; Lee e Harris 2012) e tra monte ingaggi e performance collettiva di squadra (Szymanski 2000; Hall *et al.* 2002; Pedace 2008; Kuper e Szymanski 2009).

In particolare, il contributo di Szymanski ha evidenziato che il monte ingaggi dei club inglesi di Premier League e Championship tra il 1978 e il 1997 spiegava il 92% delle variazioni delle posizioni in classifica, contro il 16% della varianza spiegata dal saldo mercato. Tale risultato è stato confermato anche nello studio condotto nel decennio 2007-2016, segno che nel lungo periodo ed in ambito nazionale alti stipendi aiutino i club a raggiungere migliori posizioni in classifica.

Da citare anche il lavoro di Leksowski (2021) che analizza la relazione tra la performance in Champions League ed Europa League tra il 2014/2015 e il 2018/2019 e la spesa per l'acquisto dei giocatori e per gli stipendi dei 20 club europei con fatturato più elevato al momento dell'analisi. Anche in questo studio, c'è evidenza che i club con monte ingaggio più elevato hanno maggiore successo, mentre la spesa sostenuta durante le sessioni di calciomercato non giustifica migliori performance. È proprio a partire dai limiti di questo modello, ossia il breve periodo di tempo analizzato e la ristretta cerchia di club selezionati, che il presente lavoro cercherà di rispondere alle seguenti domande di ricerca nel contesto della massima competizione europea:

-c'è una relazione tra il market value della squadra e performance sportiva?

-c'è una relazione tra il monte ingaggi e performance sportiva?

-chi spende di più ottiene migliori risultati?

-il Ranking UEFA maturato nelle stagioni precedenti impatta sul risultato?

#### **4.2 DATI E VARIABILI**

Il campione analizzato comprende per ogni stagione dal 2013-2014 al 2022-2023 i 32 club che hanno partecipato alla UEFA Champions League. In tabella sono riportati i club soggetto di analisi.

Tabella 8: elenco club soggetto di analisi

2013-2014		2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
Club	Nazione	Club	Nazione	Club	Nazione	Club	Nazione	Club	Nazione
Ajax	Olanda	Ajax	Olanda	Arsenal	Inghilterra	Arsenal	Inghilterra	Anderlecht	Belgio
Anderlecht	Belgio	Anderlecht	Belgio	Astana	Kazakistan	Atletico Madrid	Spagna	APOEL	Cipro
Arsenal	Inghilterra	APOEL	Cipro	Atletico Madrid	Spagna	Barcellona	Spagna	Atletico Madrid	Spagna
Atletico Madrid	Spagna	Arsenal	Inghilterra	Barcellona	Spagna	Basilea	Svizzera	Barcellona	Spagna
Austria Vienna	Austria	Athletic Bilbao	Spagna	BATE Borisov	Bielorussia	Bayer Leverkusen	Germania	Basilea	Svizzera
Barcellona	Spagna	Atletico Madrid	Spagna	Bayer Leverkusen	Germania	Bayern Monaco	Germania	Bayern Monaco	Germania
Basilea	Svizzera	Barcellona	Spagna	Bayern Monaco	Germania	Benfica	Portogallo	Benfica	Portogallo
Bayer Leverkusen	Germania	Basilea	Svizzera	Benfica	Portogallo	Besiktas	Turchia	Besiktas	Turchia
Bayern Monaco	Germania	BATE Borisov	Bielorussia	Borussia M'gladbach	Germania	Borussia Dortmund	Germania	Borussia Dortmund	Germania
Benfica	Portogallo	Bayer Leverkusen	Germania	Chelsea	Inghilterra	Borussia M'gladbach	Germania	Celtic	Scozia
Borussia Dortmund	Germania	Bayern Monaco	Germania	CSKA Mosca	Russia	Celtic	Scozia	Chelsea	Inghilterra
Celtic	Scozia	Benfica	Portogallo	Dinamo Kiev	Ucraina	Club Bruges	Belgio	CSKA Mosca	Russia
Chelsea	Inghilterra	Borussia Dortmund	Germania	Dinamo Zagabria	Croazia	Copenaghen	Danimarca	Feyenoord	Olanda
Copenaghen	Danimarca	Chelsea	Inghilterra	Galatasaray	Turchia	CSKA Mosca	Russia	Juventus	Italia
CSKA Mosca	Russia	CSKA Mosca	Russia	Gent	Belgio	Dinamo Kiev	Ucraina	Lipsia	Germania
Galatasaray	Turchia	Galatasaray	Turchia	Juventus	Italia	Dinamo Zagabria	Croazia	Liverpool	Inghilterra
Juventus	Italia	Juventus	Italia	Lione	Francia	Juventus	Italia	Manchester City	Inghilterra
Manchester City	Inghilterra	Liverpool	Inghilterra	Maccabi Tel Aviv	Israele	Legia Varsavia	Polonia	Manchester United	Inghilterra
Manchester United	Inghilterra	Ludogorec	Bulgaria	Malmo	Svezia	Leicester	Inghilterra	Maribor	Slovenia
Marsiglia	Francia	Malmo	Svezia	Manchester City	Inghilterra	Lione	Francia	Monaco	Francia
Milan	Italia	Manchester City	Inghilterra	Manchester United	Inghilterra	Ludogorec	Bulgaria	Napoli	Italia
Napoli	Italia	Maribor	Slovenia	Olympiakos	Grecia	Manchester City	Inghilterra	Olympiakos	Grecia
Olympiakos	Grecia	Monaco	Francia	Porto	Portogallo	Monaco	Francia	Porto	Portogallo
Porto	Portogallo	Olympiakos	Grecia	PSG	Francia	Napoli	Italia	PSG	Francia
PSG	Francia	Porto	Portogallo	PSV	Olanda	Porto	Portogallo	Qarabag	Azerbaijan
Real Madrid	Spagna	PSG	Francia	Real Madrid	Spagna	PSG	Francia	Real Madrid	Spagna
Real Sociedad	Spagna	Real Madrid	Spagna	Roma	Italia	PSV	Olanda	Roma	Italia
Schalke 04	Germania	Roma	Italia	Shaktar Don	Ucraina	Real Madrid	Spagna	Shaktar Don	Ucraina
Shaktar Don	Ucraina	Schalke 04	Germania	Siviglia	Spagna	Rostov	Russia	Siviglia	Spagna
Steaua Bucarest	Romania	Shaktar Don	Ucraina	Valencia	Spagna	Siviglia	Spagna	Spartak Mosca	Russia
Viktoria Plzen	Rep Ceca	Sporting Lisbona	Portogallo	Wolfsburg	Germania	Sporting Lisbona	Portogallo	Sporting Lisbona	Portogallo
Zenit SP	Russia	Zenit SP	Russia	Zenit SP	Russia	Tottenham	Inghilterra	Tottenham	Inghilterra

