

Il rafforzamento dello sport?

Passa dagli esperti

da pag. 29

Sempre più numerose le squadre, non solo calcistiche, che hanno bisogno di capitali

Società sportive, per vincere rafforzarsi diventa fondamentale

Gli investitori nel mondo dello sport cercano visibilità

Pagine a cura
DI ANTONIO RANALLI

Nonostante la pandemia Covid sia riuscita a fermare quasi tutte le attività, il mondo dello sport è rimasto sempre in fermento, nonostante le limitazioni. Soprattutto nel professionismo, nell'ultimo periodo si sono registrati importanti operazioni che hanno riguardato le società sportive. A partire dal calcio, ovviamente, disciplina da sempre sotto i riflettori, dove si sono registrate acquisizioni che sono partite dalla Serie C (Catania) fino alla serie A (Fiorentina, Roma e Spezia). Ma non sono mancate operazioni anche in altre discipline sportive. E nelle delicate fasi di passaggio di proprietà gli studi legati sono sempre più importanti, perché devono verificare tanti passaggi.

«L'accesso al capitale nel mondo sportivo, e in particolare quello del calcio in Italia, ha visto una serie di passaggi importanti negli ultimi decenni», spiega **Giampaolo Salsi**, corporate M&A partner e managing partner di **K&L Gates**, «dall'esordio dei primi imprenditori che dedicavano la propria immagine e risorse allo sviluppo di un club si è passati a una concezione più imprenditoriale, a cominciare dalle prime quotazioni in Borsa (e alla particolare attenzione posta da Consob e Borsa Italiana

all'eccessiva volatilità dei titoli, in funzione di risultati sportivi, sbilanciamento della struttura reddituale e scarsa patrimonializzazione), per passare alle negoziazioni con le banche, per monetizzare componenti patrimoniali non tradizionali, sino ad arrivare, ormai da qualche anno, alle trattative con il mondo del private equity e all'enfasi posta sul patrimonio immobiliare e al suo sfruttamento economico 7 giorni su 7. In sintesi, il fenomeno calcio - da strumento di facilitazione del consenso per fini indiretti si è tramutato in un business dotato di capacità reddituali autonome, perfettamente inquadrato nell'ambito polimorfico dell'entertainment business. Il calcio, pertanto, da fenomeno sociale e culturale locale si è trasformato in un oggetto della finanza globale. Gli equilibri e gli interessi «in gioco» sono enormi, così come la complessità che deriva da questa crescita esponenziale che espone il calcio a crisi finanziarie, politiche e ora anche sanitarie.

Attualmente si contano una decina di squadre in Italia, tra le Serie A, B e C, con proprietà straniere, un trend iniziato ormai da alcuni anni e che si sta consolidando anche forse a causa del momento storico difficile che lo sport in generale sta vivendo con tutte le limitazioni legate agli eventi dal vivo. Per un investitore attualmente ci

sono più asset da considerare rispetto al passato come ad esempio la proprietà di immobili come gli stadi o dei complessi sportivi, c'è il tema del merchandising e dei diritti sportivi. I bilanci sono sofisticati, così come gli strumenti a cui la società e la proprietà deve ricorrere per sostenere la propria crescita. In situazioni come quella che stiamo vivendo da un anno a questa parte con l'ingresso in campo del Covid-19, l'impatto sui ricavi e sul settore sportivo in generale è stato enorme e non sempre gli istituti finanziari sono l'interlocutore giusto. Alcuni grandi club hanno emesso bond con scadenza nel prossimo biennio oppure devono valutare una ricapitalizzazione. C'è bisogno di grande liquidità e la regia del gioco passa in mano ai fondi».

I passaggi di società tra squadre sportive implicano «l'osservanza dei dettami normativi sia statali che sportivi», come spiega **Cesare Di Cintio** dello studio **Def Sport Legal**, «un requisito imprescindibile in queste operazioni è l'attività di *due diligence*, att



