

Università Commerciale “Luigi Bocconi”
Facoltà di Economia
Corso di Laurea Specialistica in Economia e Legislazione per l’Impresa
CLELI-LS

**“La comunicazione finanziaria tra valori di
bilancio e valori economici: i dibattiti e le
tendenze in atto nella prospettiva della
F.C. Juventus S.p.A. ”**

Relatore: Prof. Michele Casò

Controrelatore: Prof. Lorenzo Pozza

Tesi di laurea specialistica di

Paolo Bulleri

Matricola n° 1090075

Anno Accademico 2007-2008

***A mio padre,
nella consapevolezza che “lassù qualcuno mi ama”***

***“Non accontentarti mai di qualcosa di meno dei tuoi sogni.
In qualche luogo, in qualche tempo, un giorno, chissà come, li troverai”***

Danielle Steel

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO I

- 1.1 I criteri e i vincoli di contabilizzazione imposti dall'attuale versione dello IAS 38: ragioni storiche e possibili evoluzioni future
- 1.2 Le problematiche e le inefficienze del modello contabile alla luce degli obiettivi che il *reporting finanziario* dovrebbe perseguire
- 1.3 Il progetto "*Intangible Assets*"

CAPITOLO II

- 2.1 La rilevanza degli *assets* intangibili nel settore calcio
- 2.2 Il marchio della F.C. Juventus S.p.A.: importanza strategica, atipicità e difficoltà valutative
- 2.3 Alcune tecniche utilizzate per valorizzare in bilancio il valore dei marchi calcistici

CAPITOLO III

- 3.1 Possibili soluzioni e potenziali vincoli alla luce del dibattito internazionale attualmente in corso
- 3.2 Conclusioni e riflessioni finali

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni si è assistito ad un cambiamento radicale, ad una trasformazione di ciò che gli economisti definiscono le funzioni produttive aziendali, gli *assets* principali che creano valore e crescita¹. *Assets* tangibili quali gli immobili, gli impianti industriali ed i beni strumentali continuano ad essere un importante fattore nella produzione sia di beni che di servizi; tuttavia, la loro importanza relativa è sensibilmente diminuita nel corso del tempo rispetto all'incremento dell'importanza degli *assets* intangibili. Da un'indagine compiuta da Margaret Blair della *Brooking Institution*, è emerso che nel 1982 il rapporto tra il patrimonio tangibile delle società industriali ed il valore complessivo di mercato delle medesime società era pari al 62,3 %. Dieci anni dopo tale percentuale era già scesa al 37,9%² e tale dinamica ha continuato ad accentuarsi negli anni successivi. Un'analoga indagine compiuta da Baruch Lev per l'anno 1999 ha evidenziato un valore medio del *Market to book value* delle società dell'indice S&P 500 pari al 6,25%, con una percentuale ancora inferiore per le società *high tech*³. Questo spostamento nell'importanza relativa dei *value drivers* d'impresa, che ha visto l'emergere e l'affermarsi della cosiddetta "*knowledge economy*", è stato amplificato dalla combinazione originale di due forze collegate: una di carattere economico e politico, rappresentata dalla globalizzazione dei mercati finanziari ed una seconda, di carattere tecnologico, rappresentata dalle sempre più ampie potenzialità delle nuove tecnologie informatiche, abilitanti le transazioni commerciali di *business* e le relazioni tra le aziende e gli individui.

Nel contempo, a fronte di tale prepotente evoluzione del contesto economico, sociale e finanziario, si è verificata tuttavia una stagnazione completa nei sistemi di rilevazione e di misurazione contabile: risulta fin troppo semplice richiamare i recenti clamorosi casi di società statunitensi, in cui proprio il fallimento dei bilanci e delle regole contabili hanno agevolato il prodursi di tali scandali, evidenziando i limiti degli strumenti di analisi e valutazione tradizionali. Si tratta, in realtà, delle due facce di un unico problema e, di conseguenza, la soluzione dell'uno (analisi e valutazioni più

¹ Lev, B. (1999) "New Maths for a New Economy", *Fast Company*, in <http://www.fastcompany.com/online>

² Blair, M.M. (1995) "Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century", *Brooking Institution*, Washington, cap. 6

³ <http://pages.stern.nyu.edu/blev/knowledge&shareholdervalue.doc>

aderenti alla realtà aziendale sottostante) non può prescindere da una convincente soluzione dell'altro (migliorare la quantità e soprattutto la qualità dell'informativa sul capitale intellettuale d'impresa)⁴.

