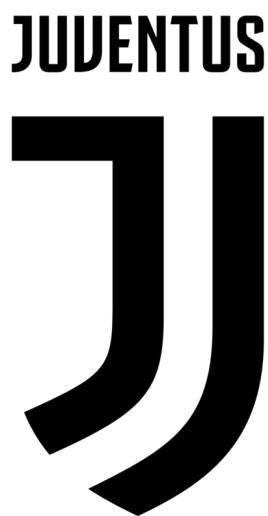




LAUREA MAGISTRALE IN SCIENZE STATISTICHE ED ATTUARIALI
Corso di “Finanza per le valutazioni d’impresa”
Anno Accademico 2019/2020

Valutazione aziendale di Juventus F.C.



A CURA DI
LUCA BURATTO

Aggiornata al 5 Gennaio 2020

Indice

I PARTE: DESCRIZIONE SOCIETÀ	2
1 Introduzione	2
2 Sintesi dei risultati	2
Principali fatti di rilievo della stagione 2018/19	4
Principali fatti di rilievo della stagione 2019/20 (in corso)	6
3 Assetto societario	7
Proprietà e forma societaria	7
Società controllate e partecipate	7
II PARTE: AMBIENTE COMPETITIVO	8
1 Ambiente competitivo	8
Partnerships	8
Competitors	9
Brand	10
Breve analisi swot	11
2 Obiettivi futuri	12
III PARTE: VALUTAZIONE E RACCOMANDAZIONI	14
Introduzione e contesto	14
1 Valutazione con il metodo patrimoniale complesso	15
2 Confronto con la valutazione dei multipli di mercato	18
Premessa sul il metodo dei multipli	18
La valutazione	19
3 Confronto con la valutazione di KPMG	21
4 Confronto con la valutazione di Banca IMI	21
5 Valutazione con il modello di Markham	22
Particolarità del settore	22
Descrizione e valutazione	23
6 Giudizio finale	25
Raccomandazione sulle azioni	25
APPENDICE: APPROFONDIMENTO SUL METODO DI MARKHAM	27
1 Introduzione	27
2 Disamina e limiti dei metodi di valutazione esistenti	28
3 Il metodo introdotto da Markham	30
Descrizione della formula	30

I PARTE: DESCRIZIONE SOCIETÀ

I dati e le analisi effettuate sono stati ottenuti principalmente con riferimento al Bilancio Societario del 30.6.2019 (ultimo approvato), alla Relazione finanziaria semestrale al 31 dicembre 2018, a notizie disponibili online, ed infine all'utilizzo del software Bloomberg.

1 Introduzione

Azienda Juventus Football Club S.p.A.

Forma giuridica Società per azioni

Borse valori FTSE MIB (dal 2001)

Fondazione 1897, Torino

Sede Via Druento, 175 10151 Torino

Settore Calcio professionistico

2 Sintesi dei risultati

Negli ultimi anni la Juventus Football Club S.p.A. (d'ora in poi *Juventus* o *la società*) è cresciuta molto e ciò si è manifestato sia sul campo, attraverso eccellenti risultati sportivi (soprattutto negli ultimi anni), sia aziendalmente, con una serie di investimenti atti a migliorarne l'efficienza e il fatturato (es. costruzione del primo stadio di proprietà in Italia recentemente ribattezzato *Allianz Stadium* per motivi di sponsorizzazione). Sotto il mandato del presidente Andrea Agnelli, cioè dal 2011, la prima squadra del Club ha instaurato un vittorioso ciclo: 8 scudetti consecutivi (record italiano), 4 Coppe italiane consecutive (record italiano) e 3 Supercoppe. I buoni risultati non sono mancati neanche in Europa: in UEFA Champions League (d'ora in poi *Champions League*) è arrivata 2 volte in finale, una volta agli ottavi di finale ed una volta ai quarti di finale (vedi tabella 1).

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
Campionato di Serie A	✓	✓	✓	✓
Coppa Italia	✓	✓	✓	Quarti
Supercoppa italiana	✓	Finale	✓	✓
UEFA Champion League	Ottavi	Finale	Quarti	Quarti

Tabella 1: Esiti delle competizioni degli ultimi 4 anni

Come altri Club calcistici, **in questi anni la Juventus ha investito e sta investendo molto nel parco calciatori** (vedi figura 1 e 2), necessari per il successo sportivo e per il futuro del Club. Chiaramente, proprio questi investimenti rappresentano i più importanti costi del Club. Ed è proprio l'aumento dei costi dei calciatori, assieme all'imprevedibilità dei risultati sportivi, che rende difficoltoso il raggiungimento di livelli di redditività stabili per il Club. Ciò nonostante, secondo il rapporto *Football money League* redatto dalla società Deloitte, nello stesso periodo, la società ha raddoppiato il proprio fatturato ed **ha raggiunto stabilmente la zona top 10 delle squadre di Club con più fatturato al mondo** (vedi figura 3). Tuttavia, dopo 4 anni di utile operativo e 3 di risultato d'esercizio positivo, durante la stagione 2017/18 il Club ha mostrato una leggera perdita operativa, aggravata dal pagamento degli interessi, ma subito ripresa con l'esercizio 2018/19 (vedi tabella 2).



Figura 1: Andamento titolo azionario nell'ultimo anno (Fonte: <https://borsaitaliana.it>)

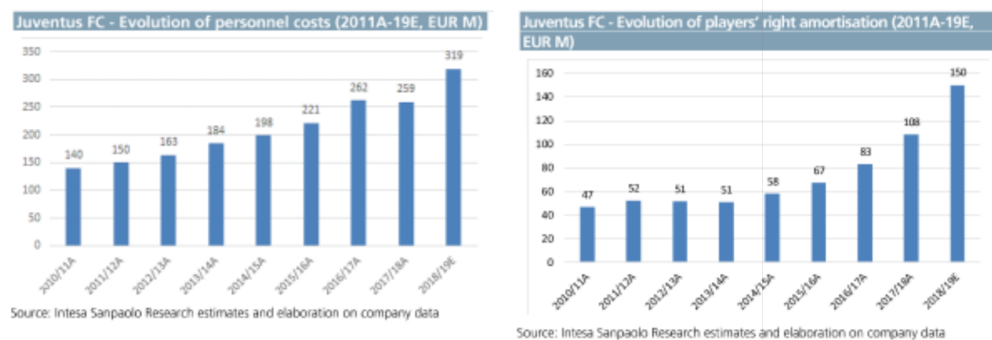


Figura 2: Serie storica costi

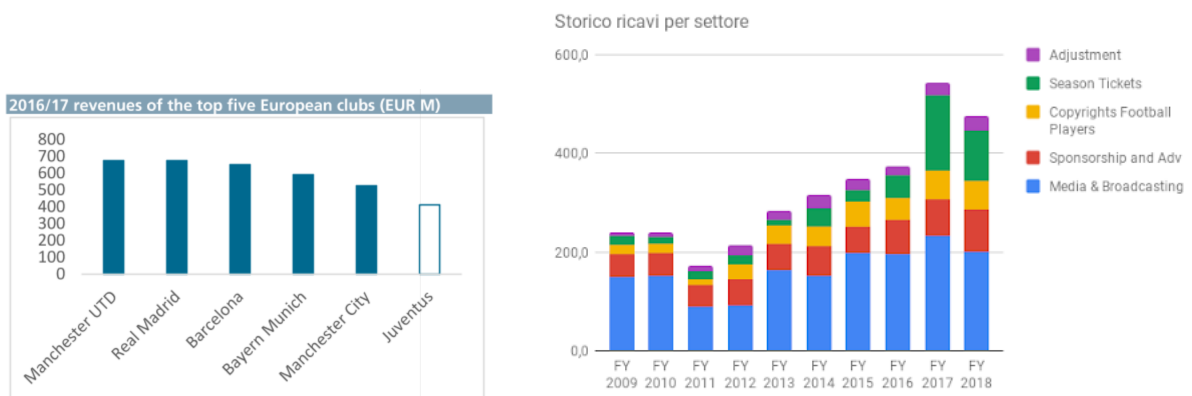


Figura 3: A sinistra: ricavi 2016/17 top 5 Club europei. A destra: Serie storica del fatturato della Juventus per settore di provenienza (tutti dall'Italia) (Fonte: Bloomberg)

		2014\15	2015\16	2016\17	2017\18	2018\19
RICAVI	Mln €	348,2	387,9	562,7	504,7	621,4
EBITDA	Mln €	84,34	87,81	162	121,4	163
EBITDA MARGIN		4,20%	22,60%	28,80%	24,10%	26,20%
EBIT	Mln €	19,3	20,22	67,38	-1,43	-15,3
EBIT MARGIN		5,50%	5,20%	12,00%	-0,3	Non sign.
Net Profit	Mln €	2,3	4,06	42,57	-19,23	-39,9
PFN (Net Debt)	Mln €	188,9	-199,4	-162,5	-309,8	-463,5
Dividendi	€	0	0	0	0	0
Adj EPS	€	0	0	0,04	-0,02	Neg
EV/EBITDA		5,2	5,3	3,5	8,4	10,6
Adj P/E		Non sign.	64,7	9,7	Neg.	Neg

Tabella 2: Andamento storico di alcune variabili aziendali (Fonte: Bilancio)

Principali fatti di rilievo della stagione 2018/19

Stagione sportiva Il 16 gennaio 2019 la Prima Squadra ha vinto per l'ottava volta la Supercoppa Italiana. Il 20 aprile 2019 Juventus ha vinto, per l'ottavo anno consecutivo, il Campionato di Serie A 2018/2019 ed ha acquisito l'accesso al Group Stage della UEFA Champions League 2019/2020. Il 20 aprile 2019 la squadra femminile ha vinto il Campionato di Serie A e il 28 aprile ha vinto la Coppa Italia. Il 18 maggio 2019 la Società ha deciso di cambiare la direzione tecnica della Prima Squadra sollevando dall'incarico l'allenatore Massimiliano Allegri ed il suo staff.

Campagna abbonamenti, acquisti e cessioni di diritti pluriennali alle prestazioni sportive di calciatori La campagna di abbonamenti per l'anno 2018/19 si è chiusa con la sottoscrizione di tutti i 29.300 abbonamenti stagionali disponibili, con entrate nette di € 29,7 Mln. Le operazioni perfezionate nella Campagna Trasferimenti 2018/2019 hanno comportato complessivamente un **aumento del capitale investito di € 239,6 milioni** derivante da acquisizioni ed incrementi per € 293,4 milioni e cessioni per € 53,8 milioni. **Le cessioni a titolo definitivo hanno comportato plusvalenze nette per € 126,7 milioni e le cessioni temporanee** nette hanno consuntivato proventi netti per **€ 25,1 milioni**. L'impegno finanziario netto complessivo, ripartito in quattro esercizi, è pari a € 86 milioni, inclusi gli oneri accessori, nonché gli oneri e i proventi finanziari impliciti su incassi e pagamenti dilazionati ¹.

Rinnovo partnership tecnica con Adidas Il 21 dicembre 2018 è stato modificato il contratto con Adidas Italy S.p.A. prolungandone la scadenza fino al 30 giugno 2027. L'accordo, in scadenza al 30 giugno 2021, riguardava sei stagioni sportive a partire dalla 2015/2016. Il nuovo accordo durerà **8 anni a partire dalla stagione sportiva 2019/2020** fino alla stagione sportiva 2026/2027 inclusa. Durante tale periodo Adidas sarà il partner tecnico di tutte le squadre Juventus a fronte di un **corrispettivo fisso complessivo minimo di € 408 milioni**. In riconoscimento dell'eccellente performance della partnership a livello commerciale e di accresciuta visibilità del brand Juventus nel 2018, Adidas ha inoltre corrisposto un **bonus aggiuntivo di € 15 milioni** nel primo semestre dell'esercizio 2018/2019.

Emissione prestito obbligazionario non convertibile Il 13 febbraio 2019 è stato collocato con successo un prestito obbligazionario non convertibile per un ammontare di **€ 175 milioni con scadenza 19 febbraio 2024**, riservato a investitori qualificati. L'emissione ha lo scopo di dotare la Società di risorse finanziarie per la propria attività ottimizzando la struttura e la scadenza del debito. Le obbligazioni sono state emesse al **prezzo di 99,436%** e hanno **cedola fissa annua pari a 3,375%**. Il regolamento dell'emissione è avvenuto in data 19 febbraio 2019 con l'ammissione delle obbligazioni alla quotazione presso il sistema multilaterale di negoziazione (c.d. MTF) Global Exchange Market di Euronext Dublin. "Avuta luogo a Luglio 2018, l'operazione di acquisto del calciatore portoghese Cristiano Ronaldo ha comportato un impatto economico (stimato) annuale sul bilancio della Juventus di circa € 85 milioni, **in totale € 340 milioni** se

¹Fonte: elaborazione dei dati di Bloomberg e dei bilanci dei vari anni (soprattutto 2017/18 pg 33)



Figura 4: A sinistra la divisa bianconera del 5 volte pallone d'oro CR7; a destra il salto verso l'alto del titolo borsistico juventino dovuto all'acquisto del calciatore

si considerano i 4 anni di contratto" afferma un socio partner di KPMG (Global Head of Sports) ², oltre a € 100 milioni pagati (più altri € 12 milioni per contributo di solidarietà previsto dal regolamento UEFA). Infatti il valore contabilizzato (costo storico) delle prestazioni del giocatore è pari a € 115,447 milioni al 31/12/18. L'acquisto di Ronaldo può ulteriormente accelerare la crescita che la Juventus è già riuscita a raggiungere nel corso degli ultimi anni. L'impatto economico diretto sarà dato dai maggiori ricavi da stadio e dai maggiori ricavi commerciali. Non bisogna però dimenticare gli sviluppi in termini di esposizione del brand e di social media: la Juventus potrà raggiungere mercati dove la stessa non ha presenza stabile, ma in cui Ronaldo è estremamente popolare (ad esempio in Brasile, India, e Stati Uniti). La **capacità di monetizzare sulle attività digitali** sarà un fattore decisivo per rispettare le aspettative di aumento dei ricavi del Club ³. Secondo alcuni osservatori **l'arrivo del campione portoghese avrebbe aggravato la situazione debitoria della società, che ora si aggira sui € 500 milioni di debiti**, ed avrebbe generato frizioni all'interno della famiglia-azienda Elkann e Agnelli ⁴.