Tabella 9: elenco club soggetto di analisi

2018-2019		2019-2020		2020-2021		2021-2022		2022-2023	
Club	Nazione	Club	Nazione	Club	Nazione	Club	Nazione	Club	Nazione
AEK Atene	Grecia	Ajax	Olanda	Ajax	Olanda	Ajax	Olanda	Ajax	Olanda
Ajax	Olanda	Atalanta	Italia	Atalanta	Italia	Atalanta	Italia	Atletico Madrid	Spagna
Atletico Madrid	Spagna	Atletico Madrid	Spagna	Atletico Madrid	Spagna	Atletico Madrid	Spagna	Barcellona	Spagna
Barcellona	Spagna	Barcellona	Spagna	Barcellona	Spagna	Barcellona	Spagna	Bayer Leverkusen	Germania
Bayern Monaco	Germania	Bayer Leverkusen	Germania	Bayern Monaco	Germania	Bayern Monaco	Germania	Bayern Monaco	Germania
Benfica	Portogallo	Bayern Monaco	Germania	Borussia Dortmund	Germania	Benfica	Portogallo	Benfica	Portogallo
Borussia Dortmund	Germania	Benfica	Portogallo	Borussia M'gladbach	Germania	Besiktas	Turchia	Borussia Dortmund	Germania
Club Bruges	Belgio	Borussia Dortmund	Germania	Chelsea	Inghilterra	Borussia Dortmund	Germania	Celtic	Scozia
CSKA Mosca	Russia	Chelsea	Inghilterra	Club Bruges	Belgio	Chelsea	Inghilterra	Chelsea	Inghilterra
Galatasaray	Turchia	Club Bruges	Belgio	Dinamo Kiev	Ucraina	Club Bruges	Belgio	Club Bruges	Belgio
Hoffenheim	Germania	Dinamo Zagabria	Croazia	Ferencváros	Ungheria	Dinamo Kiev	Ucraina	Copenaghen	Danimarca
Inter	Italia	Galatasaray	Turchia	Inter	Italia	Inter	Italia	Dinamo Zagabria	Croazia
Juventus	Italia	Genk	Belgio	Istanbul Basaksehir	Turchia	Juventus	Italia	Francoforte	Germania
Lione	Francia	Inter	Italia	Juventus	Italia	Lilla	Francia	Inter	Italia
Liverpool	Inghilterra	Juventus	Italia	Krasnodar	Russia	Lipsia	Germania	Juventus	Italia
Lokomotiv Mosca	Russia	Lilla	Francia	Lazio	Italia	Liverpool	Inghilterra	Lipsia	Germania
Manchester City	Inghilterra	Lione	Francia	Lipsia	Germania	Malmo	Svezia	Liverpool	Inghilterra
Manchester United	Inghilterra	Lipsia	Germania	Liverpool	Inghilterra	Manchester City	Inghilterra	Maccabi Haifa	Israele
Monaco	Francia	Liverpool	Inghilterra	Lokomotiv Mosca	Russia	Manchester United	Inghilterra	Manchester City	Inghilterra
Napoli	Italia	Lokomotiv Mosca	Russia	Manchester City	Inghilterra	Milan	Italia	Marsiglia	Francia
Porto	Portogallo	Manchester City	Inghilterra	Manchester United	Inghilterra	Porto	Portogallo	Milan	Italia
PSG	Francia	Napoli	Italia	Marsiglia	Francia	PSG	Francia	Napoli	Italia
PSV	Olanda	Olympiakos	Grecia	Midtjylland	Danimarca	Real Madrid	Spagna	Porto	Portogallo
Real Madrid	Spagna	PSG	Francia	Olympiakos	Grecia	Salisburgo	Austria	PSG	Francia
Roma	Italia	Real Madrid	Spagna	Porto	Portogallo	Shaktar Don	Ucraina	Rangers	Scozia
Schalke 04	Germania	Salisburgo	Austria	PSG	Francia	Sheriff Tiraspol	Moldavia	Real Madrid	Spagna
Shaktar Don	Ucraina	Shaktar Don	Ucraina	Real Madrid	Spagna	Siviglia	Spagna	Salisburgo	Austria
Stella Rossa	Serbia	Slavia Praga	Rep Ceca	Rennes	Francia	Sporting Lisbona	Portogallo	Shaktar Don	Ucraina
Tottenham	Inghilterra	Stella Rossa	Serbia	Salisburgo	Austria	Villareal	Spagna	Siviglia	Spagna
Valencia	Spagna	Tottenham	Inghilterra	Shaktar Don	Ucraina	Wolfsburg	Germania	Sporting Lisbona	Portogallo
Viktoria Plzen	Rep Ceca	Valencia	Spagna	Siviglia	Spagna	Young Boys	Svizzera	Tottenham	Inghilterra
Young Boys	Svizzera	Zenit SP	Russia	Zenit SP	Russia	Zenit SP	Russia	Viktoria Plzen	Rep Ceca

Per la formazione del dataset si sono utilizzati i siti Capology per il monte ingaggi, Transfermarkt per market value, saldo mercato ed età media e il sito ufficiale della UEFA per

il calcolo dei coefficienti UEFA. È stato preferito Transfermarket ad altre soluzioni per le modalità di calcolo del valore della rosa. Come riportato sul sito, i valori di mercato non equivalgono al costo di trasferimento, ma sono una stima del possibile prezzo al netto di alcune variabili, come età, esperienza, condizioni fisiche, prestazioni e potenziale di crescita. In Tabella 10 sono riportate le variabili utilizzate:

*Tabella 10: elenco variabili considerate*

<b>Variabile</b>	<b>Significato</b>	<b>Fonte</b>
<b>coefUEFA</b>	il risultato ottenuto dal club nelle competizioni europee durante la singola stagione	sito UEFA
<b>logROSA</b>	logaritmo naturale del valore di mercato della rosa	Transfermarket
<b>logSAL</b>	logaritmo naturale del monte ingaggi	Capology
<b>coefTOT</b>	somma dei coefficienti ottenuti da ciascun club nelle 5 stagioni precedenti a quella del coefUEFA	sito UEFA
<b>ETA</b>	età media della rosa	Transfermarket
<b>S1</b>	differenza tra spesa per acquisti e ricavi derivanti da cessione di giocatori durante le sessioni estive e invernali di calciomercato relative alla stagione di riferimento	Transfermarket
<b>S2</b>	differenza tra spesa per acquisti e ricavi derivanti da cessione di giocatori durante le sessioni estive e invernali di calciomercato relative alla stagione di riferimento e a quella precedente	Transfermarket
<b>S3</b>	differenza tra spesa per acquisti e ricavi derivanti da cessione di giocatori durante le sessioni estive e invernali di calciomercato relative alla stagione di riferimento e alle due precedenti	Transfermarket
<b>TOP</b>	variabile dummy che ha valore 1 se il club appartiene ad uno dei top 5 campionati europei (Inghilterra, Spagna, Germania, Italia, Francia)	

Per quanto riguarda il coefUEFA, i punti vengono così assegnati<sup>5</sup>:

-per la Champions League:

2 – Per ogni vittoria dalla fase a gironi in avanti

1 – Per ogni pareggio dalla fase a gironi in avanti

4 – Bonus per la partecipazione alla fase a gironi

4 – Bonus per la partecipazione agli ottavi di finale

<sup>5</sup> Fonte: UEFA.it

1 – Per ogni turno raggiunto da un club dagli ottavi di finale

Non vengono assegnati punti in caso di eliminazione nelle qualificazioni, perché tali club passano alla UEFA Europa League e possono ottenere punti partecipando a tale competizione o alla UEFA Conference League.

-per l'Europa League:

2 – Per ogni vittoria dalla fase a gironi in avanti (esclusi gli spareggi per la fase a eliminazione diretta)

1 – Per ogni pareggio dalla fase a gironi in avanti (esclusi gli spareggi per la fase a eliminazione diretta)

4 – Primo posto nel girone

2 – Secondo posto nel girone

1 – Per ogni turno raggiunto da un club dagli ottavi di finale

A tutte le squadre è garantito un minimo di 3 punti nella fase a gironi di UEFA Europa League (non aggiunti ai punti ottenuti effettivamente). Non vengono assegnati punti in caso di eliminazione nelle qualificazioni, perché tali club passano alla UEFA Europa Conference League e possono ottenere punti partecipando a tale competizione.

-per la Conference League:

1 – Assegnato a ogni club eliminato al primo turno di qualificazione

1,5 – Assegnato a ogni club eliminato al secondo turno di qualificazione

2 – Assegnato a ogni club eliminato al terzo turno di qualificazione

2,5 – Assegnati a ogni club eliminato agli spareggi

2 – Per ogni vittoria dalla fase a gironi in avanti (esclusi gli spareggi per la fase a eliminazione diretta)

1 – Per ogni pareggio dalla fase a gironi in avanti (esclusi gli spareggi per la fase a eliminazione diretta)

2 – Primo posto nel girone

1 – Secondo posto nel girone

1 – Per ogni turno raggiunto da un club dalle semifinali

A tutte le squadre è garantito un minimo di 2,5 punti nella fase a gironi di UEFA Europa Conference League (non aggiunti ai punti ottenuti effettivamente).

Per quanto riguarda il saldo mercato si è scelto di utilizzare anche variabili che tengano conto delle stagioni precedenti per valutare se gli investimenti sostenuti dal club negli anni passati abbiano impattato positivamente o negativamente sulla performance sportiva, in quanto nell'ambiente calcistico alcuni giocatori impiegano del tempo per affermarsi e spesso le vittorie sono frutto di investimenti passati. Il coefTOT è stato, invece, utilizzato per valutare quanto la reputazione di un club in Europa possa effettivamente condizionare il risultato e per testare la significatività del circolo vizioso analizzato nel capitolo 3 che porta i club più ricchi a vincere, arricchirsi di più e rivincere, secondo quanto detto da Peeters e Szymanski (2013).

#### 4.3 STATISTICA DESCRITTIVA e DIFFERENZE MEDIE

Vengono ora riportate le statistiche descrittive delle variabili che saranno poi utilizzate nel modello econometrico.