a verificare la situazione finanziaria della società: essa è posta a carico sia del venditore - obbligato a fornire la documentazione - che dell'acquirente. È necessaria inoltre la verifica dello Statuto sociale, che permette di rilevare l'eventuale esistenza di patti parasociali che potrebbero implicare limiti alla circolazione delle partecipazioni sociali. L'eventuale cessione o trasferimento di quote deve seguire regole formali ai sensi del Codice Civile, relative sia al contratto di alienazione - da redigere con scrittura privata autenticata - sia all'iscrizione nel Registro delle Imprese, da effettuarsi tassativamente entro 30 giorni. L'organo societario preposto dallo Statuto (assemblea o Cda) deve poi deliberare la volontà dei soci di procedere e intervenire con ulteriori deliberazioni relative al cambio di proprietà. Sul lato sportivo, è preliminare la verifica dei requisiti di onorabilità e solidità finanziaria previsti dal Regolamento sulle acquisizioni di partecipazioni societarie della Figc, nonché il successivo aggiornamento del censimento in ordine all'attribuzione dei poteri in ambito sportivo». Secondo Di Cintio senza un'esauritiva *due diligence* «si rischia di imbattersi in una situazione patrimoniale difforme dalla realtà. Non è insolito che siano state poste in essere pregresse operazioni finanziarie al limite della legalità che all'apparenza avrebbero dovuto generare utili per ma che poi rappresentano una simulazione dannosa per l'acquirente. A livello sportivo, il rischio per gli acquirenti è di non poter svolgere attività di rilevanza federale, a seguito di una mancata approvazione da parte della Figc, in assenza dei requisiti da essa imposti. L'eventuale protrarsi delle operazioni di acquisizione può comportare rischi disciplinari per il club qualora il pagamento degli emolumenti dovesse subire ritardi».

Le acquisizioni di partecipazioni in società sportive sono operazioni di M&A caratterizzate da profili del tutto peculiari attinenti al contesto economico-sociale e regolamentare nel quale

si inseriscono. «Riferendoci nello specifico al settore calcistico», spiega **Gianluca Cambareri**, partner di **Tonucci & Partners**, «nella maggior parte dei casi le società sportive versano in uno stato di significativo deterioramento patrimoniale e di tensione economico-finanziaria, riconducibile a perdite di esercizio costanti e ad un elevato indebitamento, generato dall'esigenza dei club di mantenere un alto livello di competitività. In tale contesto, oltre agli aspetti tipici di un'operazione M&A, dovranno essere tenuti in considerazione gli aspetti specifici della normativa di settore». Secondo Cambareri uno dei rischi principali che può verificarsi è quello «di una non corretta valutazione delle condizioni economico-finanziarie in cui effettivamente versa la società target e delle conseguenti reali prospettive di valorizzazione del club. Analogo rischio di valorizzazione può derivare dal mancato raggiungimento di taluni risultati sportivi (si pensi al caso di un'acquisizione di un club di calcio durante la stagione sportiva al termine della quale il club viene retrocesso in una serie inferiore con notevole decremento di valorizzazione dell'asset)». Il successo di un'acquisizione di società sportiva è dunque «legato alla corretta valutazione della società ed alle sue potenzialità di sviluppo. Tuttavia, una società sportiva dispone principalmente di asset immateriali, tra cui, il parco giocatori, il cui valore è per sua natura di difficile determinazione. L'esigenza di ancorare la valutazione di tali asset a parametri oggettivi e predefiniti potrebbe favorire l'ingresso in questo settore di società di rating e scoring specializzate in valutazione di asset sportivi, riconosciute nei centri finanziari e accreditate presso le istituzioni sportive».

Per **Andrea Mileto** di **Lexant**, «il tema dei passaggi di proprietà tra società sportive è molto ampio e va analizzato, caso per caso, sulla base della disciplina sportiva a cui ci si riferisce, nonché valutando la forma giuridica della società che si intende cedere od acquisi-

re. Nell'ambito calcistico, in particolare nell'ultimo quinquennio, si è assistito a diverse operazioni di Mergers and Acquisitions (c.d. M&A) in cui diversi investitori, soprattutto di provenienza americana o asiatica, hanno rilevato quote di maggioranza sia di Club titolati sia di Club medio-piccoli (a titolo di esempio si ricordano le recenti operazioni di acquisizione delle quote di maggioranza di Inter, Roma, Milan, Parma e Pisa). A tal proposito, il più recente riferimento normativo è dato dal Regolamento Figc (delibera del 12/07/2019 modificato in data 07/11/2019) che impone, tra le varie norme, che gli acquirenti debbano soddisfare i requisiti di solidità finanziaria e di onorabilità».

I passaggi di proprietà sono disciplinati, ai fini fiscali, dal Testo unico delle imposte sui redditi (dpr. n. 917/86). «Di norma tali operazioni vengono poste in essere tramite la cessione del pacchetto di maggioranza delle azioni o delle quote della società sportiva, cessioni che possono generare delle plusvalenze da assoggettare a tassazione», afferma **Francesco Giuliani**, partner dello Studio Legale Tributario **Fantozzi & Associati**, «la tassazione delle plusvalenze realizzate attraverso la cessione di partecipazioni societarie presenta un diverso regime a seconda che la partecipazione sia detenuta in regime d'impresa o meno. Nel caso delle società calcistiche, soprattutto laddove venga ceduto il «pacchetto di controllo», capita spesso che il socio cedente sia un fondo o una società che opera, dunque, in regime di impresa. In base al regime di tassazione ordinario del reddito di impresa (art. 86 del Tuir), le plusvalenze realizzate a seguito di cessione di partecipazioni detenute nell'ambito dell'attività di impresa concorrono, per l'intero ammontare, a formare reddito d'impresa imponibile, soggetto a tassazione secondo il regime ordinario previsto per l'Ires. Tuttavia, a seguito dell'introduzione del regime fiscale di participation exemption, c.d. «pex» (recepito nell'articolo 87 del Tuir), la società