Info emittente				Identificatori	
Nome	Juventus Football Club SpA			Numero Id	AX2154810
Industry	Risorse intrattenimento			ISIN	XS1915596222
Informazioni titolo				FIGI	BBG00NBBQFT9
Merc e...	Globale			Rating oblg	
Paese	IT	Valute	EUR	Moody's	NA
Classif	Sr Unsecured	Serie		S&P	NA
Cedola	3.375000	Tipo	Cedola fi...	Fitch	NA
Freq ced	Annuale			DBRS	NA
Cont g	ACT/ACT	Prz emiss		Emissione e Trading	
Scad	02/19/2024	Rioffrire	99.436	Collocato/Circolante	
MAKE WHOLE @60.000000 until 11/19/23/ CALL...					
Reoffer	+337bp vs Mid Swaps			EUR	175,000.00 (M) /
				EUR	175,000.00 (M)
Tipo calc	(1)STREET CONVENTION			Pezzo/incremento min	
Data prezzi			02/13/2019	100,000.00 / 1,000.00	
Data godimento			02/19/2019	Valore nom	1,000.00
Data 1mo rglmnt			02/19/2019	Bk Runner	MS-sole
Dt prima cedola			02/19/2020	Borsa	Vari

Figura 5: Descrizione del CR7 bond (Bloomberg)

²Fonte: kpmg.it

³Fonte: juvenews.eu

⁴Fonte: leggo.it

Principali fatti di rilievo della stagione 2019/20 (in corso)

Stagione sportiva A partire dal 1° Luglio 2019 il nuovo allenatore della Prima Squadra è Maurizio Sarri con il quale è stato sottoscritto un contratto fino al 30 giugno 2022. La Prima Squadra ha avviato a inizio Luglio la preparazione per la stagione sportiva 2019/2020 presso il Juventus Training Center di Torino.

Campagna Trasferimenti 2019/2020 – prima fase e acquisti e cessioni di diritti pluriennali alle prestazioni sportive di calciatori Le operazioni perfezionate nella prima fase della Campagna Trasferimenti 2019/2020, svoltasi dal 1° Luglio al 2 Settembre 2019, hanno comportato complessivamente un aumento del capitale investito di € 154,8 milioni derivante da acquisizioni e incrementi per € 187,9 milioni e cessioni per € 33,1 milioni (valore contabile netto dei diritti ceduti). Le plusvalenze nette generate dalle cessioni ammontano a € 61,5 milioni, cui si sommano i proventi derivanti dalle cessioni temporanee pari a € 0,8 milioni. L'**Evoluzione prevedibile della gestione** dell'esercizio 2019/2020 sarà come di consueto fortemente influenzato dall'andamento dei risultati sportivi ed in particolare della UEFA Champions League.

Piano di sviluppo fino al 2023/24 Il Consiglio di Amministrazione di Juventus ha approvato il Piano di sviluppo per gli esercizi 2019/20 – 2023/24 che delinea le linee strategiche ed operative per la gestione e lo sviluppo della Società ed è stato definito tenendo conto dei principali **obiettivi**:

- mantenimento della competitività sportiva
- incremento dei ricavi operativi e della visibilità del brand Juventus nei mercati internazionali
- consolidamento dell'equilibrio economico e finanziario

Aumento del capitale sociale L'aumento di capitale proposto e approvato si inserisce nelle azioni previste dal Piano di sviluppo per gli esercizi 2019/2020 – 2023/2024 ed è principalmente finalizzato a:

- △ finanziare gli investimenti utili al mantenimento della competitività sportiva;
- △ sostenere la strategia commerciale per l'incremento dei ricavi e della visibilità del brand Juventus nei mercati internazionali;
- △ rafforzare la struttura patrimoniale della Società.

"BNP Paribas, Goldman Sachs International, Mediobanca e UniCredit Corporate & Investment Banking hanno agito in qualità di joint global coordinators. Essi hanno cioè sottoscritto con la Società un accordo di c.d. *preunderwriting*, secondo cui si sono impegnati a stipulare in prossimità dell'offerta un contratto di garanzia per la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione eventualmente rimaste inoperte al termine dell'asta, per un ammontare massimo pari alla differenza tra il controvalore complessivo dell'aumento di capitale e la quota spettante al socio di maggioranza EXOR N.V. che a sua volta si è impegnato a sottoscrivere la porzione di aumento di capitale di sua pertinenza".

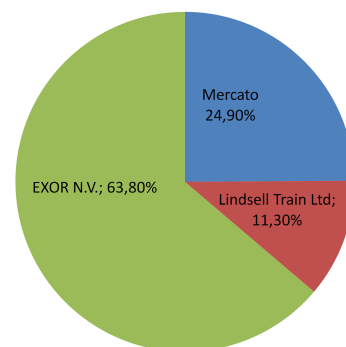
"A fine dicembre l'operazione si è conclusa con la sottoscrizione del 97,54% delle ordinarie di nuova emissione. La società ha reso noto che sono state sottoscritte complessive 314.541.184 azioni su un totale di 322.485.328 nuove azioni disponibili nell'ambito dell'aumento di capitale. Il numero di nuove azioni che gli investitori hanno sottoscritto corrisponde ad un ammontare pari a €292.523.301,12. In data 2/1/2020 in un comunicato ufficiale la Società afferma che "a seguito della vendita nel corso della prima seduta di Borsa del 23 dicembre 2019 di tutti i rimanenti diritti di opzione non esercitati durante il periodo di offerta in opzione, sono state sottoscritte n. 7.944.144 azioni ordinarie di nuova emissione Juventus rinvenienti dall'esercizio integrale dei Diritti Non Esercitati. [...] Pertanto sono state complessivamente sottoscritte n. 322.485.328 Azioni, pari al **100% delle Azioni offerte** nel contesto dell'aumento di capitale, per un controvalore complessivo pari a Euro 299.911.355,04" ⁵.

⁵Fonte: comunicato su Juventus.com

3 Assetto societario

Proprietà e forma societaria

La società Juventus FC è controllata da **EXOR N.V.** (già EXOR S.p.A.), società quotata presso Borsa Italiana S.p.A. con sede ad Amsterdam (Olanda), che detiene il 63,8% del suo capitale. Quest'azienda di diritto olandese è una delle principali società di investimento europee con 272.170 dipendenti e € 143,2 miliardi di fatturato ed è **controllata dalla Giovanni Agnelli B.V.** (già Giovanni Agnelli e C. S.a.p.a.Z.) società appartenente alla Famiglia Agnelli. Sulla base delle ultime informazioni disponibili, il restante capitale di Juventus è **flottante in Borsa** per il 26,2% ed è detenuto per il 10,0% da **Lindsell Train Ltd.**⁶, società di investimento mobiliare specializzata nella gestione di mandati di investimento per conto di clienti istituzionali.



Società controllate e partecipate

Infine, riportiamo di seguito le società in cui la Juventus ha una partecipazione societaria e le società controllate⁷.

Figura 6: Ripartizione del capitale sociale

Partecipazioni (società collegate e join venture)		
Nome	Attività	Dati
J Medical S.r.l.	centro medico all'avanguardia con una vasta gamma di servizi (diagnostica, medicina specialistica, riabilitazione, medicina dello sport..)	Italia, CS: 59000€, 50% partecipazione
Tobeez F&B Italia S.r.l.	Si occupa di ristorazione nell'ambito delle attività che sono realizzate nell'area J Village e nel comparto EST dello stadio.	Italia, CS: 30000€, 40% di partecipazione
B & W Nest S.r.l.	si occupa della gestione del nuovo hotel chiamato J Hotel da parte del fondo J Village nelle immediate vicinanze e del centro sportivo della Prima Squadra	Italia, CS: 10000€, 40% di partecipazione

Il nuovo J Hotel è una nuova struttura alberghiera a quattro stelle, di proprietà del fondo immobiliare J Village^{8 9} e presa in locazione e gestita da BW Nest, società partecipata al 60% da Eden Travel Group S.r.l. e al 40% da Juventus Football Club S.p.A..

Nomi delle società controllate nel mondo
Juventus Buildwell Ltd
Juventus Constructions Ltd
Juventus Estate Ltd
Juventus Hotelbetriebs- und Handels- Gesellschaft mbH
Juventus Infrastructure Ltd
Juventus Land Development Ltd
Juventus Merchandising Srl
Juventus Privatstiftung
Juventus Properties Ltd
Juventus Properties Sarl (Lussemburgo)
Juventus Srl/Be (chiamata anche Juventus CVBA, Belga)
Juventus Team Computer Szamitastechnikai Kereskedelmi Es Szolgaltato Korlatolt F (4866211Z HB)
Juventus Vermoegensverwaltungs AG

⁶Fonte: bloomberg software e rielaborazioni personali

⁷Fonte: rielaborazione da Bloomberg software, Bilancio 2017/18 e comunicati stampa

⁸**Fondo immobiliare J Village:** è un fondo di Investimento Alternativo Immobiliare di tipo chiuso riservato ad investitori professionali avviato per la riqualificazione e la valorizzazione dell'area della Continassa alla periferia nord-ovest di Torino ed adiacente all'Allianz Stadium, la cui gestione è stata trasferita da Accademia SGR a REAM SGR a dicembre 2017

⁹Fonte: reamsgr.it

II PARTE: AMBIENTE COMPETITIVO

1 Ambiente competitivo

Clienti Sono considerati clienti tutti coloro che acquistano prodotti con il brand Juventus. Ricordiamo che la Società ha intrapreso un percorso di internazionalizzazione del proprio brand attraverso una strategia di marketing: numerosi sono stati gli inserimenti del brand in contesti diversi dal mondo calcistico, fra cui la realizzazione di canottiere e maglie da basket (da fine 2018) e la ‘brandizzazione’ di oggetti quotidiani allo scopo di entrare nella vita di tutti i giorni come ad esempio prodotti da spiaggia, di cancelleria, per la casa e per la personalizzazione del proprio smartphone ^{10 11}.

Partnerships

La Juventus ha numerosi partenariati, ma i due principali sono quelli con Adidas Italy S.p.A. e con Fiat Chrysler Automobiles N.V. (vedi figura 7) ¹².



Figura 7: Principali partnerships

¹⁰Fonte: Juventus online store

¹¹Fonte: *ivi*

¹²Fonte: Juventus.com

Fiat Chrysler Automobiles N.V.

Quanto vale la sponsorizzazione Juve-Jeep? I dettagli ufficiali sono stati resi noti dalla società bianconera a Novembre 2019 per obblighi Consob. Il nuovo accordo prevede che “il corrispettivo fisso annuale di sponsorship di FCA sia incrementato di Euro 25 milioni per ciascuna stagione sportiva residua di validità del contratto (i.e. 2019/2020 e 2020/2021). Restano invece fermi tutti gli altri termini e condizioni previsti dal Contratto di Sponsor Ufficiale”, inclusi i bonus. Il corrispettivo fisso legato al nuovo accordo sarà quindi “pari a € 42 milioni, ovvero € 25 milioni in più per le due stagioni sportive 2019/2020 e 2020/2021, è dovuto al rinnovato valore della maglia Juventus, in linea con l’incremento di importanza e popolarità del brand”.

Adidas Italy S.p.A.

Juventus Football Club S.p.A. e Adidas Italy S.p.A. hanno modificato il contratto di partnership tecnica e ne hanno prolungato la scadenza fino al 30 giugno 2027. Il nuovo accordo durerà otto anni a partire dalla stagione sportiva 2019-2020 fino alla stagione sportiva 2026-2027 inclusa. Durante tale periodo Adidas sarà il partner tecnico di tutte le squadre Juventus a fronte di un **corrispettivo fisso complessivo minimo di € 408 milioni**. Tale importo non include le royalties addizionali al superamento di determinati volumi di vendita ed i premi variabili legati ai risultati sportivi. In riconoscimento dell’eccellente performance della partnership a livello commerciale e di accresciuta visibilità del brand Juventus nel 2018, Adidas ha riconosciuto un bonus addizionale di € 15 milioni che verrà corrisposto prima del 31 dicembre 2018. Secondo quanto appreso da Calcio e Finanza, il rinnovo della partnership con Adidas non comporterà cambiamenti per quanto riguarda le attività di licensing e merchandising che la società bianconera ha deciso di gestire direttamente a partire dalla stagione 2015-2016. Le royalties previste sulla vendita delle magliette e di altro materiale tecnico, che Adidas riconoscerà alla Juve in caso di superamento di determinati volumi di vendita, si riferiscono pertanto ai prodotti commercializzati dalla stessa Adidas ¹³.

Competitors

Riportiamo innanzitutto la tabella dei **24 Club europei quotati** nelle varie Borse telematiche dei rispettivi Paesi ¹⁴.

