

Società sportive e quotazione in borsa

Prof. Daniela Caterino –
Università degli studi di Bari

- “Fino a qualche tempo addietro non era revocabile in dubbio che tra i vari modi di perdere soldi il più rischioso fosse il gioco (dal momento che giocando d’azzardo si può anche vincere), il più piacevole le donne e il più sicuro l’agricoltura. La quotazione in borsa di alcune società sportive ha peraltro messo in crisi questa granitica certezza, dal momento che l’investimento nel capitale di rischio di questo tipo di società , più che non adatto a vedove e orfani come fu detto da un già presidente della Consob e già commissario della F.I.G.C., si appalesa, almeno in Italia, contendere alla attività agricola la palma di tecnica più certa per perdere i propri quattrini”.

(M. Stella Richter jr.)

Una premessa

- Parte I – Quadro evolutivo
- Parte II – Scenario socio-economico
- Parte III – Regime giuridico delle società sportive quotate

Contenuti della presentazione

Parte I – Quadro evolutivo

- Fino al 1996 la possibilità di quotare nei mercati regolamentati società sportive del settore professionistico e, in particolare, le società calcistiche risultava preclusa dal loro status di società di diritto speciale senza finalità di lucro.
- La legge 23 marzo 1981, n. 91, disponeva che gli statuti delle società sportive del settore professionistico dovessero escludere espressamente ogni finalità lucrativa, prevedendo il reinvestimento integrale degli utili " per il perseguimento esclusivo dell'attività sportiva" (art. 10, comma 2, l. n. 91/81).
- Inoltre, tale legge disponeva che, in sede di liquidazione, nella fase della ripartizione dell'attivo ai soci dovesse spettare il rimborso del solo valore nominale delle azioni o delle quote, dovendo essere il residuo attivo devoluto al CONI (art. 13, comma 2, l. n. 91/81)

Profilo storico: I – la preclusione assoluta...

...e la contestuale scelta del modello capitalistico

- Peraltro, pur in presenza del vincolo di non lucratività, il modello di riferimento per lo svolgimento di attività sportive professionistiche era senza dubbio quello delle società di capitali.
- Già dal 1966 il CONI, attraverso la FIGC, aveva imposto ai soggetti titolari di squadre di calcio militanti nelle massime divisioni di adottare la forma giuridica di “società per azioni”.
- La definitiva consacrazione del principio della forma di società di capitali è avvenuta con la legge 23 marzo 1981, n.91, laddove, all’art.10, si statuisce che “possono stipulare contratti con atleti professionisti solo le società sportive costituite nella forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata”.

- Le modifiche introdotte con il d.l. n.485/1996, convertito nella legge n.586/1996, hanno, tra l'altro, apparentemente e parzialmente ridotto la distanza dalle ordinarie società di capitali, sostituendo il secondo comma dell'art. 10, l. 91/1981 con il seguente: "l'atto costitutivo deve prevedere che la società possa svolgere esclusivamente attività sportive ed attività ad esse connesse o strumentali" ed aggiungendo un terzo comma che dispone che "l'atto costitutivo deve prevedere che una quota parte degli utili, non inferiore al dieci per cento, sia destinata a scuole giovanili di addestramento e formazione tecnico-sportiva".
- Il problema interpretativo sorge allorché si debba valutare se tali modifiche consentano o meno la distribuzione degli eventuali utili residui ai soci.
- Sia in sede di quotazione delle tre società sportive che successivamente, la CONSOB ha sostenuto che a seguito dell'avvenuta abrogazione, da parte della Legge n. 586/1996, delle disposizioni di cui alla Legge n.91/1981 veniva "riconosciuta in capo alle società sportive professionistiche la possibilità di perseguire lo scopo di lucro; tale circostanza ha rimosso ogni ostacolo alla quotazione nei mercati regolamentati".
- Dottrina contraria assolutamente minoritaria sottolinea come nessuna norma abbia mai abrogato, esplicitamente o implicitamente, l'art. 32 del D.P.R. n.157/1986 in virtù del quale "le società, le associazioni e gli enti sportivi non hanno scopo di lucro".

...e lo scopo di lucro?

- La legge 18 novembre 1996 n. 586, abrogando le suddette disposizioni, ha riconosciuto in capo alle società sportive professionistiche la possibilità di perseguire lo scopo di lucro; tale circostanza ha rimosso ogni ostacolo alla quotazione nei mercati regolamentati.
- E' a seguito di tale riforma, quindi, che la Consob e la Borsa Italiana S.p.A. – alla quale con il d.lgs. n. 415/96 (c.d. "Decreto Eurosim") era stata trasferita la competenza in materia di ammissione, esclusione e sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni - hanno dovuto affrontare il tema della quotazione delle società di calcio nei mercati regolamentati italiani.