venditrice potrà beneficiare, qualora siano rispettati determinati requisiti previsti dalla legge, di un regime fiscale agevolato ai sensi del quale l'eventuale plusvalenza realizzata sarà imponibile, ai fini Ires, solo per un importo pari al 5% della stessa. Nella diversa ipotesi, seppur residuale nel panorama dei passaggi di proprietà che hanno ad oggetto grandi club calcistici, in cui il soggetto che cede il pacchetto azionario della società sportiva sia una persona fisica che non eserciti, dunque, attività di impresa, la plusvalenza realizzata è assoggettata a tassazione in base alla disciplina dei redditi diversi (artt. 67 e 68 Tuir). In tali casi, a partire dalle plusvalenze realizzate dal 1° gennaio 2019 il trattamento fiscale sarà il medesimo sia che si tratti di partecipazioni qualificate che non, e consiste nell'assoggettamento ad un'imposta sostitutiva nella misura del 26%».

Diverso il caso dello sport dilettantistico dove c'è il divieto di distribuzione degli utili ai soci e al direttivo delle società sportive e c'è l'obbligo di partecipazione e scelta democratica degli organi direttivi. «Però ci sono società dilettantistiche che hanno budget e «giro d'affari» da fare invidia a società professionistiche, basti pensare a tante società sportive che gestiscono grandi centri sportivi», dice **Giovanni Fontana** di **Fontana studio legale**. «Poi ci sono sport dilettantistici che però hanno un livello del tutto professionale, anche se non professionistico nel senso stretto della parola, come ad esempio la massima serie della pallavolo. In questi casi i passaggi societari per quanto riguarda le srl dovrebbero avvenire con la cessione delle quote sociali al mero valore nominale, cioè se ho versato un capitale sociale di 5 mila euro potrò cedere la quota prendendo solo quel valore anche se nel frattempo la società ha un capitale sociale di tutto rilievo. Addirittura molte società dilettantistiche, anche di alto livello, sono costituite sotto forma di associazione sportiva. In questo caso non dovrebbe esserci proprio passaggio

di denaro per la cessione della società ma il rinnovo o la modifica del gruppo dirigenziale avviene con democratiche elezioni in cui i soci dell'associazione scelgono il nuovo presidente ed il nuovo consiglio direttivo. In questi casi, sia delle srl che delle Asd, chi subentra deve chiaramente stare attento ai debiti della società con la Federazione e con i terzi, alle situazioni potenzialmente pericolose ovvero ai collaboratori sportivi il cui status spesso rientra più in quello di veri e propri lavoratori subordinati. Ciò è tanto più importante nelle Asd dove il presidente o chi agisce in nome e per conto della società diventa personalmente responsabile dei debiti societari. È importante farsi consegnare i libri sociali, il libro soci, i verbali delle riunioni delle assemblee sociali e del consiglio direttivo ed alla prima richiesta di denaro da terzi comunicare la stessa al presidente ed al consiglio direttivo uscente per far valere la loro responsabilità solidale sui debiti pregressi relativi alla loro gestione».

Per **Nicola Maffioletti**, partner di **Lca Studio Legale** «nelle acquisizioni aventi a oggetto i club sportivi è opportuno prestare la massima attenzione ad alcuni aspetti, quali la regolarità dei tesseramenti e dei rapporti con i tesserati (che costituiscono l'asset principale di molti club – soprattutto laddove il club non sia proprietario di infrastrutture, ovvero laddove non possieda un brand di particolare valore sul mercato), anche da un punto di vista retributivo, previdenziale e fiscale, visto che eventuali irregolarità su questi aspetti possono, in alcuni casi limite, portare a penalizzazioni da parte della Co.Vi.Soc. o addirittura alla squalifica dalle competizioni. Occorrerà verificare, altresì, i rapporti con gli agenti sportivi al fine di evitare spiacevoli sorprese. Un altro tipo di indagine, comune a qualsiasi operazione ma essenziale in un mercato particolare come quello dei club sportivi, è quella relativa ai parametri economici e alla sostenibilità del business; ad esempio, è solitamente

essenziale capire quanto la sostenibilità economica del club sia legata ad aspetti non del tutto preventivabili, quali il player trading o i premi derivanti da piazzamenti eccezionali nelle competizioni, e quanto a parametri più prevedibili, quali i proventi da cessione dei diritti tv o da presenze allo stadio, ovvero da sponsorizzazioni, a causa della pandemia questi parametri sono stati intaccati, anche in maniera sensibile».