Campionato	Nomi dei Club quotati	Numero
Serie A	Juventus, Lazio, Roma	3
Primeira Liga	Porto, Benfica, Sporting Lisbona	3
Premier League	Manchester United, Arsenal	2
Scottish Premier League	Celtic, Rangers	2
Ligue 1	Lione	1
Bundesliga	Borussia Dortmund	1
Eredivisie	Ajax	0
Campionato Svedese	...	0
Campionato Turco	...	4
Campionato Danese	..	6
Campionato Macedone	...	1
Totale		24

Tra tutti questi Club solamente alcuni possono essere considerati simili, almeno in alcuni aspetti, alla Juventus. Riportiamo ora una brevissima descrizione per ciascuna società.¹⁵

¹³Fonte: calcioefinanza.it

¹⁴Fonte: *ivi*

¹⁵Fonte: elaborazione personale (da Bloomberg software)

Società	Fatturato	Capitalizzazione	EV	Campionato
Juventus Football Club	473.7 M	1.56 Mld	1.93 Mld	Serie A
Associazione Sportiva Roma Spa	380 M M	400 M	685.4 M	Serie A
Società sportiva Lazio Spa	150 M	100.6 M	156.7 M	Serie A
Borussia Dortmund GmbH & Co KGaA	490 M	798.9 M	794.2 M	Bundesliga
Arsenal Football Club	756 M	1.8 Mld	1.98 Mld	Premier League
Manchester United Football Club	711.5 M	3 Mld	3.2 M	Premier League

Manchester United Plc. Opera come una squadra professionale sportiva. Gestisce la squadra di calcio e i Club affiliati del Manchester United Football Club, che comprende rete dei media, fondazione, zona tifosi, notizie, servizi sportivi e prodotti. Ha sede in Inghilterra.

Borussia Dortmund GmbH & Co KGaA E' un Club calcistico che gioca nella serie A tedesca. Il Club ottiene ricavi da trasmissioni televisive e radiofoniche, vendita biglietti, sponsorizzazioni e pubblicità così come da merce sportiva.

Arsenal Football Club PLC Opera come un Club di calcio professionista. La società possiede squadre di calcio, biglietti, merchandising, scommesse sportive e un'accademia di calcio. L'Arsenal Football Club fornisce i suoi prodotti e servizi in tutto il mondo.

A.S. Roma S.p.A. E' una squadra di calcio professionale appartenente alla Serie A del campionato di calcio italiano. La società è stata fondata nel 1927. Il suo capitale sociale è così suddiviso: il 79,044% è riconducibile alla Neep Roma Holding S.p.A., il 3,125% alla AS Roma SPV LLC ed il restante 17,831% è negoziato sul mercato. Le sue attività comprendono sport, media e intrattenimento.

Brand

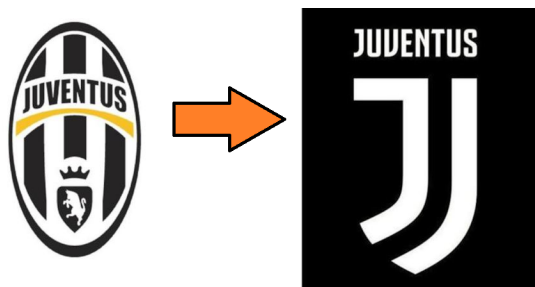


Figura 8: Vecchio e nuovo logo Juventus

Il 16 gennaio 2017 la Juventus ha annunciato a sorpresa la pubblicazione del nuovo logo societario, creato dall'azienda Interbrand (Omnicom Group Inc), leader nella brand consultancy. Ciò è il risultato sia di un processo di miglioramento dell'immagine del Club sia di una crescita iniziata con la presidenza di Andrea Agnelli nel 2010, successiva agli scandali dell'inchiesta Calciopoli del 2006. E' stato dichiarato ufficialmente che il nuovo logo è la stilizzazione di uno scudetto, e «rappresenta la nostra determinazione nel perseguire sempre la vittoria» mentre «la lettera J è il nostro segno distintivo che ci permetterà di essere riconoscibili in tutto il mondo». La proposta di Juventus è risultata molto ambiziosa e prevede l'**espansione del proprio business attraverso** due segmenti della popolazione:

- i tifosi delle aree più lontane del mondo (ad esempio USA e Cina)
- coloro i quali conosceranno il brand Juventus pur non essendo appassionati di calcio.

Breve analisi swot

Riportiamo di seguito una breve analisi swot.

STRENGTHS	WEAKNESSES
<ol style="list-style-type: none">1. Forte presenza del Brand in Italia e in Europa2. Ottima attività di marketing e alto livello della qualità del merchandising3. Frequente sold out all'Allianz Stadium	<ol style="list-style-type: none">1. Club non popolare come i migliori Club inglesi e spagnoli: minore presenza e visibilità del Brand a livello globale2. Saturazione del mercato italiano
OPPORTUNITIES	THREATS
<ol style="list-style-type: none">1. Arrivare ad intercettare fan globali (India e Cina)2. Rafforzamento del brand attraverso maggior pubblicità e visibilità	<ol style="list-style-type: none">1. Dipendenza dai risultati sportivi2. Ottimi Club rivali acquistano ottimi giocatori3. Presenza di problemi interni fra giocatori e management4. Costosi trasferimenti di giocatori causano debiti finanziari

Rischi societari Tra i vari **rischi di contesto** evidenziamo l'aumento della pressione competitiva da parte dei migliori Club europei. Ciò si traduce in un incremento di valore delle operazioni di calciomercato e delle retribuzioni medie, causando così un equilibrio più difficile fra competitività (a livello europeo), redditività e indebitamento. Tuttavia, la Juventus persegue tale equilibrio tramite strategie di gestione dei calciatori e attraverso la crescita del proprio giro d'affari, attuato con la diversificazione delle fonti di ricavo. Segnaliamo inoltre i rischi collegati alle condizioni economiche generali: una situazione di debolezza ed incertezza economica può influenzare sfavorevolmente il mercato dei diritti radiotelevisivi, il mercato dei ricavi da stadio ed anche le attività commerciali. Infine, ma non meno importante, vi è un rischio legato al mercato delle sponsorizzazioni: è possibile che un'incertezza economica influenzi il mercato delle sponsorizzazioni sportive, diminuendo l'orizzonte temporale degli investimenti promozionali e pubblicitari. Ciò può provocare, a sua volta, una possibile diminuzione di crescita rispetto alle previsioni.

Rischi finanziari Fra i vari rischi finanziari segnaliamo quelli relativi al fabbisogno di finanziamento, in quanto l'evoluzione della situazione finanziaria della società dipende in larga misura dal raggiungimento degli obiettivi sportivi ed economici previsti (vd tabella sottostante), oltre che dall'andamento delle condizioni generali dell'economia dei mercati in cui opera.

Sebbene la Juventus abbia mantenuto un livello di affidamenti bancari adatto ad evitare situazioni di tensione finanziaria, tuttavia i crescenti investimenti, fondamentali per garantire le performance sportive di successo come quelle degli ultimi anni, potrebbero richiedere maggiore leva finanziaria nel prossimo futuro.

Rischi strategici Fra i vari rischi strategici segnaliamo quello relativo al pagamento di stipendi in linea con quelli dei competitors in Italia e in Europa, che a sua volta impatta sul conseguimento dei risultati sportivi ed economici, e quello relativo all'eventuale fuoriuscita di figure chiave che potrebbe avere un impatto negativo sulle prospettive di crescita della Società.

Rischio di insolvenza Infine c'è il rischio di insolvenza, che riguarda il rating del debito, che consta nel rischio che la società non riesca a ripagare i debiti contratti ad 1 anno. La stima che fa il software Bloomberg di tale rischio è pari a 0,2491% di probabilità di insolvenza.

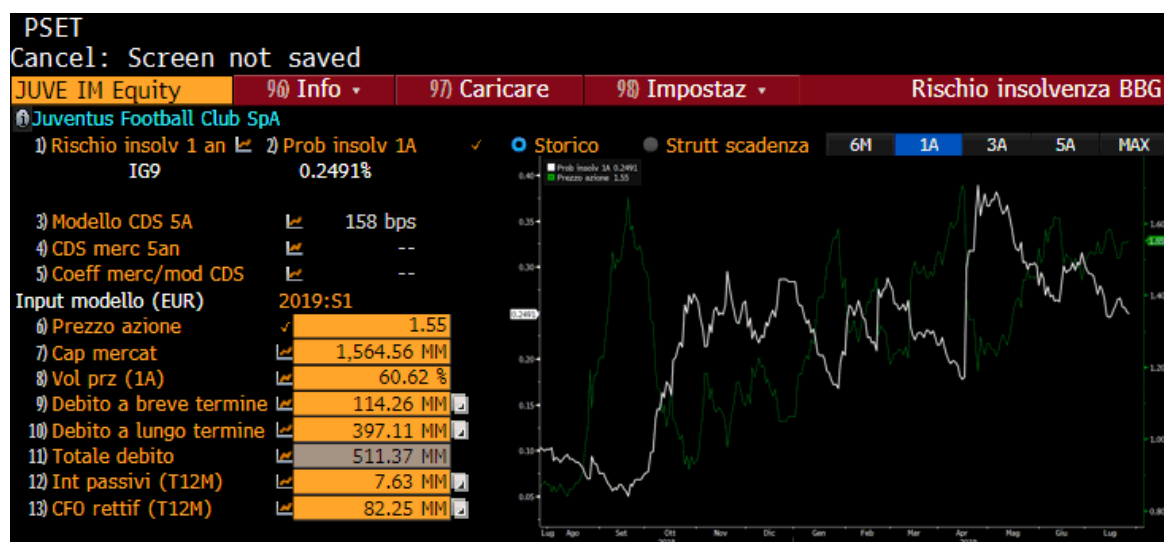


Figura 9: Probabilità di insolvenza secondo la piattaforma Bloomberg

2 Obiettivi futuri

L'obiettivo indicato da Andrea Agnelli al Financial Times è chiaro: far diventare la Juventus **una delle società più importanti al mondo**, attraverso le vittorie sul campo, a partire dalla Champions League (ricalcando il modello del Real Madrid). L'obiettivo del management è quello di garantire risorse adeguate ad un Club vincente aumentando sensibilmente i ricavi commerciali attraverso numerosi investimenti, individuando nuove forme di sponsorizzazione, nuove occasioni di visibilità digitale, nuovi format per lo sviluppo del business per garantire risorse adeguate ^{16 17}.

Piano di sviluppo fino al 2023/24 Il Consiglio di Amministrazione di Juventus ha approvato il Piano di sviluppo per gli esercizi 2019/20 – 2023/24 che delinea le linee strategiche ed operative per la gestione e lo sviluppo della Società ed è stato definito tenendo conto dei principali **obiettivi**:

- mantenimento della competitività sportiva
- incremento dei ricavi operativi e della visibilità del brand Juventus nei mercati internazionali
- consolidamento dell'equilibrio economico e finanziario

Trend ricavi Serie A

Riportiamo di seguito un'infografica, riferita al campionato di Serie A, che evidenzia un importante aumento dei ricavi dovuti ai diritti televisivi (oltre 1 Mld €), un aumento del prezzo dei biglietti venduti, un aumento dei ricavi di sponsorizzazione e commerciali: in sintesi tutti gli indicatori mostrano una crescita del settore ¹⁸.

¹⁶Fonte: intervista ad Andrea Agnelli

¹⁷Fonte: bilancio 2017/18 (discorso agli azionisti)

¹⁸Fonte: report pwc (pg. 42)

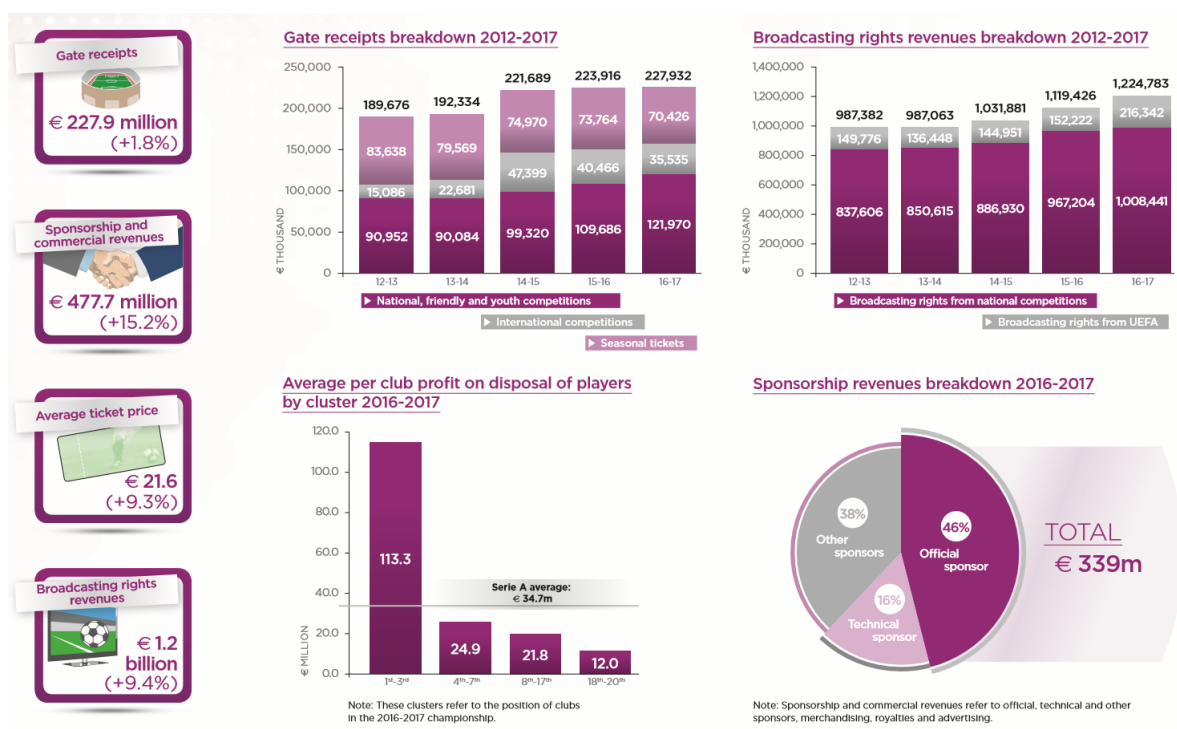


Figura 10: Informazioni finanziarie generali sulla Serie A

III PARTE: VALUTAZIONE E RACCOMANDAZIONI

Introduzione e contesto

L'evidenza empirica dimostra chiaramente come il settore delle società calcistiche presenti mediamente risultati economici negativi. Ciò non vuol dire che il settore non sia caratterizzato da orientamento al profitto, ma che per le società calcistiche l'obiettivo di economicità sembra doversi apprezzare non tanto in una prospettiva "stand alone", quanto piuttosto facendo riferimento al concetto di **economicità super-aziendale**, in relazione al quale la convenienza economica è misurabile attraverso un'analisi degli effetti esterni o emotivi che riguardano gli azionisti. In altri termini, gli investitori sono disposti a investire nel settore anche in presenza di redditività sistematicamente nulle o negative espresse dalle società. Il **costo opportunità del capitale di rischio** nel settore calcistico appare quindi sostanzialmente nullo, nel senso che l'investimento azionario nel settore non troverebbe, in media, alternative di rendimento positive. In realtà, il costo del capitale non è nullo o negativo, ma assorbito in parte dai benefici privati esterni o emozionali, tramite i quali gli azionisti di controllo ritraggono le remunerazioni richieste dall'investimento.