II – La prima apertura

III - La definitiva svolta

- La riforma Draghi del 1998 ha definitivamente consacrato la possibilità di ingresso delle società sportive sui listini di Borsa italiana, cancellando l'obbligo dei tre bilanci consecutivi in utile come requisito per l'accesso alla quotazione.
- Il Regolamento di Borsa Italiana s.p.a., è oggi la fonte negoziale che contiene i requisiti per l'accesso alla quotazione
- <http://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>

Parte II – Scenario socio-economico

- Come noto le società sportive quotate alla Borsa in Italia sono solo tre società di calcio ed esattamente: Lazio, Roma e Juventus, quotate al Mercato Telematico Azionario (MTA) ed incluse nel settore “Viaggi e tempo libero”
- In altri mercati internazionali le società sportive quotate, intendendosi per tali quelle che praticano attività sportive e non quelle che producono attrezzature sportive, sono in numero superiore.
- In ambito europeo, al London Stock Exchange sono quotati, ad esempio, oltre 20 “football club”

Lo stato dell’arte

Le società sportive quotate in Italia

- La prima società di calcio ad avere azioni ammesse alla quotazione ufficiale di borsa è stata la S.S.Lazio S.p.A. Successivamente sono state ammesse alle negoziazioni in borsa le azioni della A.S.Roma S.p.A. e quelle della Juventus F.C. S.p.A..
- Più precisamente le azioni della Lazio sono state ammesse alla quotazione ufficiale di borsa con provvedimento della Borsa Italiana S.p.A. del 15.4.1998, mentre le azioni della Roma e della Juventus sono state ammesse, rispettivamente, in data 8.5.2000 e in data 3.12.2001. Le azioni della Juventus sono state ammesse a quotazione in borsa nel segmento Star. Per ottenere la qualifica di Star il regolamento della Borsa Italiana richiede requisiti più stringenti rispetto a quelli previsti in via generale.

Le premesse: il caso UK

- All'epoca dell'avvio alla quotazione delle società sportive aveva costituito un utile termine di paragone per una valutazione delle potenzialità e delle criticità delle attività del settore calcio l'esperienza del Regno Unito, dove queste attività avevano raggiunto un livello di maggiore sviluppo commerciale e già da tempo risultavano ammesse a quotazione diverse società sportive.
- I club britannici quotati hanno fondamentalmente a loro vantaggio, rispetto a quelli italiani, una maggiore diversificazione delle fonti di ricavo e la proprietà dello stadio, che, al di là del valore in sé, consente di ottimizzare lo sfruttamento dei ritorni pubblicitari e di sviluppare attività collaterali.

RISCHI:

- Potenziale maggiore instabilità del titolo derivante dal legame coi risultati sportivi.
- L'alto valore e peso sul bilancio dato dai calciatori è un elemento destabilizzante e molto rischioso
- La non diversificazione delle fonti di ricavo extra-settore è un elemento di rischio in quanto un'eventuale diminuzione del giro d'affari che ruota intorno al mondo del calcio porterebbe ad un ridimensionamento di tutte le fonti di ricavi delle società.

VANTAGGI:

- Il primo vantaggio derivante dall'acquisto di titoli di una società di calcio non è economico ma personale, dovuto all'attaccamento alla squadra. Caratteristica unica nel complesso mercato della borsa.
- La diversificazione delle fonti di ricavi legate al mondo del calcio è molto positiva; se una volta gli introiti provenivano quasi soli dalla vendita di biglietti ed abbonamenti, oggi si hanno altre voci molto importanti come i diritti TV, il merchandising e le sponsorizzazioni.
- Una prospettiva tutta da scoprire è quella che porta una società di calcio a fornire servizi senza riferimento allo sport, utilizzando il proprio marchio in altri settori.

Vantaggi e svantaggi dell'investimento in società sportive quotate

I rischi...

- Antonio Rosati, dirigente della Consob, manifestò diverse perplessità, a dir poco profetiche: «Non può entrare in Borsa una società il cui prezzo è sensibile a fattori come l'infortunio di un calciatore o un gol, il titolo avrebbe oscillazioni troppo forti. Diverso sarebbe il discorso di una holding con business articolato nella quale il calcio rappresenti solo un settore».
- Il riferimento era al business delle squadre inglesi, capaci di gestire in modo profittevole stadi di proprietà e merchandising. Ma quello che doveva essere una pre-condizione per la quotazione nell'eccitazione dell'epoca diventò invece un obiettivo rimandato alla post-quotazione, nell'illusione che anche l'Italia avrebbe seguito il sentiero tracciato dai football club britannici.