Per **Luca Ferrari**, partner e Head of Sports di **Whiters**, «l'investitore dovrebbe affidarsi ad uno Studio e team di legali che riesca a coniugare le competenze specialistiche tipiche di un'operazione di M&A con approfondite conoscenze del quadro regolamentare sportivo e delle specifiche dinamiche di settore. Questa capacità di lettura «tridimensionale» dell'operazione può essere ulteriormente calibrata secondo il tipo di investitore e la logica di investimento: si tratta del family office di un billionaire? Di un fondo d'investimento? Di una Spac? Si cerca un trophy asset? L'ulteriore tassello di una piattaforma e di una strategia nell'ambito di una multiproprietà sportiva o di una media company? O magari il principale driver dell'investimento è lo sviluppo immobiliare?».

Legali indispensabili anche nella giurisdizione del target come spiega **Andrea Bozza** senior counsel di **Whiters** perché «sul piano dei regolamenti sportivi, è molto importante conoscere il «sistema licenze» che stabilisce, paese per paese, i requisiti e i parametri finanziari, patrimoniali e giuridici per l'iscrizione al campionato nazionale, porta d'ingresso alle competizioni internazionali (l'Uefa poi impone un ulteriore strato di regole per l'ammissione alle coppe europee). Sempre a livello locale, assumono grande rilevanza la disciplina dei rapporti tra club e agenti/intermediari nonché i limiti al tesseramento dei calciatori stranieri. Non dimentichiamo che, a seguito della Brexit, per la potente Premier League inglese tutti i calciatori stranieri sono extracomunitari, e per otte-

nere il permesso di lavoro devono superare una serie di parametri molto restrittivi».

Un elemento di peculiarità è individuabile nelle restrizioni temporali che le sessioni di mercato impongono. «È di fondamentale importanza, infatti, che le operazioni di acquisizione si perfezionino (il cd. closing) antecedentemente alle sessioni di mercato», spiega **Federico Bal**, partner dello Studio **Gattai, Minoli, Agostinelli & Partners**, «la ragione di un tale time-constraint è da ricercarsi nella volontà/necessità degli acquirenti di incominciare immediatamente ad indirizzare la gestione della società (e di conseguenza la campagna di calciomercato) verso gli obiettivi più o meno ambiziosi che questi ultimi si sono prefissati. Oltre che a questioni di carattere più generale, ci sono alcuni aspetti tecnici ai quali occorre prestare attenzione nel caso di acquisizioni di società calcistiche. Il primo riguarda i requisiti di onorabilità e di solidità finanziaria previsti dai regolamenti della Figc in capo agli acquirenti per il riconoscimento, ai fini sportivi, del trasferimento delle partecipazioni societarie.

A questo proposito, occorre rilevare che nessuna attività a rilevanza federale potrà essere svolta dagli

acquirenti fino all'approvazione dell'operazione da parte della Figc. Il secondo è relativo alla sostituzione delle fidejussioni bancarie eventualmente rilasciate dalla vecchia proprietà a garanzia del pagamento da parte delle società calcistiche del saldo passivo risultante dalla campagna trasferimento calciatori effettuata in Italia e di cui la Lega Calcio funge da «stanza di compensazione». Si tratta di importi anche molto rilevanti ed è importante che la vecchia proprietà sia liberata da tali fidejussioni al closing o, comunque, sia tenuta indenne e manlevata dall'eventuale escussione delle stesse tramite il rilascio di adeguate controgaranzie nel caso in cui non sia stato possibile procedere alla sostituzione direttamente al closing». Inoltre c'è la previsione di impegni di capitalizzazione degli acquirenti «in caso di operazioni non totalitarie.

Data la tipologia di business che richiede ricorrenti capital needs, un tema non indifferente è la previsione di impegni degli acquirenti a sostenere finanziariamente il club secondo quanto convenuto nel business plan condiviso e, di converso, clausole di anti-diluzione a favore dei soci venditori che dovessero rimanere in minoranza (quantomeno fino a certi importi)».

—© Riproduzione riservata— ■



Andrea Mileto



Gianluca Cambareri



Cesare Di Cintio



Giampaolo Salsi



Federico Bal



Andrea Bozza



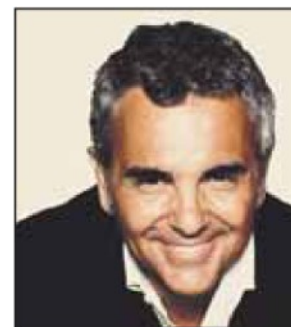
Luca Ferrari



Giovanni Fontana



Nicola Maffioletti



Francesco Giuliani