Contrariamente a quanto avviene per la generalità delle aziende, l'evidenza empirica dimostra che **il valore delle società calcistiche non è correlato ai redditi, ma lo è ai fatturati**. Ciò è spiegato proprio dal fatto che **i benefici ottenuti dagli azionisti sono in parte esterni, privati e socio-emozionali**. Essi sono "prezzati" nei valori espressi sul mercato e non si riflettono sui redditi aziendali, ma sono legati ai fatturati conseguiti, che a loro volta dipendono dal **seguito e dalla notorietà del Club**. E proprio questi ultimi fattori **Sono le determinanti originarie dei benefici privati e socio-emozionali**. Il valore dell'azienda, in un settore che opera con logiche non strettamente ancorate alla redditività diretta, non può quindi essere stimato soltanto sulla base dei risultati economico-finanziari attesi dalla società calcistica. In mancanza dell'ancoraggio ai risultati attesi, il valore è quindi espresso quantomeno dalle risorse patrimoniali a disposizione dell'azienda, purché esse generino benefici collegati al loro uso o al loro realizzo sul mercato. Per la valutazione delle società calcistiche possono trovare proficua applicazione i **metodi patrimoniali complessi**, che tengono in debita considerazione il valore economico degli intangible asset. In questi assets trovano espressione i driver principali del valore di una società calcistica, che sono rappresentati dai successi sportivi e dalla notorietà commerciale. La performance sportiva trova una naturale correlazione con il valore corrente dei diritti alle prestazioni dei calciatori, mentre il seguito e la notorietà alimentano il valore del marchio, legato ai ricavi di natura commerciale. Il valore stimato tramite il metodo patrimoniale complesso, pertanto, coglie il valore delle risorse sportive e commerciali che determinano il successo di una società calcistica. Il valore patrimoniale deve tuttavia essere assoggettato a una verifica reddituale del valore patrimoniale, secondo quanto previsto dalla dottrina e dalla prassi per la generalità dei settori economici. Per le società calcistiche tale verifica deve tenere conto non soltanto dei redditi effettivi generati dalla società e del costo del capitale in settori analoghi privi dei benefici privati e socio-emozionali che caratterizzano le società calcistiche, ma anche della stima di questi benefici privati e socio-emozionali, che rappresentano benefici esterni estratti dagli azionisti a fronte dei quali essi tollerano una sotto-remunerazione in capo alla società calcistica. La stima di tali benefici esterni presenta elevate incertezze e difficoltà tecniche. **La stima dei benefici socio-emozionali è eminentemente soggettiva e difficilmente ancorabile a parametri osservabili**. La stima dei benefici privati esterni complessivi e lo sviluppo dell'analisi delle variabili che determinano il valore del Club rappresentano le principali linee empiriche di sviluppo della ricerca sul valore

delle società calcistiche [2], [4].

1 Valutazione con il metodo patrimoniale complesso

Nella dottrina aziendale, i metodi patrimoniali non sono in genere considerati metodi razionali di valutazione delle aziende, poiché trascurano le variabili reddituali. Essi rappresentano tuttavia metodi razionali nei casi in cui la variabile reddituale è inclusa nella valutazione dei singoli elementi patrimoniali, come avviene per alcune tipologie di società (società immobiliari, holding di partecipazioni, ecc.) o, talvolta, nell'applicazione del metodo patrimoniale complesso, quando il valore degli intangibles prevalenti dell'azienda ne spiega, sostanzialmente, l'intero valore. Sulla base delle argomentazioni condotte nei paragrafi precedenti, la razionalità del metodo patrimoniale complesso può apprezzarsi tenendo conto di alcune specificità del settore calcistico e può in esso assumere una capacità esplicativa del valore delle aziende superiore a quella riscontrata per la generalità delle aziende. Date le caratteristiche dei Club sportivi, l'adozione del metodo patrimoniale semplice non appare affatto ideale alla ricerca di una stima corretta del valore economico aziendale, in quanto difetta nella considerazione degli elementi intangibili non presenti nei bilanci calcistici. Il problema viene risolto con il metodo patrimoniale complesso, che si caratterizza per la valorizzazione degli stessi elementi. Però, in generale, la metodologia di valutazione patrimoniale presenta il limite di porre in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa. Sembrerebbe quindi una scelta migliore quella di considerare metodologie reddituali, finanziarie o meglio ancora miste patrimoniali-reddituali. Nonostante ciò, si è deciso di utilizzare il metodo patrimoniale complesso. La ragione di tale scelta risiede nella **difficoltà di stima dei risultati reddituali-finanziari futuri dovuta all'imprevedibilità dei trend futuri vista la forte dipendenza tra i risultati economici e risultati sportivi**. Nel metodo patrimoniale complesso il valore del capitale economico è dato da:

Valore economico ¹⁹ =

- + patrimonio netto contabile
- + rettifiche di valore dei beni che compongono il patrimonio aziendale
- carico fiscale latente (che però ignoreremo)

La logica di questo metodo è infatti basata sulla determinazione del patrimonio netto rettificato, ovvero il patrimonio netto riespresso a valori correnti, determinato sommando al valore del patrimonio netto contabile le rettifiche per le valutazioni a valori di mercato in sostituzione di quelle al costo.

- Valore del patrimonio netto rettificato della società, così calcolato:
 - 1) Rettifica della voce contabile *Diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori, netti*, con riferimento al valore di mercato di ciascun giocatore al 31/12/2019;
 - 2) Rettifica della voce contabile *Terreni e fabbricati*;
 - 3) Rettifica della voce contabile *Altre attività materiali*;
 - 4) Le rettifiche delle voci passive non occorre farla perché nel bilancio, per il principio di prudenza, sono già valorizzate al massimo valore possibile.
- Valore attribuibile ai beni immateriali non inclusi nell'attivo.

Per quanto concerne i beni immateriali non inclusi nell'attivo, si è deciso di inserire il valore del brand Juventus, non ottenuto autonomamente, bensì facendo riferimento alla stima ottenuta da Brand Finance, esperta società di consulenza di valutazione dei marchi. Brand Finance calcola i valori dei brand calcistici utilizzando il c.d. "Royalty Relief approach". Questo approccio considera i ricavi probabili futuri attribuibili al brand, calcolando un indice di forza del brand e il c.d. "royalty rate". In figura 11 riportiamo la tabella dei principali brand calcistici ordinati per Enterprise value (stimato dalla stessa società), pubblicata nel report annuale di Maggio 2019.

Valore del capitale investito (Enterprise Value)	Valore del capitale economico (Equity Value)
	Posizione finanziaria netta

¹⁹Inteso come valore del capitale economico ossia **Equity Value**. Fonte: web.uniroma1.it

2019 Rank	2018 Rank		Brand Name	Country	2019 Enterprise Value	Enterprise Value Change	2018 Enterprise Value
1	1	←	Real Madrid CF	Spain	€4,179	+2.3%	€4,085
2	3	↑	FC Barcelona	Spain	€4,125	+3.0%	€4,005
3	2	↓	Manchester United FC	England	€4,044	+0.1%	€4,041
4	4	←	FC Bayern Munich	Germany	€3,189	-3.3%	€3,298
5	5	←	Liverpool FC	England	€3,186	+4.9%	€3,038
6	7	↑	Paris Saint-Germain	France	€2,850	+14.8%	€2,482
7	6	↓	Chelsea FC	England	€2,762	+5.0%	€2,631
8	9	↑	Manchester City FC	England	€2,342	+7.4%	€2,182
9	10	↑	Juventus FC	Italy	€2,332	+10.2%	€2,116
10	8	↓	Arsenal FC	England	€2,281	+3.8%	€2,198

Figura 11: Valore dei brand secondo Brand Finance (Maggio 2019)

Di seguito sono riportati in forma tabellare i risultati ottenuti per le operazioni di rettifica del capitale netto. E' bene specificare che per semplicità il calcolo degli ammortamenti è stato eseguito supponendo di essere al 31/12/2019 e che vista la trascurabile dimensione degli importi non sono stati aggiustati nel dettaglio dei singoli giocatori gli ammortamenti della squadra U23 e che si è ipotizzato un valore del brand Juventus pari a € 900 milioni.

Mostriamo di seguito i calcoli effettuati per la rettifica delle suddette voci contabili: ²⁰

TERRENI E FABBRICATI (importi in migliaia di €)	JTC Vinovo	Terreni adiacenti a JTC Vinovo	Stadio	JTC Vinovo	Totale
Valore di carico iniziale	5.000,00	10.800,00	115.747,00	22.988,00	154.535,00
Fondo ammortamento iniziale	-	-	-15.110,00	-6.911,00	-22.021,00
Saldi al 30/06/2018	5.000,00	10.800,00	100.637,00	16.077,00	132.514,00
Investimenti	-	-	121,00	111,00	232,00
Riclassifica dalla voce "Immobilizzazioni materiali in corso e acconti"	-	-	47,00	-	47,00
Ammortamenti	-	-	-1.167,00	-379,00	-1.546,00
Saldi al 31/12/2018	5.000,00	10.800,00	99.638,00	15.809,00	131.247,00
Valore di carico iniziale al 1/1/2019	5.000,00	10.800,00	115.747,00	22.988,00	154.535,00
Fondo ammortamento iniziale	-	-	-16.277,00	-7.290,00	-23.567,00
Saldi al 31/06/2019	5.000,00	10.800,00	99.470,00	15.698,00	139.968,00
Investimenti	-	-	121	111	232
Ammortamenti	-	-	-2.318,30	-769,97	-3.088,27
Saldi al 31/12/2019	5.000,00	10.800,00	97.272,70	15.039,03	128.111,73
Rettifica terreni e fabbricati					-3.135,27

²⁰Quanto ai criteri con cui stimare il valore corrente di utilizzo, occorre precisare che in mancanza di prezzi correnti desumibili dal mercato per la negoziazione di beni analoghi a quelli da valutare, è necessario far riferimento alternativamente: al **costo di ricostruzione** dei beni sopra identificati. Se risulta impossibile ipotizzare la ricostruzione a motivo, ad esempio, di innovazioni tecniche nel frattempo intervenute, è possibile ricorrere al **costo di sostituzione**, cioè al costo che si verrebbe a sostenere per rimpiazzare i beni identificati con altri aventi le medesime caratteristiche e utilità di quelli considerati. Quale che sia il criterio di costo utilizzato, occorre procedere ad una serie di rettifiche volte ad esprimere l'usura fisica che caratterizza i beni, possibilmente per categorie omogenee di impianti e macchinari, e l'obsolescenza sia funzionale (che tiene conto delle innovazioni costruttive) sia operativa (che tiene conto dei minori costi operativi possibili utilizzando nuovi impianti). (Fonte: univr.it)

Non più nella rosa
Rinnovo dal 30/06/2019
Rinnovo dal 30/06/2018
Contratto dal 30/06/2019