- Le società di calcio devono ottenere dalla F.I.G.C. il c.d. “titolo sportivo”, ovvero il riconoscimento “delle condizioni tecniche sportive che consentono, concorrendo gli altri requisiti previsti dalle norme federali, la partecipazione ad un determinato Campionato” e obbligatoriamente per le società iscritte al Campionato di Serie A e volontariamente per quelle iscritte al Campionato di Serie B, la c.d. “licenza UEFA”, che consente la partecipazione alle competizioni internazionali UEFA.
- Il “titolo sportivo” costituisce pertanto il valore patrimoniale preliminare senza il quale tutti gli altri elementi del patrimonio non possono essere valorizzati. Un requisito totalmente estraneo al mercato, che appartiene all’ambito sportivo ed è generato da un organismo sportivo, costituisce il fondamento della consistenza patrimoniale e, dunque, della sopravvivenza imprenditoriale della società.

Il problema del titolo sportivo per le società calcistiche

- Alcuni studi svolti in Italia sulla relazione tra risultati di campionato e andamento dei titoli in Borsa mostrano che, se in genere un buon andamento del titolo è preceduto da un buon risultato in campo, poco più del 50% delle volte un risultato positivo in campo è accompagnato da un rialzo del titolo in borsa. Il pareggio è spesso assimilato ad un risultato negativo e il legame tra risultati in campo e risultati di borsa è più accentuato quando il risultato in campo è negativo (sconfitta)
- Questo andamento è meno evidente per le altre squadre europee quotate in borsa
- Inoltre i volumi degli scambi sono molto più alti nei giorni dopo un incontro

Relazione tra performance sportiva e valore di Borsa

- I risultati di un'analisi empirica mostrano che le squadre italiane quotate possono in una certa misura compensare i deboli risultati di bilancio con dei buoni risultati in campo
- Il successo sportivo può agire sul risultato di borsa sia direttamente, con l'attaccamento degli investitori tifosi e la ricerca di profitti da parte degli speculatori, che indirettamente, attraverso il legame tra risultato in campo e performance economica
- Viceversa, l'elevata volatilità e il rischio in genere tendono ad allontanare gli investitori istituzionali

Risultati in campo e propensione all'investimento

Risultati sportivi e performance di borsa

- Se è vero che una buona performance sportiva, tramite la realizzazione di maggiori ricavi, può contribuire a migliorare il risultato economico e quindi determinare maggiore solidità e stabilità del titolo, è anche vero che le deludenti performance borsistiche delle società di calcio non possono essere migliorate solo vincendo di più
- Occorre una gestione basata su solidi criteri aziendali e su una cultura d'impresa basata sull'orientamento al marketing, che miri da un lato a contenere i costi di gestione, soprattutto salari e stipendi, e dall'altro aumentare i ricavi con strategie di diversificazione fondate sull'offerta di servizi complementari allo spettacolo sportivo, con un'oculata selezione e formazione dei nuovi talenti, con un più ampio sfruttamento dell'immagine dei club, possibilmente gestendo uno stadio di proprietà.

Attività connesse e impresa sportiva

- Le attività “connesse o strumentali” a quella sportiva potrebbero costituire una importante declinazione dell’attività economica delle società sportive, soprattutto professionistiche.
- Accanto infatti alle attività per così dire minori, come la commercializzazione dei prodotti a marchio (c.d. merchandising) o la ristorazione nel corso degli eventi sportivi (c.d. food & beverage), vi possono essere iniziative imprenditoriali di significativa rilevanza economica, quale in primis la realizzazione e/o gestione diretta degli impianti sportivi, i cui fattori economico-finanziari sono basati su parametri imprenditoriali che aumentano la possibilità dell’investitore di prevedere e valutare il rischio di impresa rispetto all’attività sportiva in senso stretto

Parte III – Regime giuridico
delle società sportive
quotate

REQUISITI DELL'EMITTENTE

Capacità di generare ricavi in condizioni di autonomia gestionale

Ultimo bilancio sottoposto a revisione contabile

Pubblicazione e deposito degli ultimi tre bilanci annuali (anche non in utile)