Tabella 11: statistiche descrittive variabili

	<i>coefUEFA</i>	<i>coefTOT</i>	<i>ROSA</i>	<i>SAL</i>	<i>ETA</i>	<i>SI</i>	<i>S2</i>	<i>S3</i>
<b>Media</b>	16,00625	67,5797	384,119	45,353	24,9	-11,94	-21,36	-33,361
<b>Deviazione standard</b>	7,9678011	38,9558	294,415	41,877	1,006	66,9878	93,154	118,717
<b>Coefficiente di variazione</b>	50%	58%	77%	92%	4%	-561%	-436%	-356%
<b>Min</b>	4	0	14,95	1,67	22,12	-543,63	-566,23	-608,63
<b>Max</b>	36	162	1203,45	217,42	27,59	221,4	334,24	362,64

L'intero campione è costituito da 320 osservazioni, 179 che riguardano club appartenenti ai top 5 campionati europei e 141 relative a 26 leghe diverse<sup>6</sup>, segno che la Champions League è diventata una competizione elitaria che permette ai campionati più importanti di avere una maggiore rappresentanza di diritto, a discapito delle leghe meno quotate, i cui club devono sostenere più turni di qualificazione per far parte delle 32 squadre ammesse alla fase finale.

<sup>6</sup> Austria, Azerbaigian, Belgio, Bielorussia, Bulgaria, Cipro, Croazia, Danimarca, Grecia, Israele, Kazakistan, Moldavia, Olanda, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Scozia, Serbia, Slovenia, Svezia, Svizzera, Turchia, Ucraina e Ungheria

Osservando la tabella, si nota che S1, S2 ed S3 presentano una media negativa ed una deviazione standard molto alta rispetto alla media, indicando una notevole dispersione dei dati, segno che le squadre partecipanti alla Champions League presentano un comportamento differente in sede di calciomercato. Per quanto riguarda l'età media, essa presenta una deviazione standard molto bassa che suggerisce una variabilità estremamente ridotta rispetto al valore medio.

ROSA e SAL mostrano un comportamento simile: il coefficiente di variazione, che dà indicazioni sulla variabilità relativa rispetto alla media, si assesta intorno al 77% e 92% rispettivamente. In entrambi i casi il range di valori è molto elevato: ROSA ha un valore minimo di 14,95 e un valore massimo di 1203,45, mentre SAL passa da 1,67 a 217,42<sup>7</sup>: ci sono, dunque, squadre con un market value e/o un monte ingaggi molto elevato e altre con valori di queste variabili alquanto ridotto, segno che i dati presentano una grande eterogeneità dovuta alle differenze finanziarie delle squadre che partecipano alla competizione, che può influenzare la loro capacità di competere a livello internazionale.

Entrando più nel dettaglio, la variabile dummy TOP permette di differenziare la distribuzione delle variabili indipendenti e comprendere le differenze tra club appartenenti all'élite del calcio europeo e squadre di livello inferiore.

Dai dati riportati nella tabella sottostante è possibile notare che i top club presentano valori di ROSA e SAL superiori e hanno una tendenza a spendere maggiore. S1, S2 e S3 sono invece positivi nei restanti club: ciò è comprensibile alla luce del fatto che spesso i club principali sfruttano i migliori settori giovanili dei club non elitari, investendo milioni per acquisire i nuovi talenti del football mondiale da società che non seguono il successo con altrettanta frenesia e sono disposte a cedere i loro migliori giocatori per ottenere benefici finanziari. Questa differenza di obiettivo si può leggere nella differenza del valore di coefUEFA e coefTOT: in entrambi i casi, i top club performano meglio sia nella stagione di riferimento che nelle cinque precedenti.

---

<sup>7</sup> Dati in milioni di €



Tabella 12: media e deviazione standard delle variabili in base alla dummy TOP

<b>Variabile</b>	<b>Media</b>	<b>Dev Stand</b>
<b>coefUEFA</b>		
NON TOP	10,80142	5,786956
TOP	20,10615	7,005208
<b>ROSA</b>		
NON TOP	146,7729	104,4961
TOP	571,0783	258,8056
<b>SAL</b>		
NON TOP	14,88277	9,879454
TOP	69,35441	41,84948
<b>coefTOT</b>		
NON TOP	47,13121	26,13746
TOP	83,68715	39,87737
<b>S1</b>		
NON TOP	16,3727	36,9571
TOP	-34,2427	76,371
<b>S2</b>		
NON TOP	28,44368	55,91344
TOP	-63,1415	108,2845
<b>S3</b>		
NON TOP	37,66329	76,08055
TOP	-96,7831	138,9891

A sostegno di ciò, verrà effettuato un test di differenza tra le medie per valutare se tale discrepanza sia statisticamente significativa, ossia per avere evidenza matematica che club con caratteristiche diverse presentano o meno valori delle variabili differenti a livello statistico. Per stabilire se i valori medi delle variabili considerate sono statisticamente significativamente diversi tra le diverse categorie analizzate, viene condotto un test noto come test  $t^8$ . Questo test confronta i valori medi delle variabili in questione e determina se le differenze osservate sono statisticamente significative o semplicemente casuali.

Il test  $t$  calcola una statistica  $t$ , che rappresenta la misura della differenza tra i valori medi dei campioni considerati. Questa statistica viene quindi confrontata con un valore critico corrispondente a un determinato livello di significatività<sup>9</sup>. Se la statistica  $t$  calcolata supera il

<sup>8</sup> La statistica  $t$  è data dal rapporto tra la differenza delle medie dei due gruppi in cui si suddivide il campione e l'errore standard di questa differenza tra le medie:

$$t = (\bar{Y}_1 - \bar{Y}_2) / SE(\bar{Y}_1 - \bar{Y}_2)$$

<sup>9</sup> Il livello di significatività di un test è una probabilità predeterminata di rifiutare in modo errato l'ipotesi nulla quando invece essa è corretta.

valore critico, si conclude che le differenze osservate tra i valori medi sono statisticamente significative, indicando che i fattori che distinguono le categorie analizzate influenzano i valori medi delle variabili. Al contrario, se la statistica t calcolata non supera il valore critico, si accetta l'ipotesi nulla che le differenze tra i valori medi sono casuali e non statisticamente significative.

Tabella 13: t-test della differenza della media del coefUEFA di Top e Non Top club

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Top</b>	179	20,106		
<b>Non Top</b>	141	10,801		
<b>Differenza</b>		9,304	7,897	10,712
<b>H0</b>	$mean(Top) - mean(Non Top) = 0$			
<b>H1</b>	$mean(Top) - mean(Non Top) \neq 0$			
<b>t</b>	13,008			
<b>p-value</b>	0.000			

Mettendo a confronto la statistica t ottenuta con il valore critico corrispondente al livello di significatività del 5% (1,96), si ottiene che è possibile rifiutare l'ipotesi nulla che le due medie coincidano, risultato peraltro ricavabile anche dal basso p-value e dal fatto che l'intervallo di confidenza non contenga lo zero. In conclusione, la differenza di performance tra top e non top esiste ed è statisticamente significativa.

Ma entrando nel dettaglio dei Top club vi è differenza di performance?

Tabella 14: statistiche descrittive della variabile coefUEFA relativa ai 5 Top campionati

	<b>media</b>	<b>dev stand</b>	<b>coeff di variazione</b>	<b>osservazioni</b>	<b>media senza top</b>
<b>Francia</b>	16,33333333	8,218043069	50,31%	24	12,21428571
<b>Germania</b>	19,2	6,461721609	33,65%	40	16,56666667
<b>Inghilterra</b>	21,70731707	6,00518069	27,66%	41	
<b>Italia</b>	18,84375	5,747983517	30,50%	32	
<b>Spagna</b>	22,52380952	7,506868709	33,33%	42	

Mettendo a confronto le performance dei club inglesi, francesi, spagnoli, italiani e tedeschi, si nota che anche all'interno dell'élite europea le prestazioni sportive valutate con il coefUEFA sono differenti. In tabella sono presenti i valori relativi alla media e alla deviazione standard. Salta all'occhio che Inghilterra e Spagna presentano i valori più alti, seguiti da Germania, Italia e dalla Francia più staccata. Quest'ultima presenta anche il coefficiente di variazione più alto, segno che si verifica una maggiore dispersione dei dati a causa della presenza di un unico club

che offre performance di livello nella competizione, il PSG. La media delle società francesi, infatti, cala bruscamente a 12,21 senza la società parigina, valore più vicino a quello dei Non Top. Lo stesso vale per la Bundesliga tedesca che senza il Bayern Monaco ha performance decisamente inferiori ma comunque considerevoli (16,57 contro 19,2). I dati hanno una dispersione inferiore per Inghilterra ed Italia, segno che il contributo dei club è più uniforme, mentre anche la Spagna presenta una variabilità simile alla Germania dovuta alla presenza di alcune squadre che annualmente arrivano nelle prime posizioni nella competizione e di altre che invece sono relegate al ruolo di comprimario<sup>10</sup>.