(Importi in migliaia di Euro)	Costo storico al 31/08/2019	Fondo ammortamento e svalutazioni al 31/12/2018	Valore di carico residuo al 31/12/2018	Durata contratto	Scadenza contratto	Amm. annuo	Amm. mensile	Amm. mensile (rinnovo contratto)	Valore di carico residuo al 31/08/19	Valore di mercato al 31/12/19 *	Plusvalenze giocatori al 31/12/19
Prima Squadra	545.209,00	172.113,00	373.096,00								
Bezzoli Andrea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00
Benatour Chéoua Rodriggo	12.012,00	3.604,00	8.408,00	5	30 giugno/2022	2.402,40	200,20	200,20	6.005,60	35.000,00	28.193,60
Bernardeschi Federico	39.411,00	11.823,00	27.588,00	5	30 giugno/2022	7.882,20	656,85	656,85	19.705,80	40.000,00	20.294,40
Bonucci Leonardo	34.746,00	-	31.272,00	-	30 giugno/2020	6.949,20	579,10	579,10	34332,80	25.000,00	677,20
Buffon Gianluigi	-	-	-	1	30 giugno/2020	0,00	0,00	0,00	0,00	1000,00	1000,00
Can Enre	15.861,00	1.983,00	13.878,00	4	30 giugno/2022	3.965,25	330,44	330,44	9.912,75	30.000,00	20.087,25
Cavoco Claudio Juan Pedro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00
Chellini Giorgio	7.857,00	7.762,00	95,00	2	30 giugno/2020	63,50	5,29	5,29	31,50	5.000,00	4.968,50
Costa de Souza Douglas	44.616,00	6.217,00	38.399,00	4	30 giugno/2022	11.154,00	929,50	929,50	27.245,00	38.000,00	10.755,00
Cuadrado Baldo Juan Guillermo	19.940,00	10.326,00	9.614,00	4	30 giugno/2020	4.985,00	415,42	415,42	4.623,00	18.000,00	13.371,00
Mathijs de Ligt	85.500,00	-	-	5	30 giugno/2024	17.100,00	1.425,00	1.425,00	70.950,00	75.000,00	-1.950,00
Daniilo Luiz da Silva	37.000,00	-	-	3	30 giugno/2024	12.333,33	1.027,78	1.027,78	30.823,33	20.000,00	-10.833,33
Demirler Merih	18.000,00	-	-	5	30 giugno/2024	3.600,00	300,00	300,00	16.200,00	10.000,00	3.800,00
De Sciglio Mattia	12.141,00	3.642,00	8.499,00	5	30 giugno/2022	2.428,20	202,35	202,35	6.070,80	12.000,00	5.920,20
Dos Santos Aveiro Cristiano Ronaldo	115.447,00	14.431,00	101.016,00	4	30 giugno/2022	28.861,75	2.405,15	2.405,15	72.154,25	75.000,00	2.845,75
Dehala Paulo Exequiel	41.439,00	22.008,00	19.431,00	5	30 giugno/2022	8.287,80	690,65	690,65	11.143,20	85.000,00	73.856,80
El Montazeri Medhi (Benicio)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00
Kean Billy Moses	91.296,00	45.648,00	45.648,00	5	30 giugno/2021	18.259,20	1.521,60	1.521,60	27.388,80	32.000,00	4.611,20
Hignani Gonzalo Gerardo	1.300,00	1.029,00	271,00	3	30 giugno/2021	108,33	9,03	9,03	1.027,00	7.000,00	6.837,33
Lobo Silva	26.275,00	16.816,00	9.459,00	5	30 giugno/2023	2.101,20	175,10	175,10	7.375,80	50.000,00	42.624,20
Alex Sandro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mandžukić Mario	23.396,00	17.333,00	6.063,00	3	30 giugno/2020	7.798,67	649,89	168,50	1.152,67	18.000,00	16.8476,33
Mattarelli Blaise	22.926,00	11.463,00	11.463,00	3	30 giugno/2020	7.642,00	636,83	636,83	3.821,00	18.000,00	14.179,00
Pellegrini Lorenzo	22.000,00	-	-	4	30 giugno/2023	5.500,00	458,33	458,33	19.250,00	35.000,00	15.575,00
Perin Mattia	12.002,00	1.500,00	10.502,00	4	30 giugno/2022	3.000,30	250,04	250,04	7.501,50	10.000,00	2.498,5
Pisicoglio Carlo	806,00	806,00	0,00	1	30 giugno/2020	806,00	67,17	33,58	0,00	500,00	500,00
Pjaca Marko	28.591,00	14.296,00	14.295,00	5	30 giugno/2021	5.718,20	476,52	476,52	8.576,00	7.500,00	-1.076,8
Pjanic Miralem	35.001,00	15.390,00	19.701,00	5	30 giugno/2023	3.933,20	327,77	327,77	15.767,87	75.000,00	59.232,20
Rabiot Adrien	10.000,00	-	-	4	30 giugno/2023	2.500,00	208,33	208,33	8.750,00	32.000,00	23.250,00
Ramsey Aaron	3.700,00	-	-	5	30 giugno/2023	740,00	61,67	61,67	3.330,00	40.000,00	36.670,00
Romero Gabriel Cristian	26.000,00	-	-	5	30 giugno/2024	5.200,00	433,33	433,33	23.400,00	15.000,00	-8.400,00
Rugani Daniele	3.905,00	2.702,00	1.203,00	5	30 giugno/2021	781,00	65,68	20,04	692,26	19.000,00	18.307,74
Spinazzola Leonardo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00
Szczesny Wojciech	15.074,00	5.441,00	9.633,00	4	30 giugno/2021	3.768,50	314,04	314,04	5.864,50	40.000,00	34.135,50
Traoré Hamed Junior	12.000,00	-	-	5	30 giugno/2024	2.400,00	200,00	200,00	11.600,00	14.000,00	2.400,00
* Fonte: Site web transfermarkt.it											
TOTALE	818.242,00	217.604,00	600.638,00						449.19,83	897.000,00	447.180,17

Importi in migliaia di Euro	Costo storico al 31/06/2019	Fondo ammortamento e svalutazioni al 31/06/2019	Valore di carico residuo al 31/06/2019
Prima Squadra	527.986,00	215.689,00	312.297,00
U23	18.404,00	4.067,00	14.337,00

ALTRE ATTIVITÀ MATERIALI (importi in migliaia di €)	Impianti e Macchinari	Attrezzature industriali e commerciali	Altri beni	Totale
Valore di carico iniziale	42.549,00	4.081,00	21.625,00	68.255,00
Fondo ammortamento iniziale	-25.204,00	-2.820,00	-11.796,00	-39.820,00
Saldi al 30/06/2018	17.345,00	1.261,00	9.829,00	28.435,00
Investimenti	972,00	185,00	781,00	1.938,00
Riclassifica dalla voce "Immobilizzazioni materiali in corso e acconti"	335,00	35,00	43,00	413,00
Ammortamenti	-2.283,00	-149,00	-1.145,00	-3.577,00
Saldi al 31/06/2019	16.369,00	1.332,00	9.508,00	27.209,00

Valore di carico iniziale al 1/1/2019	42.549,00	4.081,00	21.625,00	68.255,00
Fondo ammortamento iniziale	-27.487,00	-2.969,00	-12.941,00	-43.397,00
Saldi al 31/12/2018	15.062,00	1.112,00	8.684,00	24.858,00
Investimenti	972,00	185,00	781,00	1.938,00
Ammortamenti	-4.706,26	-314,06	-2.377,26	-7.397,58
Saldi al 31/12/2019	11.327,74	983	7.087,74	19.398, 48
Totale				-7.810,58

Si riportano infine i calcoli finali:

	Importi in euro
Capitale Netto rettificato al 5/1/19	€ 331.200.000,00
Rettifica giocatori U23	€ 1.500.000,00
Rettifica giocatori prima squadra	€ 447.180.173,3
Rettifica Terreni e Fabbricati	- € 3.135.453,27
Rettifica Altre attività materiali	- € 7.810,58
Valore Brand	€ 900.000.000,00
Enterprise value	€ 1.676.736.909,45
 Numero di azioni	 1.330.251.988

$$\begin{aligned}
 \text{Equity value} &= \text{Enterprise value} - \text{debiti (post aumento CS)} \\
 &= 1.676.736.909,45 - 164 \\
 &= 1.512.736.745,45 \text{ Mln}
 \end{aligned}$$

$$\text{Prezzo per azione} = \frac{1.512.736.745,45 \text{ euro}}{1.330.251.988 \text{ azioni}} = \text{€}/\text{sh } 1,14$$

2 Confronto con la valutazione dei multipli di mercato

Premessa sul il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli prescinde dalla stima di flussi di cassa futuri ed è considerato idoneo per la valutazione di aziende in settori ad elevata volatilità [1]. I metodi dei multipli, tendendo a replicare il comportamento dei partecipanti al mercato, sono quindi in grado, almeno in astratto, di cogliere l'entità media del "gap di valore" oggetto d'indagine. Il problema principale, tuttavia, è proprio che essi colgono tendenze medie di un campione, sicché la capacità esplicativa di una specifica realtà aziendale dipende dall'effettiva comparabilità tra l'azienda oggetto di stima e il campione da cui sono tratti i multipli.

I metodi dei multipli si distinguono in funzione di criteri basati sull'"equity approach to valuation" e

sull'"entity approach to valuation". L'approccio "equity side" utilizza multipli che consentono di stimare il valore economico del capitale in modo diretto. Essi hanno al numeratore la capitalizzazione di borsa della società e al denominatore variabili rappresentate da grandezze contabili, quali gli utili netti, il patrimonio netto contabile, il cash flow per gli azionisti o i dividendi: $\frac{\text{capitalizzazione di borsa}}{\text{utili netti (o PNC o CF azionisti)}}$.

Tuttavia, poiché i redditi e i flussi di cassa netti sono mediamente negativi, le analisi con i multipli Price/Earning, Price/Cash Flow e Price/Dividend non restituiscono valori significativi su cui basare la stima delle società calcistiche.

Il multiplo Price/Equity relativo alle società europee quotate del campione, calcolandone una media annua per i soli casi in cui gli utili siano positivi e applicando il multiplo medio ai valori di Earnings delle società italiane che sono state oggetto di transazione risultano valori mediamente inferiori a quelli per i quali le società sono state compravendute. A tal riguardo, con riferimento ad esempio alle società italiane oggetto di transazioni del controllo nel periodo 2011-2015, si evidenzia che, su un totale di 30 osservazioni per impresa/anno, solo in 6 casi (il 20%) vi sarebbero degli utili positivi su cui applicare il multiplo P/E. In realtà, ad essi andrebbe tolto quantomeno il risultato dell'Inter nel 2014 (risultato considerato come outlier), influenzato dalla plusvalenza generata per effetto del conferimento del ramo d'azienda "commerciale" [4].

Il multiplo Price/Book Value Meno problematico, sotto il profilo tecnico, è l'impiego del multiplo Price/Book Value, che tuttavia ha il difetto di prescindere del tutto dal fatturato e dai margini economici ai diversi livelli, che in quanto variabili flusso colgono la dinamica del successo commerciale e dell'economicità della società. Per il settore calcistico, nel quale la divaricazione tra valori economici e valori contabili degli Intangible (es marchio, diritti pluriennali alle prestazioni, ecc.) è molto marcata e volatile (anche in ragione, non di rado, della cronica sottocapitalizzazione delle società), si ritiene che l'utilità applicativa di tale multiplo sia assai limitata. L'entity approach to valuation utilizza, invece, multipli con i quali viene effettuata una stima indiretta del valore del capitale economico poiché al valore economico delle attività (firm value, o enterprise value) viene sottratto il valore di mercato dei debiti finanziari. I multipli utilizzati nell'approccio asset side presentano al numeratore il valore di mercato dell'investimento nell'attivo lordo o enterprise value (EV) e al denominatore grandezze, espresse in valore assoluto, che sono rappresentative della performance aziendale, come il reddito operativo (EBIT), il margine operativo lordo (EBITDA) il fatturato o ricavi operativi (SALES), le attività operative nette.

Il multiplo EV/Ebit presenta gli stessi problemi applicativi dei multipli equity side basati sui redditi e sui flussi di cassa, essendo l'Ebit medio generalmente negativo. Maggiori possibilità tecniche d'impiego hanno, almeno in astratto, i multipli EV/Ebitda, EV/NIC ed EV/Sales.

Il multiplo EV/Sales Tuttavia, dati i risultati dell'analisi econometrica di Markham, secondo l'autore il multiplo EV/Sales appare quello che meglio unisce l'applicabilità tecnica alla capacità di esprimere il comportamento dei partecipanti al mercato. Basti pensare, infatti, alla relativa stabilità dei valori espressi da tale multiplo rispetto all'estrema volatilità dei multipli basati su margini e flussi di cassa, che dimostra come il valore delle società calcistiche sia più correlato alla dimensione commerciale che a quella reddituale. Questo multiplo però ha dei limiti: il multiplo EV/Sales consente una comprensione molto parziale della dinamica di formazione del valore, poiché non tiene in alcuna considerazione gli asset controllati dalle varie società, la loro posizione debitoria e la loro profittabilità. La formazione del valore, tuttavia, può essere spiegata da una dimensione di performance, diversa da quella economica, che può chiarire l'esistenza del "gap di valore" tra i prezzi di mercato e i valori teorici basati sui metodi dei risultati attesi, rappresentata dalle prestazioni sportive.

La valutazione

Utilizziamo la metodologia dei multipli di mercato come metodo di controllo del valore ottenuto col metodo patrimoniale complesso. Questo metodo permette di calcolare il valore di una società sulla base dei prezzi di aziende comparabili. L'obiettivo è il calcolo dei rapporti (detti multipli) fra il prezzo delle società comparabili ed alcune variabili aziendali. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato

di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione ²¹.

Scelta dei competitors Per l'applicazione del metodo dei moltiplicatori di borsa si è scelto come guideline companies le società calcistiche quotate **Manchester United** e **Borussia Dortmund**. Queste, peraltro, sono evidenziate dal software Bloomberg quali principali competitors della Juventus. Inoltre, sono le uniche società per cui è possibile ottenere dei valori attesi circa le principali grandezze di interesse ai fini valutativi. Infatti ciascuno degli altri Club sportivi quotati presenta un problema di reperimento dei dati (dati *N.A.*).

Scelta del/dei moltiplicatore/i I moltiplicatori di borsa scelti per il confronto delle società sono l'**Enterprise value to Ebitda** e l'**Enterprise value to Sales**. Quest'ultimo è il multiplo meno influenzato dagli andamenti e dalle politiche contabili, tende ad essere relativamente stabile nel tempo ed è molto legato alla capacità di crescita dell'azienda.

Nel nostro caso Siccome vogliamo calcolare l'EV utilizzeremo i valori dei multipli forniti da Bloomberg i valori Sales iscritti a bilancio dai vari Club e l'Ebitda stimato nell'ultimo report da Banca IMI ²² nelle formule per il calcolo dei multipli ²³.