Palese, dunque, appare l'esigenza di sviluppare nuovi modelli di *reporting* in grado di identificare e misurare la potenzialità di generare valore imputabile a risorse intangibili e di massimizzarne il rendimento. Per rispondere a tali esigenze manageriali e reportistiche, si è assistito, a partire dalla seconda metà degli anni '90, ad un proliferare di pubblicazioni di taglio scientifico ed operativo, manageriale e normativo che, in modo diretto o indiretto, hanno trattato, trattano, e sicuramente tratteranno anche in futuro, la questione degli *intangibles*. Molto più rallentata rispetto al loro ritmo di ideazione e diffusione, è però risultata l'accettazione a livello teorico e la propagazione nella prassi aziendale dei principi espressi da tali numerosi ed innovativi metodi di misurazione e valorizzazione degli *intangibles*, in ragione di una serie di considerazioni problematiche e di riserve concettuali (e forse anche culturali). La prima conclusione che possiamo trarre da queste poche considerazioni introduttive, apparentemente scontata ma in realtà assolutamente non banale, e che anzi costituirà il punto di partenza di questo lavoro, è dunque il riconoscimento dell'esistenza di un problema. Il passaggio, come dicevamo, non è banale perché in realtà ha come imprescindibile implicazione logica quello di ammettere che l'attuale modello contabile è imperfetto e come tale può, o forse deve, essere migliorato e perfezionato. Il nostro obiettivo sarà dunque quello di affrontare la problematica della comunicazione finanziaria al mercato, alla luce delle sopramenzionate evoluzioni del contesto economico e delle accennate carenze dell'attuale modello contabile. Partiremo, nel primo capitolo, analizzando le attuali regole contabili, alla luce degli obiettivi che il bilancio si propone di perseguire e dei bisogni che intende soddisfare, cercando di mettere in luce le problematiche che hanno portato numerosi commentatori ad iniziare a parlare di obsolescenza dei tradizionali sistemi contabili, che non sarebbero più in grado di cogliere e rappresentare in modo tempestivo i nuovi fenomeni che stanno modificando profondamente il quadro economico. Continueremo poi analizzando le potenziali novità che potrebbero essere introdotte a seguito dello sviluppo del progetto "*Intangibile Assets*", che è stato discusso dallo

⁴ Quaderno AIAF n° 116, "*Intangibles: metodi di misurazione e valorizzazione*", 2003

IASB nella riunione tecnica dello scorso 23 gennaio e che dovrebbe essere trasformato in un *discussion paper* nel prossimo dicembre.

Nel secondo capitolo, invece, analizzeremo la problematica dalla prospettiva di una società calcistica professionistica, la FC Juventus Spa: affrontando un caso concreto, cercheremo di mettere in luce, con un taglio più pratico ed applicativo, le inefficienze dell'attuale *framework* contabile, le carenze comunicative dello stesso ed il potenziale *gap* informativo che i vari *stakeholders* aziendali si trovano a dover affrontare leggendo il bilancio. Si tratterà di analizzare e comprendere le dinamiche di un settore particolare e complesso com'è quello delle società di calcio, tenendo conto delle peculiarità dello stesso, ma cercando non di meno di giungere a delle conclusioni che possano avere una valenza di carattere generale. Il percorso si chiuderà poi con il terzo ed ultimo capitolo, in cui, facendo leva su quanto emerso ed osservato con riferimento al caso Juventus, si cercheranno di indicare le possibili soluzioni ed i possibili sviluppi auspicabili per il futuro, confrontandosi con le perplessità, i limiti e le preoccupazioni emerse dal dibattito internazionale attualmente in corso.