Le tabelle sottostanti valutano statisticamente la differenza tra i club Top attraverso l'utilizzo della statistica t. Saranno di seguito riassunti i risultati:

-non vi è differenza statisticamente rilevante tra club spagnoli e inglesi,  $H_0$  non può essere rifiutata poiché il p-value associato è superiore al livello di significatività scelto del 5% (Tabella 13);

-vi è invece differenza statisticamente significativa tra club spagnoli e quelli italiani, francesi e tedeschi (Tabella 15, 16 e 17);

-i club inglesi e tedeschi non hanno performance significativamente differenti (Tabella 18);

-i club inglesi performano statisticamente meglio di club italiani e francesi (Tabella 19 e 20);

-il p-value ottenuto ci permette di accettare  $H_0$  per quanto riguarda il confronto Germania-Italia e Germania-Francia (Tabella 21 e 22);

-i club italiani non performano statisticamente meglio di quelli francesi (Tabella 23).

*Tabella 15: t-test della differenza della media del coefUEFA di club inglesi e spagnoli*

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Spagna</b>	42	22,52381		
<b>Inghilterra</b>	41	21,70732		
<b>Differenza</b>		0,811649	-2,150668	3,783653
<b><math>H_0</math></b>	<i>mean(Spagna)- mean(Inghilterra) = 0</i>			
<b><math>H_1</math></b>	<i>mean(Spagna)- mean(Inghilterra) ≠ 0</i>			
<b>t</b>	0,54783			
<b>p-value</b>	0,5854			

<sup>10</sup> Barcellona, Real Madrid, Atletico Madrid e Siviglia sono quelle che permettono ai club Spagnoli di alzare così tanto la media

Tabella 16: t-test della differenza della media del coefUEFA di club spagnoli e italiani

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Spagna</b>	42	22,52381		
<b>Italia</b>	32	18,84375		
<b>Differenza</b>		3,68006	0,6084273	6,7516917
<b>H<sub>0</sub></b>	<i>mean(Spagna)- mean(Italia) = 0</i>			
<b>H<sub>1</sub></b>	<i>mean(Spagna)- mean(Italia) ≠ 0</i>			
<b>t</b>	2,3883			
<b>p-value</b>	0,01955			

Tabella 17: t-test della differenza della media del coefUEFA di club spagnoli e francesi

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Spagna</b>	42	22,52381		
<b>Francia</b>	24	16,33333		
<b>Differenza</b>		6,19048	2,08329	10,29766
<b>H<sub>0</sub></b>	<i>mean(Spagna)- mean(Francia) = 0</i>			
<b>H<sub>1</sub></b>	<i>mean(Spagna)- mean(Francia) ≠ 0</i>			
<b>t</b>	3,0367			
<b>p-value</b>	0,003991			

Tabella 18: t-test della differenza della media del coefUEFA di club spagnoli e tedeschi

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Spagna</b>	42	22,52381		
<b>Germania</b>	40	19,20000		
<b>Differenza</b>		3,32381	0,2496174	6,3980017
<b>H<sub>0</sub></b>	<i>mean(Spagna)- mean(Germania) = 0</i>			
<b>H<sub>1</sub></b>	<i>mean(Spagna)- mean(Germania) ≠ 0</i>			
<b>t</b>	2,152			
<b>p-value</b>	0,03444			

Tabella 19: t-test della differenza della media del coefUEFA di club inglesi e tedeschi

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Inghilterra</b>	41	21,70732		
<b>Germania</b>	40	19,20000		
<b>Differenza</b>		2,50732	-0,253594	5,268228
<b>H<sub>0</sub></b>	<i>mean(Inghilterra)- mean(Germania) = 0</i>			
<b>H<sub>1</sub></b>	<i>mean(Inghilterra)- mean(Germania) ≠ 0</i>			
<b>t</b>	1,8079			
<b>p-value</b>	0,07447			

Tabella 20: t-test della differenza della media del coefUEFA di club inglesi e italiani

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Inghilterra</b>	41	21,70732		
<b>Italia</b>	32	18,84375		
<b>Differenza</b>		2,86357	0,1043312	5,6228029
<b>H<sub>0</sub></b>	mean(Inghilterra)- mean(Italia) = 0			
<b>H<sub>1</sub></b>	mean(Inghilterra)- mean(Italia) ≠ 0			
<b>t</b>	2,0709			
<b>p-value</b>	0,04216			

Tabella 21: t-test della differenza della media del coefUEFA di club inglesi e francesi

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Inghilterra</b>	41	21,70732		
<b>Francia</b>	24	16,33333		
<b>Differenza</b>		5,37399	1,481722	9,266245
<b>H<sub>0</sub></b>	mean(Inghilterra)- mean(Francia) = 0			
<b>H<sub>1</sub></b>	mean(Inghilterra)- mean(Francia) ≠ 0			
<b>t</b>	2,7962			
<b>p-value</b>	0,008107			

Tabella 22: t-test della differenza della media del coefUEFA di club tedeschi e francesi

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Germania</b>	40	19,20000		
<b>Francia</b>	24	16,33333		
<b>Differenza</b>		2,86667	-1,103064	6,836397
<b>H<sub>0</sub></b>	mean(Germania)- mean(Francia) = 0			
<b>H<sub>1</sub></b>	mean(Germania)- mean(Francia) ≠ 0			
<b>t</b>	1,4595			
<b>p-value</b>	0,1522			

Tabella 23: *t*-test della differenza della media del coefUEFA di club tedeschi e italiani

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Germania</b>	40	19,20000		
<b>Italia</b>	32	18,84375		
<b>Differenza</b>		0,35625	-2,518232	3,230732
<b>H<sub>0</sub></b>	<i>mean</i> (Germania)- <i>mean</i> (Italia) = 0			
<b>H<sub>1</sub></b>	<i>mean</i> (Germania)- <i>mean</i> (Italia) ≠ 0			
<b>t</b>	0,24723			
<b>p-value</b>	0,8055			

Tabella 24: *t*-test della differenza della media del coefUEFA di club francesi e italiani

<b>Club</b>	<b>Osservazioni</b>	<b>Media</b>	<b>Intervallo di confidenza (95%)</b>	
<b>Francia</b>	24	16,33333		
<b>Italia</b>	32	18,84375		
<b>Differenza</b>		-2,51042	-6,477180	1,456347
<b>H<sub>0</sub></b>	<i>mean</i> (Francia)- <i>mean</i> (Italia) = 0			
<b>H<sub>1</sub></b>	<i>mean</i> (Francia)- <i>mean</i> (Italia) ≠ 0			
<b>t</b>	-1,28			
<b>p-value</b>	0,2081			

#### 4.4 MODELLO ECONOMETRICO

Per l'analisi empirica è stato utilizzato un modello la cui forma generica è la seguente:

$$Y_{it} = \lambda_t + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, n \quad t = 1, \dots, T$$

dove  $Y_{it}$  è la variabile dipendente,  $X_{ik,t}$  è il valore del  $k$ -esimo regressore per l'osservazione  $i$ ,  $\beta_k$  è il coefficiente stimato del  $k$ -esimo regressore,  $\lambda_t$  è l'effetto fisso temporale uguale per tutte le entità nel periodo  $t$  e  $u_{it}$  è il termine di errore.

Il modello econometrico si basa sulla regressione con effetti temporali fissi, che permette di cogliere l'interdipendenza tra i valori assunti dalla variabile dipendente nello stesso periodo di tempo. L'utilizzo di fattori *time-specific* è stato favorito da una funzionalità del software R e ha permesso di tenere conto degli effetti che colpiscono indistintamente le società nello stesso anno. Ciascun anno presenta 32 osservazioni che rappresentano le squadre qualificate all'edizione della Champions League in quella stagione; si tratta quindi di un panel bilanciato, che contiene lo stesso numero di righe per ciascun istante temporale.

Questo approccio, a differenza di un modello *cross-sectional* che è condotto in un determinato istante temporale, permette di stimare come i dati cambiano nel tempo, in modo da avere un'analisi quanto più accurata. Dunque, sono stati utilizzati errori clusterizzati poiché le osservazioni per ogni istante  $t$  non sono indipendenti, ossia il punteggio ottenuto dall' $i$ -esima squadra dipende dalle performance di altre squadre. Gli errori standard OLS spesso sottostimano l'incertezza del campionamento reale, mentre quelli cluster sono validi indipendentemente dal fatto che vi sia eteroschedasticità nei dati ed impediscono l'autocorrelazione di  $u_{it}$ . Per mitigare l'effetto dell'eteroschedasticità, inoltre, sono state utilizzate stime robuste, usando l'apposita funzione su R.

Si è deciso, infine, di semplificare il modello e non considerare gli effetti fissi individuali di ciascun club, poiché in ogni edizione cambiano le squadre qualificate e ciò porterebbe l'analisi su un panel di dati non bilanciato.