	EBITDA 2019 (e) (mln di €)	EV/EBITDA	⇒ EV ₁ (mln di €)	
Manchester United	187,8	13,60	2.554,08	*
Borussia Dortmund	102,3	8,67	886,94	*
Juventus	132,0	14,60	1.927,20	*
* Fonte	Bilanci	Bloomberg		

	SALES 2019 (mln di €)	EV/SALES	⇒ EV ₂ (mln di €)	
Manchester United	666,0	4,11	2.737,26	*
Borussia Dortmund	489,5	1,81	886,00	*
Juventus	621,5	3,15	1.970,33	*
* Fonte		Bloomberg		

	EV ₁ (mln di €)	EV ₂ (mln di €)
EV Juventus	1.927,2	1.970,3
PFN	(164)	(164)
Equity Juventus	1.763,4	1.806,8
N° azioni	1.330.251.988	1.330.251.988
Price	1,33 €/sh	1,36 €/sh

²¹Guida alla valutazione (Borsaitaliana.it)

²²Istituto bancario d'investimento del Gruppo Intesa San Paolo

²³Fonte: Libro "Valutazione d'azienda" di Stefano Pozzoli, edizioni IPSOA

3 Confronto con la valutazione di KPMG

Vista la complessità della valutazione, si è ritenuto opportuno confrontare i risultati finali con quelli ottenuti dalla prestigiosa società di consulenza KPMG. La valutazione di KPMG è fondata su un particolare **algoritmo basato sui multipli di ricavi**. In particolare, vengono considerate la redditività, la popolarità, il potenziale sportivo, i diritti televisivi ed infine la proprietà dello stadio. La figura 12 rappresenta i risultati ottenuti per l'EV delle principali squadre di calcio europee al **1° gennaio 2019**, ottenuta dal rapporto annuale Football Clubs' valuation - The European Elite ²⁴.

32 clubs' Enterprise Value ranges as at 1 January 2019				
Clubs		Range - EUR million		
		Bottom	Top	
1	▲ Real Madrid CF	3,115	3,334	
2	▼ Manchester United FC	3,069	3,345	
3	▲ FC Bayern München	2,599	2,793	
4	▼ FC Barcelona	2,556	2,797	
5	= Manchester City FC	2,386	2,534	
6	▲ Chelsea FC	2,142	2,312	
7	▲ Liverpool FC	2,022	2,169	
8	▼ Arsenal FC	1,928	2,088	
9	▲ Tottenham Hotspur FC	1,612	1,746	
10	▼ Juventus FC	1,486	1,610	
11	= Paris Saint-Germain FC	1,256	1,374	
12	= Borussia Dortmund	1,046	1,124	

Figura 12: Enterprise value ranges dei top 12 Club europei

$$\begin{aligned}\text{Equity value} &= \text{Enterprise value} - \text{debiti (pre aumento CS)} \\ &= [1.486, 1610] - 464 \\ &= [1.022, 1.146] \text{ Mln di euro}\end{aligned}$$

Essendo il numero di azioni (a Gennaio 2019!) circa 1.008 Mln abbiamo dunque:

$$\begin{aligned}\frac{\text{Club valuation}}{\text{Numero azioni}} &= \frac{[1.022, 1.146] \text{ Mln di euro}}{1.008 \text{ Mln di azioni}} \\ &= [1.014, 1.14] \text{ euro/sh}\end{aligned}$$

La stima di KPGM a Gennaio 2019 attribuisce ad un'azione della Juventus un valore compreso fra [1.014, 1.14] euro.

4 Confronto con la valutazione di Banca IMI

Gli analisti di Banca IMI, utilizzando il metodo DCF e utilizzando banche dati interne, hanno espresso il parere sulla valutazione della società, datata Gennaio 2020: l'equity value del club secondo le stime di Banca

²⁴Fonte: Rapporto KPMG

Imi è pari a:

$$\begin{aligned}\text{Equity value} &= \text{Enterprise value} - \text{debiti (post aumento CS)} \\ &= 1.970,9 - 164 \\ &= 1.806,9 \text{ Mln}\end{aligned}$$

Essendo il numero di azioni 1.330.251.988, abbiamo dunque:

$$\begin{aligned}\frac{\text{Club valuation}}{\text{Numero azioni}} &= \frac{1.806,9 \text{ Mln di euro}}{1.330,25 \text{ azioni}} \\ &= 1,36 \text{ euro/sh}\end{aligned}$$

5 Valutazione con il modello di Markham

Particolarità del settore

Le società attive nel settore calcistico presentano meccanismi e driver di generazione del valore economico molto particolari, che non possono essere interamente spiegate dai classici metodi di valutazione delle aziende, che implicano la necessità di utilizzare metodi e parametri di stima del tutto peculiari. La valutazione del capitale economico di una società attiva nel settore calcistico presenta rilevanti criticità tra cui quella relativa alla circostanza che **ad una redditività non congrua, e a volte negativa, corrisponde un “apprezzamento” da parte del mercato** non riscontrabile in altri settori, **che genera valori d’impresa non spiegati dalla sola redditività**. Infatti, come anche evidenziato in taluni studi,²⁵ la redditività del settore è generalmente negativa già a livello della gestione caratteristica. Ciononostante, la differenza tra valore di mercato e valore contabile risulta ampiamente positiva, evidenziando come il mercato riconosca a tali società un "di più" in termini di valore, non spiegato dai metodi più razionali di valutazione delle aziende. Ciò dimostra come gli operatori siano quindi disposti a investire nel settore anche in presenza di redditività incongrue con il conseguente paradosso di un costo opportunità del capitale di rischio che nel settore del calcio risulterebbe nullo, o negativo, se valutato con i metodi comunemente applicati e nella prospettiva della società stand alone. Nello studio condotto da Tiscini e Dello Strogolo viene proposto una metodologia di valutazione alternativa, che tiene in debita considerazione, oltre ai risultati economici, anche il valore economico degli intangible asset, nei quali trovano espressione i driver principali del valore di una società calcistica, che sono rappresentati dai successi sportivi e dalla notorietà commerciale. I risultati di tale studio, che derivano da un’analisi empirica che si basa su un campione di società calcistiche europee quotate in borsa, dimostrano per il business specifico del calcio debbano considerarsi, nell’ambito della valutazione, benefici privati e socio-emozionali, che nella stima rappresentano benefici esterni estratti dagli azionisti a fronte dei quali essi tollerano una sotto- remunerazione in capo alla società calcistica [4].

In questo contesto sembra emergere una **contraddizione**, che si rivela tuttavia, a una più accurata analisi delle relazioni causa – effetto, apparente. Una squadra che ha giocatori particolarmente quotati deve necessariamente sostenere una spesa elevata per i loro stipendi e ciò potrebbe essere interpretato come un elemento che determina una riduzione del reddito operativo. **Al contrario**, un parco giocatori costituito da giocatori di talento rappresenta un elemento che contribuisce ad aumentare non soltanto i ricavi societari, ma anche la notorietà, il seguito presso i tifosi e l’appeal generale del Club, producendo pertanto un impatto positivo sul valore del Club. In altre parole, i giocatori costituiscono uno degli asset delle società calcistiche, il cui effetto sul valore è solo parzialmente spiegato dalla differenza tra maggiori ricavi e maggiori costi a essi attribuibili. Infatti il miglioramento delle prestazioni sportive e, conseguentemente, della notorietà attira un maggior numero di tifosi, incrementando i ricavi per biglietteria, diritti televisivi, sponsor e merchandising, che come si è dimostrato hanno una correlazione con il valore superiore a quella del reddito. Pertanto, quand’anche i maggiori stipendi non trovino sufficiente copertura in maggiori ricavi, il valore della società potrebbe risulterne egualmente accresciuto, proprio in ragione della più forte correlazione con i ricavi rispetto a quella con i redditi.

²⁵Cfr. Mazzei R. e Mazzoleni C., 2002

Il **dr. Tom Markham** ²⁶ ha creato un suo metodo di valutazione, che è stato riconosciuto come forse il metodo più affidabile fino ad oggi. È una soluzione elegante che tiene conto delle entrate, dello stato patrimoniale, della redditività, dell'utilizzo dello stadio e, soprattutto, del rapporto tra salari e entrate. Prima dell'introduzione del Fair Play finanziario ²⁷ nelle competizioni europee e dei controlli dei costi a breve termine nella Premier League, l'inflazione salariale e il debito erano le principali preoccupazioni delle autorità calcistiche. Le società calcistiche stavano spendendo somme insostenibili di denaro, spesso prendendo a prestito contro l'utilizzo del capitale, in una corsa per avere successo mentre le entrate dei diritti dei media esplodevano verso l'alto. Di conseguenza, una delle misure chiave della sostenibilità di un Club è la quantità di reddito utilizzato per pagare i salari. Per quanto concerne, in particolare, l'analisi dei ricavi, Markham effettua una comparazione tra i risultati conseguiti dalle diverse squadre EPL, rilevando che quelli derivanti dallo sfruttamento dei diritti televisivi risultano simili tra le diverse società che giocano nella Premier League. Di converso, l'analisi del reddito legato al match-day evidenzia risultati assai diversi a seconda della capienza dello stadio nel quale si gioca. Alla luce di quanto illustrato, emerge che il modello elaborato da Markham ha il merito di tener conto non soltanto degli elementi patrimoniali e di quelli economici, ma anche di talune variabili del tutto peculiari del mercato calcistico. Infatti, la formula del modello di valutazione multivariata di Markham bilancia le voci, tradizionalmente utilizzate per apprezzare la capacità reddituale di un'azienda, con il fatturato complessivo, correlato al numero dei tifosi, con l'indice dei costi per stipendi ai calciatori e con il grado, espresso in termini percentuali sui posti disponibili, di utilizzo dello stadio.

Descrizione e valutazione

Nell'**algoritmo in esame**, i ricavi (revenue) sono sommati all'attivo netto (net assets) in quanto ritenuti alla base della capacità di una società di generare redditi futuri e, di conseguenza, di fondamentale importanza nella prospettiva del modello di valutazione. La sommatoria dell'attivo netto e dei ricavi viene moltiplicata per il rapporto tra la somma tra utile netto (o perdita) e ricavi, al numeratore, e gli stessi ricavi, al denominatore. Ciò fa sì che il modello risulti premiante per le società profittevoli e adotti, invece, un approccio più conservativo nei confronti delle società in perdita. Infatti, nel caso di società redditizie, il fatturato e l'attivo netto saranno moltiplicati per un fattore maggiore di 1, laddove se la società si trova in perdita, la medesima somma sarà moltiplicata per un valore inferiore a 1. Il dato complessivo viene poi moltiplicato per la percentuale di utilizzo medio dello stadio, espressione di come la società calcistica stia effettivamente sfruttando il proprio patrimonio. Infine, il dato complessivo viene diviso per l'indice dei costi sostenuti per pagare gli stipendi ai calciatori ("Wage Ratio"), che rappresenta l'indicatore della capacità di una società calcistica di tenere sotto controllo i costi tipici del personale, esprimendo un approccio prudente alla gestione

$$\text{Club Valuation} = \frac{(\text{Revenue} + \text{Net Assets}) \times \left(\frac{\text{Net Profit} + \text{Revenue}}{\text{Revenue}} \right) \times \text{Stadium Capacity \%}}{\text{Wage Ratio \%}}$$

In sintesi la formula stabilisce che all'aumentare di ricavi, patrimonio netto, rapporto fra utile/perdita e ricavi divisi per i ricavi e presenze nello stadio (stadium capacity) - quest'ultima rispetto alla sua capienza massima - aumenta il valore del Club. Invece più alto è il rapporto salariale chiamato wage ratio (salari/ricavi), minore è la valutazione. Per ulteriori approfondimenti si può consultare l'Appendice del presente lavoro. Ma analizziamo nel dettaglio la sequenza delle variabili riportando i relativi valori per la Juventus:

Revenue La cifra delle entrate di un Club viene aggiunta alle sue attività nette poiché queste sono alla base della capacità di un Club di generare entrate future e di conseguenza costituire la struttura portante del modello di valutazione \Rightarrow € 621,4 Milioni (Fonte: Bilancio 2018/19)

Net assets (Patrimonio Netto) Il valore delle attività nette è costituito dalle immobilizzazioni di un Club aggiunte alle attività correnti meno le passività correnti e a lungo termine. La cifra prende in conside-

²⁶Dr. Tom Markham ha conseguito un PhD in Football Finance (Henley Business School's ICMA Centre, University of Reading), e un MBA in Football Industries (University of Liverpool). Ulteriori informazioni su [Linkedin.com](https://www.linkedin.com/in/tommarkham/)

²⁷Fair Play finanziario è un progetto introdotto dal comitato esecutivo Uefa nel 2009 che mira a far estinguere i debiti contratti dalla società calcistica ed a indurla nel lungo periodo ad un'auto sostentamento finanziario

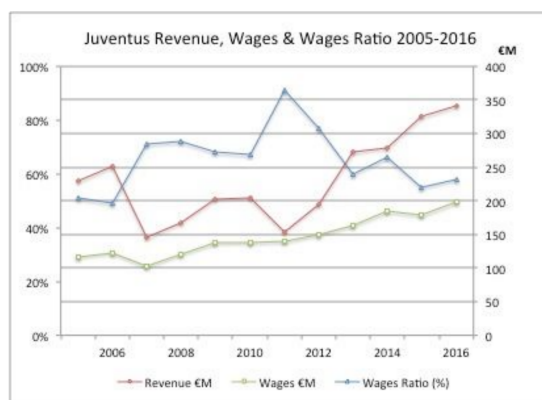


Figure 29, Total revenue, wages expenditure and wages ratio for Juventus 2005-2016 (Deloitte, 2006 - 2017; UEFA, 2008-2016)

razione gli obblighi di debito a breve e lungo termine di un Club \Rightarrow € 32 Milioni (Fonte: Bilancio 2018/19)
²⁸. Ma in seguito all'aumento di capitale sociale di Dicembre 2019 - Gennaio 2020 \Rightarrow € 330 Milioni ²⁹ ³⁰

Net Profit (Utile Netto) La cifra delle entrate e delle attività nette combinate viene moltiplicata per la cifra dell'utile (o della perdita) netta del Club aggiunta alle entrate e divisa per le entrate. Nel caso di Club redditizi, le entrate sommate al Net Assets saranno moltiplicate per una cifra maggiore di 1 per aumentare la valutazione. Mentre nei Club in perdita saranno moltiplicate per una cifra inferiore a 1 per ridurre l'imminente valutazione in linea con le perdite \Rightarrow € -39,9 Milioni di perdite netta (Fonte: Bilancio 2018/19)

Stadium Capacity Il dato complessivo, finora calcolato, viene moltiplicato per la percentuale media di utilizzo dello stadio, che illustra l'efficacia con cui il Club sta usando il proprio asset di differenziazione principale. Maggiore è l'utilizzo dello stadio (fino ad un massimo del 100%), maggiore è la valutazione societaria \Rightarrow 96% media degli ultimi anni ³¹.