REQUISITI DELLE AZIONI

Capitalizzazione di mercato pari ad almeno € 5 milioni

Gestione accentrata presso Monte Titoli in forma dematerializzata

Flottante pari ad almeno il 25% del capitale

Requisiti per la quotazione

Rischi specifici e prospetto di quotazione

- Con riguardo alla quotazione delle predette società di calcio, la Consob, oltre a verificare che nei prospetti di quotazione fossero inserite tutte le informazioni e le avvertenze richieste dallo schema di riferimento, ha provveduto a richiedere l'evidenziazione delle specificità e delle criticità connesse al settore calcistico.
- All'epoca delle quotazioni delle citate società di calcio, erano stati riscontrati rischi legati alla volatilità dei ricavi, alla rigidità della struttura dei costi e agli squilibri finanziari; pertanto, si è provveduto a fare evidenziare tali aspetti critici nei prospetti.
- In particolare sono state evidenziate le seguenti criticità:
 - aleatorietà dei risultati sportivi e rischi connessi all'influenza degli stessi sui risultati economici delle società;
 - rischi connessi alla dipendenza dal mercato dei diritti televisivi;
 - rischi connessi alla stringente e complessa normativa di settore;
 - rischi derivanti dall'indebitamento delle società di calcio professionistiche. In particolare, è stato fatto evidenziare che la disciplina di settore prevedeva, tra gli altri, come requisito per l'iscrizione ai campionati nazionali il mantenimento del rapporto tra ricavi e indebitamento non inferiore a 3;
 - rischi connessi oltre che ai procedimenti della giustizia ordinaria anche ai procedimenti della giustizia sportiva;
 - rischi connessi al mancato rinnovo delle convenzioni per l'utilizzo degli stadi dove usualmente sono disputate le partite.

I controlli

- Con specifico riguardo al controllo sulla correttezza della gestione e al controllo contabile delle società quotate, il Testo Unico della Finanza ha strutturato tale sistema di controlli assegnando particolare rilievo ai controlli interni alla società e ai controlli svolti dalla società di revisione.
- In particolare, il TUF ha riqualificato il ruolo del collegio sindacale, attraverso una più precisa suddivisione dei compiti fra i sindaci, a cui è affidata la vigilanza sull'amministrazione della società, e la società di revisione, a cui sono assegnati, in via esclusiva, i compiti di controllo contabile.
- All'organo di controllo interno sono, inoltre, attribuiti poteri di vigilanza informativa sull'operato degli amministratori, poteri ispettivi nonché poteri di reazione alle irregolarità degli amministratori, tramite la convocazione di altri organi, la denuncia al Tribunale di gravi irregolarità, la possibilità di fare proposte all'assemblea. A loro volta i sindaci sono soggetti al controllo della Consob.

La galassia dei controlli

- Al fine di evitare sovrapposizioni di controlli e di possibili interventi che potrebbero comportare la sostanziale “distruzione” del valore di borsa delle società sportive quotate – si pensi alle vicende del titolo sportivo – parrebbe necessario un coordinamento tra CONSOB e Borsa Italiana da una parte e CONI e Federazioni sportive dall'altra, anche nell'ottica di ridurre la “specialità” di dette società.

- In tale raccomandazione, approvata all'indomani di un sensibile peggioramento nell'andamento gestionale delle società calcistiche quotate, la Consob ha rappresentato di avere constatato che sulle società calcistiche, a causa delle peculiari caratteristiche di tali società, per le quali riveste notevole importanza l'attenzione da parte degli organi di informazione, sussiste una frequente circolazione di indiscrezioni. Tale fatto espone il mercato al rischio di possibili asimmetrie nella diffusione delle notizie.
- Ciò considerato, la Consob ha raccomandato alle società in parola di usare " la massima prudenza nel rilasciare dichiarazioni in relazione alle trattative di calciomercato tenendo conto che, come già osservato da questa Commissione, il preannuncio al mercato di notizie riguardanti accordi vari, che non siano ancora sufficientemente definiti, è utile solo nel caso in cui sia necessario garantire la parità informativa. Al di fuori di tale contesto, comunicazioni di questa natura possono alterare il regolare funzionamento del mercato. Infatti solo al momento della definizione delle operazioni di compravendita dei calciatori l'emittente sarà in grado di diffondere al pubblico, ai sensi della normativa vigente, un comunicato idoneo a consentire una compiuta valutazione degli elementi essenziali della fattispecie in questione, quali il prezzo di acquisto o vendita, i compensi stabiliti per i calciatori acquistati ove rilevanti rispetto alla struttura dei costi e le altre informazioni" riportate nei documenti di informazione contabile periodica.

La Raccomandazione Consob n. 2080535 del 9.12.2002

E' più che raddoppiato negli ultimi due anni e mezzo il numero di donne che siedono nei consigli di amministrazione delle società quotate, ma sono ancora poche quelle che riescono a salire ai posti di comando.

A fine giugno 2015, secondo quanto riporta il rapporto Consob sulla corporate governance, il 27,6% dei posti di consigliere è occupato da donne, contro l'11,6% del 2012, inoltre nella quasi totalità delle imprese, almeno una donna siede nel board. La maggioranza delle donne è amministratore indipendente, mentre solo 16 ricoprono il ruolo di amministratore delegato.

La rappresentanza di genere