Prima di procedere con l'analisi empirica, sono state analizzate le variabili indipendenti per effettuare eventuali trasformazioni. ROSA e SAL hanno entrambe mostrato un andamento esponenziale negativo e per linearizzare il rapporto con la variabile dipendente si è optato per una trasformazione logaritmica. In seguito, è stata calcolata la matrice di correlazione tra le variabili indipendenti al fine di evitare problemi di collinearità in fase di analisi. Si evidenzia una forte correlazione tra logROSA e logSAL che ha portato alla decisione di non considerare la variabile logSAL, in quanto meno significativa nello spiegare la varianza della variabile dipendente.

Naturalmente, è elevata anche la correlazione tra S1, S2 ed S3, essendo queste variabili la cumulata nel tempo l'una dell'altra, motivo per il quale vengono considerate singolarmente in ciascun modello. Vi è anche una forte correlazione positiva tra coefTOT e logROSA ed una correlazione negativa tra logROSA e le tre variabili che rappresentano l'investimento effettuato<sup>11</sup>. L'analisi della matrice di correlazione è coerente con quanto previsto, in quanto i club con un market value più alto sono quelli che hanno un monte ingaggi maggiore e sono, solitamente, quelli che investono di più durante il calciomercato e che presentano un migliore andamento storico nelle competizioni UEFA.

---

<sup>11</sup> L'investimento espresso come differenza tra ricavi da cessione di giocatori e spesa per acquisto, i club con più abitudine a spendere presenteranno valore negativo di questa variabile.

Tabella 25: matrice di correlazione tra le variabili indipendenti

	<i>Top</i>	<i>coefTOT</i>	<i>logROSA</i>	<i>logSAL</i>	<i>ETA</i>	<i>S1</i>	<i>S2</i>	<i>S3</i>
<b>Top</b>	1							
<b>coefTOT</b>	0,466608	1						
<b>logROSA</b>	0,716613	0,722337	1					
<b>logSAL</b>	0,64678	0,710603	0,866742	1				
<b>ETA</b>	0,129221	0,141394	0,059343	0,190737	1			
<b>S1</b>	-0,37571	-0,24137	-0,40826	-0,46086	-0,16735	1		
<b>S2</b>	-0,29907	-0,18747	-0,32633	-0,37982	-0,12486	0,760269	1	
<b>S3</b>	-0,26673	-0,16117	-0,29236	-0,35916	-0,10465	0,678049	0,892443	1



#### 4.4.1 ANALISI EMPIRICA CON VARIABILE COEFUEFA

Tabella 26: risultati regressioni effettuate con R con variabile dipendente PUNTI

Variabile dipendente	coefUEFA					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<b>Regressori</b>						
<b>logROSA</b>	4.359 *** (0.757)		3.778 *** (0.647)	1.657 *** (0.991)	3.746 *** (0.648)	3.391 *** (0.652)
<b>coefTOT</b>	0.054 *** (0.012)	0.081 *** (0.011)	0.049 *** (0.011)	0.049 *** (0.011)	0.049 *** (0.011)	0,033 ** (0,012)
<b>logSAL</b>	-1.081 (0.735)	1.127 * (0.659)				
<b>TOP</b>	2.203 ** (1.057)	4.633 *** (1.019)	1.721 * (1.006)	1.657 * (0.991)	1.709 * (0.988)	-18.011 *** (6.836)
<b>ETA</b>	0.669 ** (0.334)	0.129 (0.337)	0.494 (0.313)	0.481 (0.311)	0.489 (0.311)	0.585 * (0.311)
<b>S1</b>	-0.003 (0.005)	0.001 (0.005)	-0.001 (0.005)			0.004 (0.005)
<b>S2</b>				-0.003 (0.003)		
<b>S3</b>					-0.002 (0.003)	
<b>logROSA*TOP</b>						3.403 *** (1.166)
<b>Effetti temporali</b>	SI	SI	SI	SI	SI	SI
<b>Statistiche F e p-value per ipotesi congiunte</b>						
<b>Tutti i regressori=0</b>	64.565 p-value 0.000	64.086 p-value 0.000	76.753 p-value 0.000	77.087 p-value 0.000	76.930 p-value 0.000	66.954 p-value 0.000
<b>logROSA e logROSA*TOP =0</b>						F=21.726 p-value 0.000
<b>R<sup>2</sup></b>	0.560	0.512	0.557	0.558	0.557	0.569
<b>R<sup>2</sup> corretto</b>	0.538	0.489	0.536	0.537	0.537	0.547

In tabella sono riportati i risultati dell'analisi condotta che consento di valutare la relazione tra il risultato sportivo, rappresentato dalla variabile dipendente coefUEFA e la variabile d'interesse logROSA, oltre che l'influenza delle altre variabili indipendenti considerate.

Per ogni modello, rappresentato dalle colonne da (1) a (6) è stato condotto un test usando la statistica F di Fischer per valutare la significatività dei coefficienti relativi al tempo e alle

variabili indipendenti: in ogni caso la statistica F assume un valore tale da poter rifiutare con tutta tranquillità, come mostrato dall'infinitesimo valore del p-value, l'ipotesi nulla secondo cui tutti i regressori siano uguali a 0.

Come detto in precedenza, logROSA e logSAL presentano una forte correlazione. Nella colonna (2) e (3) sono state inserite singolarmente per valutarne l'impatto sulla varianza spiegata<sup>12</sup>. Entrambe le variabili sono significative, logROSA con un livello di confidenza del 99%, mentre logSAL del 90%, ma la colonna (3) presenta un livello di accuratezza del modello maggiore. Si è, dunque, scelto di escludere dall'analisi la variabile logSAL, a maggior ragione osservando la colonna (1), in cui sono state inserite entrambe e la voce relativa al monte ingaggi non solo risulta non essere significativa, ma presenta anche un coefficiente negativo a causa della presenza di logROSA, segno ancora più evidente della presenza di multicollinearità.

Per valutare l'impatto dell'investimento in giocatori durante le sessioni di calciomercato occorre osservare le colonne (3), (4) e (5), in cui si valuta singolarmente l'impatto di S1, S2 ed S3. Poiché le variabili sono espresse come differenza tra ricavi e costi, ci si aspetta un coefficiente negativo, in quanto tendenzialmente i club che performano meglio nella competizione sono quelli più attivi nel mercato dei giocatori. Le tre colonne confermano le aspettative, tuttavia la variabile risulta non essere significativa in nessun caso, segno che quanto speso da una società non impatta significativamente sulla performance sportiva in Champions League, a conferma di quanto detto da Leksowski. Ciò può essere spiegato dalle modalità del torneo, che prevede nella fase finale scontri diretti di andata e ritorno tra club a cui fa seguito una definitiva eliminazione; a differenza dei campionati nazionali in cui non è prevista eliminazione ed il successo si valuta su un range di partite notevolmente superiore, la Champions League presenta un livello di aleatorietà maggiore e l'investimento sostenuto in un anno, così come quello cumulato in due e tre stagioni, non giustifica un maggior successo nella competizione. Un'ulteriore spiegazione risiede nel fatto che spesso i club investono per i cartellini dei giocatori una cifra spropositata che non rispecchia la loro reale valutazione, dunque la qualità di una rosa può essere meglio spiegata dalla variabile logROSA o logSAL.

L'ultima colonna, la (6), è quella relativa al modello completo su cui verranno fatte le considerazioni finali. È stata aggiunta un'ulteriore variabile relativa all'interazione tra logROSA e TOP ed è stato effettuato un test per valutare la significatività congiunta dei

---

<sup>12</sup> Per la varianza spiegata si tiene conto di  $R^2$  e  $R^2$  corretto che considera il numero di osservazioni e di predittori utilizzati

coefficienti di questo termine e di quello relativo alla variabile di interesse logROSA. Il test t permette di valutare la significatività singola di ciascun coefficiente e, come si nota, entrambi i coefficienti sono statisticamente significativi; tuttavia occorre effettuare un test per valutarne la significatività congiunta e ciò è stato fatto attraverso una funzionalità del software R che confronta il modello di riferimento con quello ridotto privo dei regressori di interesse. È stata utilizzata una statistica F ed anche in questo caso il p-value associato ha permesso di rifiutare l'ipotesi nulla secondo cui i due coefficienti fossero entrambi uguali a zero, con un livello di confidenza del 99%.

Sarà ora posta attenzione sulla variabile d'interesse logROSA. Essendo la relazione con la variabile dipendente di tipo lin-log, si può affermare che ad un aumento del 10% del market value della rosa fa seguito un incremento di 0,339 punti della performance sportiva se il club non appartiene ai Top 5 campionati europei e di 0,679 se si tratta di un club dei principali campionati. Questa differenza può essere spiegata dal superiore valore medio delle rose dei club inglesi, italiani, francesi, tedeschi e spagnoli.