Wage Ratio Infine, la cifra complessiva finora ottenuta è divisa per il rapporto salari/entrate di un Club. Il rapporto illustra la capacità di un Club di controllare le proprie spese: al diminuire del tasso, maggiore è la valutazione finale del Club. Qui vi sono € 301,3 Milioni di stipendi lordi complessivi ³² e € 621,4 Milioni sono i redditi 2018/19 del Club (Fonte: Bilancio 2018/19) $\Rightarrow \frac{301,3}{621,4} = 48\%$.

Per avere un'idea dell'ordine di grandezza evidenziamo che la media del Wage Ratio di Serie A è pari al 60%. Mentre quello del Manchester United del 2016 è più virtuoso ed è pari a quasi il 40% ³³ Di seguito è riportato, per completezza, il Wage Ratio storico della Juventus calcolato dall'azienda di consulenza e revisione Deloitte ³⁴.

²⁸Il patrimonio netto è 14,5 volte inferiore ai debiti (Fonte: ilsole24ore.com)

²⁹Fonte: La ricapitalizzazione secondo la società è destinata a sostenere il piano di sviluppo a 5 anni, anche per mantenere competitiva la rosa, che è la più ricca della serie A. [...] **Metà dei proventi della ricapitalizzazione saranno destinati a rimborsare debiti e a finanziare impegni già assunti** entro i 12 mesi. (Fonte: ilsole24h.com)

³⁰Il prezzo della quota sarà così imputato: 0,01 euro a capitale sociale e i restanti 0,92 euro a sovrapprezzo. Fonte: foxsports.it

³¹Fonte: calciofinanza.it e transfermarkt.it

³²Fonte: money.it

³³Fonte: uefa.com (pg 84 di 126).

³⁴Fonte: Master Degree of School of Business Economic and Law, University of Gothenburg (pg 64/78)

In sintesi abbiamo che:

$$\begin{aligned}
 \text{Club valuation} &= \frac{(\text{Revenue} + \text{Net Assets}) \times \left(\frac{\text{Net Profit} + \text{Revenue}}{\text{Revenue}} \right) \times (\text{Stadium Capacity \%})}{\text{Wage Ratio \%}} \\
 &= \frac{(621,4 + (32 + 300)) \times \left(\frac{-39,9 + 621,4}{621,4} \right) \times 0,96}{0,48} \\
 &= \frac{953,4 \times 0,93 \times 0,96}{0,48} \\
 &= \frac{851,2}{0,48} \\
 &= 1.773,3
 \end{aligned}$$

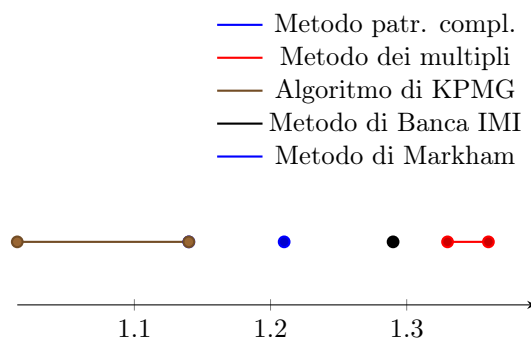
Il valore del Club è dunque pari a € 1.773,3 Milioni, mentre il numero di azioni 1.330.251.988. Abbiamo dunque:

$$\begin{aligned}
 \text{Equity value} &= \text{Enterprise value} - \text{debiti} \\
 &= 1.773,3 - 164 \\
 &= 1.609,3 \text{ Mln di euro}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \frac{\text{Club valuation}}{\text{Numero azioni}} &= \frac{1.773,3 \text{ Mln di euro}}{1.330,25 \text{ azioni}} \\
 &= 1,21 \text{ euro/sh}
 \end{aligned}$$

6 Giudizio finale

Riportiamo di seguito i risultati ottenuti con i vari metodi di valutazione.



Metodologia impiegata	Enterprise Value	euro/sh
Metodo patrimoniale complesso	1.512,7 migliaia €	1.14
Metodo dei multipli	[1.763.4, 1.806.8] migliaia €	[1.33, 1.36]
Algoritmo di KPMG	[1.022, 1.146] migliaia €	[1.01, 1.14]
Metodo DCF di Banca IMI	1.806,9 migliaia €	1.29
Metodo di Markham	1.773,3 migliaia €	1.21

Raccomandazione sulle azioni

L'ultima cosa che rimane da calcolare sono le differenze rispetto al Target Price pari a 1.27. Le possibili categorie di raccomandazioni sono le seguenti:

- BUY: possibilità che il titolo cresca di oltre il 15%. L'azione è **sottovalutata**. Qui il rapporto della differenza rispetto al prezzo target è > 0
- ADD: indica una probabile rivalutazione tra il 5 e il 15%. L'azione è di poco **sottovalutata**
- HOLD: un valore invariato o un rialzo non superiore al 5%
- REDUCE: un calo fino al 15%. L'azione è di poco **sopravalutata**
- SELL: una contrazione superiore a questa soglia. L'azione è molto **sopravalutata**. Qui il rapporto della differenza rispetto al prezzo target è < 0

Metodo	Target price	Calcolo	Rating
Patrimoniale	1.14	$\frac{1.14-1.27}{1.26} = -10.8\%$	REDUCE
Multipli	$\frac{1.33+1.36}{2} = 1.35$	$\frac{1.35-1.27}{1.35} = 5,6\%$	ADD
KPMG	$\frac{1.014+1.14}{2} = 1.185$	$\frac{1.185-1.27}{1.19} = -7.2\%$	REDUCE
Banca IMI	1.36	$\frac{1.36-1.27}{1.36} = 7,1\%$	HOLD
Markham	1.21	$\frac{1.21-1.27}{1.21} = -5\%$	REDUCE

Il nostro giudizio finale, scegliendo fra Reduce e Hold, è **REDUCE**, in quanto giudizio dato da quasi tutti i metodi tra cui Markham che, essendo un metodo ad hoc, riteniamo essere il più affidabile ³⁵.

³⁵L'ultimo report di Banca Imi del 20.1.2020 sul sito borsaitaliana.it raccomandi ADD).

APPENDICE: APPROFONDIMENTO SUL METODO DI MARKHAM

1 Introduzione

Molti esperti del settore ritengono che l'analisi dell'andamento del titolo di una società calcistica debba essere condotta congiuntamente a quella dei relativi risultati sportivi, distinguendo però tra gli eventi che hanno un impatto immediato, ma transitorio, sull'andamento del titolo societario e quelli che devono essere valutati in una prospettiva di più ampio respiro. In tal senso, si possono distinguere “effetti transitori” ed “effetti duraturi” delle prestazioni sportive. In particolare, taluni fenomeni di natura prettamente speculativa, che hanno luogo nei momenti immediatamente antecedenti o successivi a un determinato evento sportivo, generano effetti immediati che possono determinare oscillazioni, anche consistenti, del valore del titolo, ma che non sono duraturi, perché legati a ragioni più di natura emozionale che legate ai fondamentali economici. Di converso, il raggiungimento di obiettivi sportivi relativi all'intera stagione (che, come noto, rappresenta l’“esercizio” per una società di calcio) può incidere in maniera rilevante e relativamente duratura sull'equilibrio economico della società e conseguentemente avere un impatto determinante sul suo valore (che per le società quotate dovrebbe essere correlato con l'andamento del titolo). **Le prestazioni sportive rappresentano l'anello di congiunzione tra gli investimenti economici negli assets aziendali principali, tra cui, in primis, il parco calciatori, e il valore dell'impresa,** nel senso che in una gestione fisiologica i primi dovrebbero alimentare buone prestazioni sportive, che generano maggiori ricavi e al contempo alimentano anche il valore dello stesso parco calciatori, che è strettamente legato alla performance sportiva e che, tramite un'opportuna gestione dinamica della rosa dei calciatori, contribuisce alla generazione di plusvalenze nette da cessione e quindi, in definitiva, all'economicità della società. **Le prestazioni sportive, tuttavia, non spiegano il “gap di valore” tra prezzi e valori basati sui fondamentali economici.** Gli effetti transitori delle prestazioni sportive, infatti, generano oscillazioni dei prezzi destinate a compensarsi nel breve termine e non sono all'origine del “gap di valore” da spiegare. Gli effetti duraturi delle prestazioni sportive sul valore, invece, possono essere correlati, o meno, ai fondamentali economici della società. Nel primo caso, essi sono driver di valore colti anche dai metodi basati sui risultati attesi e, pertanto, non spiegano il “gap”. Nel secondo caso, essi possono in astratto costituire una determinante del “gap di valore” non spiegato dai metodi di attualizzazione dei risultati, ma l'analisi dei dati disponibili dimostra che tale “gap” è scarsamente correlato ai risultati sportivi, sicché questi ultimi rappresentano un indicatore assai limitato.

Particolarmente emblematico al riguardo è il raffronto, compiuto per le società europee quotate incluse nel campione, tra il ranking UEFA attribuito alle società calcistiche e il relativo Enterprise Value. Come noto, il ranking UEFA per Club permette di avere una classifica delle società sportive in funzione delle prestazioni in ambito europeo mediante l'attribuzione ad ognuna di un punteggio (c.d. coefficiente). Il coefficiente attribuito a ciascuna squadra viene determinato sulla base dei risultati ottenuti dai team in UEFA Champions League e UEFA Europa League nelle precedenti cinque stagioni. Il calcolo del coefficiente di ogni singolo Club è determinato quale somma di tutti i punti ottenuti negli ultimi 5 anni, oltre ad una percentuale del 20% del coefficiente della federazione di appartenenza ³⁶. **Dall'analisi effettuata da Markham emerge che la posizione in classifica attribuita dalla UEFA, almeno nel breve periodo, non è strettamente correlata al valore economico del Club,** come anche confermato dagli indici del modello econometrico effettuato relativamente a tali dati. Tale circostanza suggerisce che nel settore calcistico vi siano driver del

³⁶Vedi tabella 2 sul sito sidrea.it

valore di grande rilevanza, ulteriori rispetto sia alla redditività del capitale che alle prestazioni sportive. In particolare, nella valutazione possono considerarsi specifiche categorie di benefici che assumono particolare rilievo nel settore calcistico, rendendo così accettabili remunerazioni imprenditoriali che sarebbero ritenute insoddisfacenti in altri contesti. Si tratta, in particolare, dei **benefici socio-emozionali** e di **particolari categorie di benefici privati del controllo**.

2 Disamina e limiti dei metodi di valutazione esistenti

Tom Markham ha introdotto un nuovo approccio sotto forma di modello multivariato per calcolare il valore di un Club EPL. L'autore preliminarmente ha analizzato le 6 più comuni metodologie per effettuare una valutazione accurata dei Club della Premier League inglese. Le 6 metodologie comprendevano 3 metodi generali di valutazione della società che sono tradizionalmente utilizzati nell'ambito della finanza aziendale e altre 3 tecniche specializzate utilizzate nel settore del calcio per accertare il valore di un Club. Riportiamo di seguito le argomentazioni di Markham che si riferiscono al campionato inglese (EPL) ma che hanno strette analogie con la Serie A italiana. Le metodologie di valutazione aziendale sono:

Capitalizzazione di mercato In primo luogo è stato dimostrato che la capitalizzazione di mercato non è universalmente applicabile ai Club EPL in quanto solo due Club della divisione sono attualmente quotati o parzialmente quotati in borsa. In Italia i Club quotati sono tre. Ciò rappresenta un ostacolo per utilizzare questo metodo, per il numero esiguo di società appartenenti al campione.

Discounted Cash Flow Il metodo di valutazione DCF è riconosciuto come il mezzo più credibile per valutare le attività o le società sia da accademici che da professionisti (Demirakos et al., 2004). Utilizzando questa tecnica il valore di un'attività viene calcolato ottenendo il valore attuale dei flussi finanziari futuri attesi. Questi flussi di cassa sono attualizzati ai giorni nostri utilizzando un tasso di sconto in linea con il rischio percepito del investimento (Pratt, 2008). A differenza della capitalizzazione di mercato, che può valutare solo le società quotate in borsa, DCF può valutare qualsiasi società che abbia flussi di cassa prevalentemente positivi e prevedibili in futuro. Tradizionalmente, i flussi finanziari futuri di un'azienda sono dividendi distribuiti agli investitori. La versione di DCF che attualizza i dividendi futuri è nota come *Dividend Discount Model* (DDM). Possono sorgere problemi nel decidere il tasso di sconto corretto per una valutazione. Invariabilmente, maggiore è il tasso di sconto, più rischioso è l'attività o l'investimento. Versioni più complesse di DCF sono state sviluppate appositamente per valutare le aziende. In base a questo metodo, il valore di una società è raggiunto da futuri flussi di cassa liberi scontati [1]. La tecnica di valutazione più consolidata, DCF, è stata valutata in relazione ai Club EPL. **Il punto chiave del metodo DCF è la richiesta di una redditività regolare e previsioni accurate dei ricavi futuri** allo scopo di fornire valutazioni affidabili. Nell'ambito dei metodi di valutazione basati sui risultati, un'ampia parte della dottrina³⁷ e della prassi professionale ritiene che il metodo DCF (che attualizza, secondo un determinato tasso, i flussi di cassa attesi), sia la metodologia più accurata per la determinazione del valore di un complesso aziendale. Un'autorevole dottrina (Guatri L., Bini M., 2009) ritiene che tra i vantaggi del DCF debba essere ravvisata la maggiore oggettività rispetto ai criteri di valutazione fondati sul reddito, in quanto il DCF si fonda sui flussi di cassa generati dalla gestione ed esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria, la cui determinazione è in una certa misura esposta a valutazioni convenzionali e soggettive del management, ma che tuttavia risponde proprio all'esigenza di normalizzare gli utili. Eppure, nonostante tale metodo sia diffusamente e utilmente impiegato per la valutazione di aziende nei settori più disparati, la sua applicazione non restituisce risultati soddisfacenti per la stima di società calcistiche. **La maggior parte dei Club EPL, così come i Club di Serie A**³⁸, **è costantemente non redditizia e fatica a prevedere le future prestazioni finanziarie a causa della volatilità delle prestazioni sul campo di una squadra**³⁹. Inoltre, tradizionalmente pochissimi Club pagano dividendi, pertanto il DDM non può essere utilizzato per confrontare i Club su base coerente ulteriori rispetto alla mera logica del profitto ritraibile dalla società stand alone. Ciò rende il DCF inadatto alla valutazione universale e affidabile dei Club [3].

³⁷Demirakos D.G. et al., 2004

³⁸gazzetta.it

³⁹Fonte: Foxsports.com

Processo di liquidazione Anche il processo di valutazione/amministrazione della liquidazione è stato ritenuto inappropriato perché non può essere simulato e solo un Club è entrato nell'amministrazione controllata nella storia dell'EPL. Nella Serie A invece il numero di Club in tale situazione è ad oggi nullo⁴⁰.

Metodo dei multipli Alcune delle limitazioni enunciate sono in parte superate dall'utilizzo del metodo dei multipli, che prescinde dalla stima di flussi di cassa futuri ed è considerato idoneo per la valutazione di aziende in settori ad elevata volatilità [1]. I metodi dei multipli, nati inizialmente come strumenti di controllo, hanno assunto rilevanza crescente divenendo autonomi metodi di valutazione d'azienda. Secondo uno studio di Markham (2003), le stime effettuate tramite l'impiego dei multipli possono condurre a valori relativamente attendibili per società con una dimensione di ricavi bassi, ma mal si prestano alla determinazione del valore di società che evidenziano volumi di ricavi più elevati.

Broker I broker valuteranno le attività e le passività di un Club per stabilire una valutazione approssimativa del Club, ma il loro obiettivo principale è quello di vendere un Club per l'importo più elevato possibile. Ciò rende inaffidabile questo metodo per i nostri scopi.

Forbes Forbes è diventata la metrica di riferimento per la valutazione dei Club grazie alla sua funzione "Le squadre di calcio più ricche"⁴¹, che viene pubblicata ogni anno dal 2004. I metodi di valutazione di Forbes vaghi e per di più in evoluzione hanno impedito il calcolo dei valori per tutti i Club dell'EPL. Inoltre vi sono state stime di valutazione incoerenti di Forbes rispetto alle transazioni del Club effettive durante il periodo campione (stagione dal 2003/04 alla 2011/12 comprese). E' una metodologia empirica proposta quale alternativa alle metodologie di valutazione "classiche" sopra elencate è rappresentata dal metodo impiegato da Forbes (per la valutazione di società calcistiche americane). Tale modello in passato prevedeva l'elaborazione di un multiplo che rilevava i precedenti prezzi di transazione e le caratteristiche dello stadio, nonché l'eventuale trasferimento di un Club in un nuovo stadio che potenzialmente fosse in grado di aumentarne il fatturato annuo. Tale modello si basa su valutazioni puntuali frutto di ricerche autonome condotte da Forbes, che prevedono l'analisi dei documenti finanziari e l'interazione con esperti del settore per la stima dei ricavi operativi, dei debiti e del valore di ogni squadra (Ozanian, 2012). La valutazione delle società calcistiche, mediante l'utilizzo dei multipli basati sui ricavi (revenue multiple) sviluppata da Forbes, è risultata tuttavia imprecisa. Tale imperfezione è divenuta evidente quando le valutazioni – effettuate nel periodo compreso tra l'anno 1998 e l'anno 2003 – delle società del Nord America sono state confrontate con i prezzi delle transazioni avvenute nel medesimo periodo.

Sintesi della disanima

In conclusione nelle società calcistiche, per gli effetti dei benefici privati sul costo del capitale di rischio, la relazione tra valore economico e valore patrimoniale è più stretta che nella generalità dei business. Il primo, di conseguenza, può essere razionalmente determinato sulla base dell'analisi degli elementi patrimoniali, pur con le accortezze di cui si è detto con riferimento alla stima degli intangibles e alla "correzione reddituale". La scelta del metodo patrimoniale complesso quale metodologia idonea a rappresentare il valore di aziende di servizi, quali le società calcistiche, può apparire confliggente con la considerazione in base alla quale nelle aziende di servizi la componente reddituale del valore sia prevalente su quella patrimoniale. Tuttavia, le peculiarità che caratterizzano il settore calcistico ne rendono possibile e razionale l'adozione. In particolare, la componente emotiva del valore, nonché i benefici indiretti del controllo, non sono apprezzabili sulla base dei risultati economico-finanziari generati, ma sono positivamente correlati ai principali intangibles aziendali, quali il valore del marchio e dei calciatori, che ne rappresentano pertanto indiretti drivers di stima. Inoltre, la forte dipendenza dei risultati economici dai risultati sportivi - e la conseguente difficoltà nel redigere un piano economico-finanziario - rendono difficoltosa l'adozione di metodologie basate sull'attualizzazione dei risultati futuri, quali la Discounted Cash Flow Analysis. Infine, la rilevanza dei benefici emozionali ed

⁴⁰La Lega Pro italiana è in testa in tal senso, con 33 squadre non iscritte nel corso delle stagioni 2013-2018: la Serie B segue con 5, mentre la Serie A è a quota 0 (in quanto il Parma, fallito nel corso del campionato 2014/15, formalmente non si è iscritto alla Serie B 2015/16). Una situazione che, purtroppo, pare non accennare a migliorare verso l'inizio del campionato 2018/19 (Fonte: Calcioefinanza.it)

⁴¹Fonte: forbes.it

esterni rende i multipli di mercato inadeguati a esprimere valori attendibili per i pacchetti di maggioranza delle società. Il ricorso al metodo patrimoniale complesso è, pertanto, giustificato dal fatto che il settore non è governato da logiche strettamente legate alla redditività diretta.

Qual è dunque il metodo ottimale per valutare una squadra di calcio? Il modello multivariato introdotto nel paper da Markham [2] fornisce un approccio universalmente applicabile che può essere utilizzato per valutare qualsiasi Club nell'EPL, e per le strette analogie anche qualsiasi Club di Serie A. Fornisce inoltre risultati più coerenti e affidabili di qualsiasi metodo esaminato in precedenza. Ciò è evidente quando si esaminano le valutazioni del modello rispetto ai prezzi effettivi delle transazioni del Club durante il periodo di campionamento. È anche flessibile e consente di modificare le valutazioni dei Club in linea con scenari di emergenza che sono fondamentali, data la natura imprevedibile del calcio. Il metodo proposto è un metodo di valutazione affidabile per acquirenti, venditori, broker, finanziatori e amministratori di Club [2].

3 Il metodo introdotto da Markham

Sempre nell'ambito della messa a punto di metodi empirici specifici per il settore calcistico, di particolare rilievo è l'intervento di Markham, il quale propone una metodologia valutativa costruita ad hoc per la valutazione di società calcistiche, **basata su un'analisi empirica multivariata**. Markham individua alcuni indicatori chiave espressivi della performance delle società calcistiche. Oltre ai classici fondamentali economici, l'indicatore principale, espresso in termini di gestione dei costi, è rappresentato dalla percentuale dei ricavi destinati a sostenere il costo per gli stipendi dei giocatori (Wage Ratio). In particolare, secondo Markham, per una prudente gestione dei costi, è necessario che l'indice percentuale dei costi sostenuti per pagare gli stipendi ai calciatori sia pari o inferiore al 50%. L'Autore rileva che, con specifico riferimento al settore del calcio, fondamentale rilievo ai fini valutativi assume la capacità di una società calcistica di attrarre flussi di ricavo. È inoltre necessario tener conto degli asset peculiari che incidono sul valore economico delle società di calcio. Infatti, in aggiunta alle attività e passività che costituiscono il patrimonio sociale della generalità delle società, si deve prestare particolare attenzione a elementi patrimoniali quali **lo stadio, il campo/centro di allenamento, lo sfruttamento dei diritti televisivi, i diritti alle prestazioni sportive dei giocatori**. La proprietà e il management dovrebbero tenere in considerazione il contributo che ognuno di tali asset produce nella determinazione del valore di una società calcistica [3].

Descrizione della formula

Nell'**algoritmo in esame**, i ricavi (Revenue) sono sommati all'attivo netto (net assets) in quanto ritenuti alla base della capacità di una società di generare redditi futuri e, di conseguenza, di fondamentale importanza nella prospettiva del modello di valutazione. La sommatoria dell'attivo netto e dei ricavi viene moltiplicata per il rapporto tra la somma tra utile netto (o perdita) e ricavi, al numeratore, e gli stessi ricavi, al denominatore. Ciò fa sì che il modello risulti premiante per le società profittevoli e adotti, invece, un approccio più conservativo nei confronti delle società in perdita. Infatti, nel caso di società redditizie, il fatturato e l'attivo netto saranno moltiplicati per un fattore maggiore di 1, laddove se la società si trova in perdita, la medesima somma sarà moltiplicata per un valore inferiore a 1. Il dato complessivo viene poi moltiplicato per la percentuale di utilizzo medio dello stadio, espressione di come la società calcistica stia effettivamente sfruttando il proprio patrimonio. Infine, il dato complessivo viene diviso per l'indice dei costi sostenuti per pagare gli stipendi ai calciatori ("Wage Ratio"), che rappresenta l'indicatore della capacità di una società calcistica di tenere sotto controllo i costi tipici del personale, esprimendo un approccio prudente alla gestione.

$$\text{Club Valuation} = \frac{(\text{Revenue} + \text{Net Assets}) \times \left(\frac{\text{Net Profit} + \text{Revenue}}{\text{Revenue}} \right) \times \text{Stadium Capacity \%}}{\text{Wage Ratio \%}}$$

In sintesi la formula stabilisce che all'aumentare di ricavi (revenue), assets, redditività (il rapporto) e presenze nello stadio (stadium capacity) - quest'ultima rispetto alla sua capienza massima - maggiore è il valore del Club. Invece più alto è il rapporto salariale chiamato wage ratio (salari/ricavi), minore è la valutazione. Per

ulteriori approfondimenti si può consultare l'Appendice del presente lavoro. Ma analizziamo nel dettaglio la sequenza delle variabili riportando i relativi valori per la Juventus:

Revenue La cifra delle entrate di un Club viene aggiunta alle sue attività nette poiché queste sono alla base della capacità di un Club di generare entrate future e di conseguenza costituire la struttura portante del modello di valutazione.

Net Assets (Patrimonio Netto) Il valore delle attività nette è costituito dalle immobilizzazioni di un Club aggiunte alle attività correnti meno le passività correnti e a lungo termine. La cifra prende in considerazione gli obblighi di debito a breve e lungo termine di un Club.

Net Profit (Utile Netto) La cifra delle entrate e delle attività nette combinate viene moltiplicata per la cifra dell'utile (o della perdita) netta del Club aggiunta alle entrate e divisa per le entrate. Nel caso di Club redditizi, le entrate sommate alle attività nette saranno moltiplicate per una cifra maggiore di 1 per aumentare la valutazione. Mentre nei Club in perdita saranno moltiplicate per una cifra inferiore a 1 per ridurre l'imminente valutazione in linea con le perdite.

Stadium Capacity Il dato complessivo, finora calcolato, viene moltiplicato per la percentuale media di utilizzo dello stadio, che illustra l'efficacia con cui il Club sta usando il proprio asset di differenziazione principale. Maggiore è l'utilizzo dello stadio (fino ad un massimo del 100%), maggiore è la valutazione societaria.

Wage Ratio Infine, la cifra complessiva finora ottenuta è divisa per il rapporto salari/entrate di un Club. Il rapporto illustra la capacità di un Club di controllare le proprie spese: al diminuire del tasso, maggiore è la valutazione finale del Club.

Bibliografia

- [1] A. Damodaran. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd edition)*. John Wiley Sons, 2012.
- [2] Markham T. *What is the optimal method to value a football club?* Mar 2013. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238265.
- [3] Matyszczyk. R Thornton. M. *Valuing sports teams*. Grant Thornton, 2010.
- [4] Dello Strogolo A. Tiscini R. *Fattori esplicativi del valore delle società calcistiche: un approccio basato sui benefici privati esocio-emozionali*. https://ojs.francoangeli.it/_omp/index.php/oa/catalog/download/217/41/952-2 (pg 57).