Ecco un esempio pratico per una migliore comprensione: per un club con una rosa del valore di €500 milioni un aumento del 10% si traduce in un acquisto di un top player con un valore di mercato di €50 milioni che può contribuire a raggiungere migliori risultati; per un club inferiore, con una rosa valutata dal mercato €100 milioni, l'incremento del 10% è dovuto ad un acquisto di un giocatore che gli esperti valutano €10 milioni, lontano da essere un campione in grado di generare una differenza di performance al pari dei top club.

Allo stesso tempo, risultano essere significative le variabili coefTOT che rappresenta la familiarità di un club con la competizione ed ETA, che sta ad indicare l'età media della rosa. In particolare, ad un aumento di 50 punti del coefTOT, che si traduce in due stagioni positive nelle competizioni europee, corrisponde un incremento di 1,65 punti, che sta ad indicare potenzialmente il raggiungimento di un turno in più nella competizione.

#### **4.4.2 ANALISI EMPIRICA CON VARIABILE PUNTI**

L'analisi appena condotta è stata effettuata utilizzando come variabile dipendente il coefficiente annuale che la UEFA assegna ad ogni squadra e che tiene conto delle performance in tutte le competizioni organizzate dalla massima autorità calcistica europea. Dunque, ad un club che si è posizionato terzo nella fase a gironi ed è stato eliminato dalla Champions League è associato

comunque un alto punteggio qualora si sia reso protagonista di un buon percorso in Europa League. L'obiettivo dello studio è valutare la performance all'interno della UEFA Champions League e a tal proposito si è deciso di ripetere l'analisi utilizzando un nuovo indicatore che tenga conto del cammino di ciascun team nella competizione e delle modalità con cui è stato eliminato. Verranno di seguito spiegate le modalità di calcolo:

$$\text{PUNTI} = \text{PUNTEGGIO BASE} + \text{PUNTEGGIO AGGIUNTIVO}$$

-punteggio base derivante dal risultato ottenuto

<i>RISULTATO</i>	<i>PUNTEGGIO BASE</i>
<i>ultima nel girone</i>	<i>1</i>
<i>terza nel girone</i>	<i>2</i>
<i>eliminata agli ottavi</i>	<i>3</i>
<i>eliminata ai quarti</i>	<i>5</i>
<i>eliminata in semifinale</i>	<i>7</i>
<i>seconda classificata</i>	<i>9</i>
<i>vincente</i>	<i>10</i>

-punteggio aggiuntivo per eliminate nella fase finale

<i>MODALITÀ ELIMINAZIONE</i>	<i>PUNTEGGIO AGGIUNTIVO</i>
<i>3 o più goal di scarto</i>	<i>0</i>
<i>2 goal di scarto</i>	<i>0,2</i>
<i>1 goal di scarto</i>	<i>0,4</i>
<i>supplementari</i>	<i>0,6</i>
<i>goal fuori casa</i>	<i>0,7</i>
<i>rigori</i>	<i>0,8</i>

-punteggio aggiuntivo per eliminata nel girone

<i>DISTANZA SUCCESSIVA</i>	<i>DA AGGIUNTIVO</i>
<i>0</i>	<i>1</i>
<i>1</i>	<i>0,83</i>
<i>2</i>	<i>0,67</i>
<i>3</i>	<i>0,5</i>
<i>4</i>	<i>0,33</i>
<i>5</i>	<i>0,17</i>
<i>6 o più</i>	<i>0</i>

La scelta di tener conto di un punteggio aggiuntivo deriva dall'aleatorietà di una competizione in cui le sorti di ciascuna squadra si decidono nella fase finale in scontri di andata e ritorno. La componente casuale ha, dunque, un effetto preponderante rispetto ad un torneo in stile campionato e aggiungere una valutazione decimale compresa tra 0 e 1 permette di valutare in maniera più precisa la performance sportiva. Come mostrato nelle tabelle, per i club eliminati nella fase a girone è aggiunta una quota in base alla distanza dalla squadra che ha ottenuto una posizione superiore (per la quarta è considerata la distanza dalla terza e per la terza dalla seconda), mentre per i club usciti nella fase ad eliminazione diretta si è tenuto conto della performance nelle due partite di andata e ritorno. In particolare, per quei club eliminati con uno o due goal di scarto si è assegnato un punteggio rispettivamente di 0,4 e 0,2; per chi è stato sconfitto ai supplementari, a causa della vecchia regola dei goal fuori casa o ai rigori, segno che nei 180 minuti è riuscito a pareggiare con il team rivale, il punteggio aggiuntivo è di 0,6, 0,7 o 0,8.

In tabella sono riportati i modelli considerati. Sono state utilizzate le stesse variabili del caso precedente e si nota che i risultati sono pressoché gli stessi. S1, S2 e S3 continuano a non essere significativi e lo stesso vale per logSAL nella colonna (2).

Occorre, inoltre, mettere a confronto la colonna (1) e (6), differenziate dalla presenza della variabile che tiene conto dell'interazione tra logROSA e TOP. Prendendo in considerazione la prima, logROSA e coefTOT sono significativi con un livello di confidenza del 99%, mentre TOP con un livello di confidenza del 90%; in particolare:

-ad una variazione di 10 punti del coefTOT si verifica un aumento di 1,37 della variabile dipendente, ossia un leggero aumento delle prestazioni passate garantisce il passaggio della fase a gironi per le terze classificate e un miglioramento del posizionamento nelle fasi finali;

-un aumento del 10% del market value della rosa permette un aumento di circa 0,1 del punteggio maturato;

-appartenere ai Top 5 campionati permette di maturare un punteggio superiore di 0,58.

Tabella 27: risultati regressione con variabile dipendente PUNTI

Variabile dipendente	PUNTI					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<b>Regressori</b>						
<b>logROSA</b>	0.932 *** (0.250)		0.850 *** (0.213)	0.840 *** (0.213)	0.842 *** (0.214)	0.668 *** (0.212)
<b>coefTOT</b>	0.136 *** (0.004)	0.019 *** (0.004)	0.112 *** (0.003)	0.0123 *** (0.003)	0.012 *** (0.003)	0.004 (0.004)
<b>logSAL</b>	-0.153 (0.243)	0.319 (0.212)				
<b>TOP</b>	0.581 * (0.350)	1.101 *** (0.327)	0.513 (0.332)	0.496 (0.327)	0.517 (0.326)	-8.746 *** (2.226)
<b>ETA</b>	0.136 (0.110)	0.021 (0.108)	0.112 (0.103)	0.108 (0.103)	0.112 (0.103)	0.154 (0.101)
<b>S1</b>	-0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)			0.002 (0.001)
<b>S2</b>				-0.001 (0.001)		
<b>S3</b>					-0.001 (0.001)	
<b>logROSA*TOP</b>						1.597 *** (0.379)
<b>Effetti temporali</b>	SI	SI	SI	SI	SI	SI
<b>Statistiche F e p-value per ipotesi congiunte</b>						
<b>Tutti i regressori=0</b>	34.015 p-value 0.000	36.517 p-value 0.000	34.015 p-value 0.000	41.043 p-value 0.000	40.885 p-value 0.000	38.823 p-value 0.000
<b>logROSA e logROSA*TOP =0</b>						F=17.183 p-value 0.000
<b>R<sup>2</sup></b>	0.401	0.374	0.400	0.402	0.401	0.433
<b>R<sup>2</sup> corretto</b>	0.372	0.345	0.373	0.374	0.373	0.405

Osservando il modello completo nella colonna (6), invece, si può notare che perde di significatività la variabile  $\text{coefTOT}$ , segno che le prestazioni pregresse nelle competizioni UEFA non impattano significativamente sul risultato nell'anno di riferimento. Come nella regressione con  $\text{coefUEFA}$ , anche in questo caso, il termine d'interazione  $\text{logROSA*TOP}$  assume significatività. Nel dettaglio, per i top club ad un incremento del 10% del valore della rosa è associato un aumento del punteggio di 0,227, mentre per i restanti club solo di 0,067 e anche per questa casistica vale lo stesso ragionamento fatto per la regressione con  $\text{coefUEFA}$ .

Il nuovo modello ha il merito di considerare esclusivamente il risultato ottenuto nella Champions League, tuttavia, nonostante il valore della statistica F mostra la significatività delle variabili considerate, la percentuale di varianza spiegata si assesta al 40% contro il 54% del caso precedente. Questo dato suggerisce che, nonostante l'attenzione specifica sulla Champions League, potrebbero esserci altre variabili rilevanti che non sono state prese in considerazione nel modello attuale. Queste variabili potrebbero giocare un ruolo significativo nel determinare il successo delle squadre nella competizione, il che implica la necessità di ulteriori analisi e considerazioni per comprendere appieno i fattori che influenzano le prestazioni delle squadre di calcio in ambito europeo.

#### **4.5 LIMITI MODELLO**

I modelli presentati hanno permesso di rispondere alle domande di ricerca riportate ad inizio capitolo. In particolare, in entrambi i casi si è evidenziata una dipendenza della performance sportiva dal market value, mentre la multicollinearità tra le variabili  $\text{logROSA}$  e  $\text{logSAL}$  ha escluso quest'ultima dall'analisi, segno che il monte ingaggio è meno significativo del valore di mercato della rosa. Inoltre, una maggiore spesa durante le sessioni di calciomercato non giustifica un migliore risultato e il Ranking UEFA maturato nelle precedenti stagioni risulta essere significativo nel modello con  $\text{coefUEFA}$  e statisticamente non impattante nel modello con la variabile PUNTI.

Occorre sottolineare che il modello presenta alcuni limiti. Innanzitutto sono relativi al periodo temporale; sono stati infatti analizzati 10 anni della competizione e si potrebbe ampliare l'indagine su un orizzonte più grande per avere una maggiore precisione. In secondo luogo, il valore di varianza spiegata ottenuto potrebbe far intendere che siano state omesse delle variabili esplicative.

Inoltre, il contesto sportivo è mutevole; sarebbe interessante effettuare l'analisi su un periodo antecedente per verificare se le variabili rimangono significative ed in caso ripeterla su un periodo successivo, in modo da ottenere informazioni sulle tendenze del mondo del calcio e sulle possibili evoluzioni delle variabili incluse e valutare l'efficacia predittiva del modello confrontando le previsioni con i risultati effettivi delle competizioni future.





# CONCLUSIONI

Le motivazioni che hanno portato alla stesura dell'elaborato vanno ricercate nella volontà di esplorare la situazione finanziaria di un settore con caratteristiche peculiari che sta attraversando una severa fase di crisi, accentuata dalla pandemia da COVID-19. Nella parte iniziale sono state introdotte le teorie relative al concetto di Corporate Governance, illustrando la struttura finanziaria ed i meccanismi di Governance interni ed esterni utilizzati dalle imprese per una gestione ottimale, oltre che le teorie dell'agenzia di Jensen e Meckling e il teorema di Modigliani-Miller che ha posto le basi per lo sviluppo della letteratura successiva. Si è cercato di elencare tutte le caratteristiche del settore con un focus sulla tendenza all'overspending che per anni, ed ancora oggi, porta i club ad andare oltre le proprie capacità di spesa per raggiungere l'obiettivo sportivo.

In seguito, dopo aver parlato delle drastiche condizioni finanziarie dell'industria calcistica, si è data evidenza, trattando i casi di Milan e Inter, di come attraverso una buona Governance si possa coniugare l'aspetto economico con quello sportivo e, in particolare, ridurre l'impatto del debito.

Sono stati, inoltre, discussi i modelli di Governance tipici delle società calcistiche, le cui differenze vanno ricercate nelle diverse culture societarie dei Paesi europei, e le funzioni obiettivo associate a ciascun modello, grazie al contributo di Franck.

Nel terzo capitolo si è parlato della UEFA e dei meccanismi adottati per garantire un maggior equilibrio economico ai club e più in generale a tutto il sistema calcio. Si sono elencati i principi del Fair Play Finanziario e messi in luce gli aspetti negativi di questo sistema di regole. Si è posta l'attenzione sulla necessità di innovazione delle competizioni UEFA per stare al passo con l'evoluzione economica del settore e si sono proposte soluzioni alternative, tipiche del modello americano, per non porre limiti al trend di crescita del mondo calcistico.

Nell'ultimo capitolo si è costruito un modello econometrico per studiare la relazione tra la performance sportiva dei club, il monte ingaggi e le spese effettuate per acquistare nuovi giocatori all'interno della UEFA Champions League dal 2013 al 2023. Si è così dato un contributo agli studi che si sono occupati di questo tema, dando evidenza di come la UEFA, attraverso la sua ripartizione dei premi, contribuisce ad alimentare il gap tra i top club e il resto delle squadre europee. Per la raccolta dei dati si è fatto affidamento a due rinomati siti calcistici,

Transfermarkt e Capology, oltre che il sito della UEFA per il calcolo dei coefficienti e del piazzamento ottenuto dai club. L'analisi è stata condotta in due step, in un primo momento utilizzando il coefficiente UEFA ed in seguito creando un indicatore per meglio rappresentare la performance relativa alla singola competizione. In entrambi i casi si è manifestata una relazione positiva tra il market value, variabile di interesse, e i risultati ottenuti, mentre le variabili relative alla spesa sono risultate essere in ogni caso non significative.





## BIBLIOGRAFIA

Andreff, W. (2006a), "Sport and financing", in Andreff, W. and Szymanski, S. (Eds), *Handbook on the Economics of Sport*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, pp. 271-281.

Berle, A. and Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York.

Chadwick, S. (2009) *From Outside Lane to Inside Track: Sport Management Research in the Twenty-First Century*. *Management Decision*, 47, 191-203.

CHEN J., R. STRANGE, The determinants of capital structure: evidence from Chinese listed companies, in *Economic change and Restructuring*, n. 38, 2005, p. 29.

CIARRAPICO A. M – S. COSCI – P. PINZUTI, Risultati sportivi e performance di borsa nel calcio europeo, in *Riv. Dir. Ec. dello Sport*, Vol. VI, fasc. 2, 2010, pag. 63-77.

Coda V. (1997), *Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*.

Croci, O., N. Porro and P. Russo (2011) "Italy: the least of the great leagues?" in A Niemann,

DAMODARAN A., O. ROGGI, p. 459-460.

De Barros, C., Barros, C.P. and Correia, A. (2007), "Governance in sports clubs: evidence from the island of Madeira", *European Sport Management Quarterly*, Vol. 7 No. 2, pp. 123-139.

DELCOURE N., The determinants of capital structure in transitional economies, in *International Review of Economics and Finance*, n. 16, 2007, p. 414.

Deloitte Football Money League (2022)

Dietl, H. M., Franck, E., Lang, M., & Rathke, A. (2012). Salary cap regulation in professional team sports. *Contemporary economic policy*, 30(3), 307-319.

Dimitropoulos , Capital structure and corporate governance of soccer clubs: European evidence, June 2014, *Management Research Review* 37(7):658-678.

DOMENICHELLI O., op. cit., p. 95.

Drobetz, W., Schillhofer, A. and Zimmermann, H. (2004), "Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany", *European Financial Management*, Vol. 10 No. 2, pp. 267-293.

Fama E., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of political Economy* 88, 299- 307.

Fama E., Jensen M.C., 1983, “Agency problems and residual claims”, *Journal of Law and Economics*.

Franck, Egon, (2010), *Private Firm, Public Corporation or Member’s Association – Governance Structures in European Football*, No 0106, Working Papers, University of Zurich, Institute for Strategy and Business Economics (ISU).

Franks J., Mayer C., 1994, “The ownership and control of German corporations”, unpublished manuscript, London Business School.

Freeman E. (1984), *Strategic management: a Stakeholder Approach*.

Friedman M., *The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*. NYT 1970.

Garcia B., and W. Grant (eds.), *The transformation of European football. Towards the Europeanization of the national game*, Manchester: Manchester University Press, pp. 115-133.

Garcia-del-Barrio P. & Szymanski S. (2006). *Goal! Profit maximization and win maximization in football leagues*, *International Association of Sports Economists*, Working Paper No. 0621.

Gerrard, B. “Team Sports as a Free-market Commodity. *New Political Economy*”, 1999, 273-278.

Giudice, A. “La finanza del goal”, 2020.

Golinelli G., *L’approccio sistemico al governo dell’impresa*, Cedam, 2000.

Grossman S., Hart O., 1988, “One share-one vote and the market for corporate control”, *Journal of Financial Economics* 20, 175-202.

Haque, F., Arun, T.G. and Kirkpatrick, C. (2011), “Corporate governance and capital structure in developing countries: a case study in Bangladesh”, *Applied Economics*, Vol. 43 No. 6, pp. 673-681.

HOGAN T., HUTSON E., *Capital structure in new technology-based firms: evidence from the Irish software sector*, in *Global Finance Journal*, n. 15, 2015, p. 373.

Huse M., *The Humann Side of Corporate Governance* (2005).

Lindblom, T., Sandahl, G. and Sjögren, S. (2011), “Capital structure choices”, *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, Vol. 3 No. 1, pp. 4-30.

Macey J. (2008), *Corporate Governance, Promises Kept Promises Broken*.

Mancin M., *Il bilancio delle società sportive professionistiche. Normativa civilistica, principi contabili nazionali e internazionali*, Cedam, Padova 2009, p.62.

MANNIELLO M., Quotazione in borsa di società calcistiche: analisi del caso italiano e comparazione europea, 2003.

Marris, R. (1964) *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*, Macmillan, London.

Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue 4, 1976, Pages 305-360.

Michie, J. (2000), "The governance and regulation of professional football", *The Political Quarterly*, Vol. 71 No. 2, pp. 184-191.

Modigliani F., Miller M., 1958, "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review* 48, 261-297.

Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *The American Economic Review*, vol. 53, no. 3, 1963, pp. 433-43.

Monks e Minow, *Corporate Governance* (2004).

Mullin B.J., Hardy S., Sutton W.A., (2000). *Sport Marketing*, Human Kinetics, USA.

NEALE W.C., The Peculiar Economics of Professional Sports, A contribution to the Theory of the Firm in Sporting Competition and in Market Competition, in *Quart. J. Econ.*, vol.78, n. 1, 1964, pp. 1-14.

Oliver Hart *Bell Journal of Economics*, 1983, vol. 14, issue 2, 366-382.

Pezzoli A., 2000. "Il calcio visto dal divano," *Mercato Concorrenza Regole*, Società editrice il Mulino, issue 3, pages 539-564.

PINZUTI P., Confronto tra performance sportiva e quotazioni in borsa delle squadre di calcio italiane, 2007.

ReportCalcio FIGC, 2021.

ReportCalcio FIGC, 2022.

Rothenbuecher, Jürgen et al. "The A.T. Kearney EU Football Sustainability Study: is European Football Too Popular to Fail?" (2010).

Rottenberg, Simon. "The Baseball Players' Labor Market." *Journal of Political Economy*, vol. 64, no. 3, 1956, pp. 242-58. JSTOR, <http://www.jstor.org/stable/1825886>. Accessed 16 Jan. 2024.

Samra, Balwant and Anna Wos. "Consumer in Sports: Fan typology analysis." *Journal of Intercultural Management* 6 (2014): 263 - 288.



SÀNCHEZ-VIDAL J., J. F. MARÍN-UGEDO, Financial preference of Spanish firms: evidence on the pecking order theory, in *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, p. 344.

Shleifer A., Vishny R., 1986b, “Large shareholders and corporate control”, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.

Shleifer A., Vishny, R. W., 1997, “A survey of corporate governance”. *Journal of Finance*, 52, 737–783.

Sloane P.J., The economics of professional football: The football club as a utility maximizer, *Scottish Journal of Political Economy*, 17 (2) (1971), pp. 121-146.

Solomon A. e Solomon J. (2003), *Corporate Governance and accountability*.

Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Volume 13, Issue 2, 1984, Pages 187-221.

Szymanski S., *Money and Soccer: A Soccernomics Guide*, Nation Books, New York 2015.

Walters, G., & Hamil, S. (2008, June). Corporate governance in the football industry: The evolution of club-level regulation by the football authorities.

## SITOGRAFIA

<https://www.calcioefinanza.it/2020/11/17/tutti-versamenti-di-elliott-per-il-milan-documenti/>

<https://www.calcioefinanza.it/2020/10/28/debiti-milan-2020-bilancio-pfn/>

<https://www.calcioefinanza.it/2022/08/31/quanto-guadagna-elliott-cessione-milan-red-bird/>

<https://www.calcioefinanza.it/2022/05/23/da-yonghong-allo-scudetto-quanto-ha-investito-elliott-nel-milan/>

<https://www.money.it/metodo-moneyball-algoritmo-utilizzato-milan-calciomercato>

<https://www.milannews.it/news/stadio-business-plan-investimenti-rileggi-l-intervento-integrale-di-gerry-cardinale-al-the-business-of-football-summit>

<https://www.acmilan.com/it> (per i bilanci)

<https://www.calcioefinanza.it/2023/10/17/suning-com-nuovo-intervento-dello-stato-ma-arrivano-cause-da-oaktree-e-altri-creditori/>

<https://www.calcioefinanza.it/2023/07/27/inter-aumenta-il-debito-di-zhang-verso-oaktree/>

<https://www.calcioefinanza.it/2023/09/26/inter-come-funziona-e-perche-si-utilizza-la-conversione-del-debito-in-capitale/>

[https://www.eurosport.it/calcio/serie-a/2022-2023/inter-debito-da-400-milioni-da-saldare-entro-maggio-2024-i-tre-possibili-scenari-futuri-per-steven-z\\_sto9721854/story.shtml](https://www.eurosport.it/calcio/serie-a/2022-2023/inter-debito-da-400-milioni-da-saldare-entro-maggio-2024-i-tre-possibili-scenari-futuri-per-steven-z_sto9721854/story.shtml)

<https://www.calcioefinanza.it/2022/01/12/inter-interessi-oltre-il-10-sul-prestito-pik-di-oaktree-suning/>

<https://www.calcioefinanza.it/2022/01/24/cosa-significa-nuovo-bond-inter/>

<https://www.calcioefinanza.it/2017/12/21/limiti-esportazione-capitali-dalla-cina-nel-calcio-inter-suning/>

<https://www.calcioefinanza.it/2023/09/26/inter-zhang-debiti-in-capitale/>

<https://www.calcioefinanza.it/2016/06/05/inter-bilancio-della-presidenza-thohir/>

<https://www.inter.it/it> (per i bilanci)

## INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1: situazione debitoria Inter .....	48
Tabella 2: step cambio proprietà Inter.....	49
Tabella 3: evoluzione situazione debitoria Inter dal 2016 al 2022 .....	50
Tabella 4: ricavi di Milan, Barcellona e Manchester United nel 2005 e 2018.....	52
Tabella 5: voci di bilancio dell'A.C. Milan a confronto nelle annate 2018 e 2022 .....	55
Tabella 6: posizioni raggiunte da Milan e Inter a confronto tra il 2013 e il 2023.....	58
Tabella 7: 10 trasferimenti più costosi nella storia del calcio .....	74
Tabella 8: elenco club soggetto di analisi .....	98
Tabella 9: elenco club soggetto di analisi .....	99
Tabella 10: elenco variabili considerate.....	100
Tabella 11: statistiche descrittive variabili.....	102
Tabella 12: media e deviazione standard delle variabili in base alla dummy TOP .....	104
Tabella 13: t-test della differenza della media del coefUEFA di Top e Non Top club .....	105
Tabella 14: statistiche descrittive della variabile coefUEFA relativa ai 5 Top campionati... ..	105
Tabella 15: t-test della differenza della media del coefUEFA di club inglesi e spagnoli .....	106
Tabella 16: t-test della differenza della media del coefUEFA di club spagnoli e italiani.....	107
Tabella 17: t-test della differenza della media del coefUEFA di club spagnoli e francesi ....	107
Tabella 18: t-test della differenza della media del coefUEFA di club spagnoli e tedeschi....	107
Tabella 19: t-test della differenza della media del coefUEFA di club inglesi e tedeschi .....	107
Tabella 20: t-test della differenza della media del coefUEFA di club inglesi e italiani .....	108
Tabella 21: t-test della differenza della media del coefUEFA di club inglesi e francesi.....	108
Tabella 22: t-test della differenza della media del coefUEFA di club tedeschi e francesi ....	108
Tabella 23: t-test della differenza della media del coefUEFA di club tedeschi e italiani .....	109
Tabella 24: t-test della differenza della media del coefUEFA di club francesi e italiani .....	109
Tabella 25: matrice di correlazione tra le variabili indipendenti .....	111
Tabella 26: risultati regressioni effettuate con R con variabile dipendente PUNTI .....	112
Tabella 27: risultati regressione con variabile dipendente PUNTI .....	117

## INDICE DELLE FIGURE

Figura 1: all'equilibrio si ottiene un tasso di crescita ottimo.....	11
Figura 2: risultati di Modigliani e Miller in condizioni perfette .....	18
Figura 3: risultati di Modigliani e Miller con tassazione .....	18
Figura 4: risultati di Modigliani e Miller con costi di fallimento.....	19
Figura 5: funzione utilità del proprietario di un club Private Owned Firm.....	43
Figura 6: funzione utilità del proprietario di un club governato come società pubblica.....	44
Figura 7: funzione utilità dei soci che governano club come associazione (Verein tedesco). 45	
Figura 8: fonti e impieghi dell'acquisizione dell'A.C. Milan. ....	53
Figura 9: fonti e impieghi dell'aumento di capitale dell'A.C. Milan.....	54
Figura 10: situazione debitoria dei club fondatori della Superlega, fonte KPMG.....	85
Figura 11: classifica incassi da Champions League.....	91