Chiaramente, non vi è la presunzione di giungere ad una soluzione di una problematica che appare complessa e che ancora oggi, dopo almeno un decennio di dibattito e di contributi di autorevoli esponenti, sia in dottrina che nel mondo aziendale, nonché in quello degli analisti finanziari, pare non aver trovato uno sbocco condiviso e condivisibile da parte della comunità economico-finanziaria. La speranza è invece quella di fornire un contributo che possa mantenere vivo l'interesse su una questione di fondamentale importanza, in un momento storico cruciale in cui si potrebbe assistere ad una vera e propria rivoluzione nei bilanci delle settemila società quotate europee. "La valanga ha iniziato a rotolare verso valle"⁵.

⁵ Bini, M., "Si preparano nuovi standard sugli intangibili interni", *Il Sole 24 ore*, 07/02/2007

CAP. 1

1.1 I criteri ed i vincoli di contabilizzazione imposti dall'attuale versione dello IAS 38: ragioni storiche e possibili evoluzioni future

Nella nuova “economia della conoscenza” le componenti immateriali o, secondo altri sinonimi, i beni intangibili, gli *invisible assets*, il capitale intellettuale, hanno dunque – a pieno diritto – conquistato un ruolo di primo piano tra le risorse aziendali⁶. Tale spostamento nell'importanza relativa dei principali *value drivers* aziendali è tanto più evidente quanto più si guarda alle valorizzazioni espresse dalle contrattazioni dei titoli azionari nei mercati finanziari, in cui le imprese sono valutate tre, quattro, dieci volte più del valore contabile del loro patrimonio, dando origine ad una differenza che il Prof. Guatri ha definito come “il differenziale fantasma”. Pur con tutte le cautele del caso, e tenendo conto delle problematiche e dei limiti che affliggono anche il *market value*, è dunque un dato di fatto che, ad oggi, il bilancio non è in grado di rappresentare correttamente il reale valore di una società e che tale incompleta ed imprecisa rappresentazione è, in larga misura, attribuibile alla mancata valorizzazione in bilancio degli *assets* intangibili dell'azienda. Prima di cercare di delineare i possibili interventi e le linee di sviluppo dell'attuale *framework*, appare dunque opportuna una breve analisi delle regole contabili in vigore, per cercare di evidenziarne la logica e i principi sottostanti, ma anche le carenze e i limiti, alla luce delle sopracitate nuove esigenze informative.

In particolare, la disciplina relativa alla contabilizzazione in bilancio dei beni immateriali è contenuta nello IAS 38, “*Intangible assets*”, emanato nel settembre del 1998 e revisionato il 31 marzo 2004⁷. Nel principio contabile in esame, il trattamento dei beni immateriali viene affrontato in ordine cronologico: il primo passo è l'individuazione dei beni che si possono iscrivere nello stato patrimoniale, il secondo la loro misurazione iniziale e, l'ultimo, la loro valutazione continuativa. Per l'iscrizione lo IASB richiede il verificarsi di alcuni prerequisiti, ossia le condizioni di riconoscimento di un'attività e, solo successivamente, precisa i requisiti per

⁶ M. Doria, “*Intangibles assets come driver per la creazione di valore*”, Venezia, 2004.

⁷ H. Stolowy – A. Jeny Cavazan, “*International accounting disarmony: the case of intangibles*”, in *Accounting & Accountability Journal*, n. 4, 2001.

l'identificazione dei beni immateriali⁸. I prerequisiti per il riconoscimento risultano soddisfatti quando la risorsa è controllata dall'impresa e quando questa è in grado di generare benefici economici futuri, esprimibili in termini di maggiori ricavi, di risparmi di costi o di altri benefici. Trattandosi di eventi futuri non si pretende certezza ma una probabilità fondata su aspettative (*probability recognition criterion*).

Una volta che la risorsa immateriale è riconoscibile come attività patrimoniale, per consentirne l'autonoma rilevazione in bilancio, è necessario che la stessa si qualifichi come attività autonomamente identificabile. Lo IAS 38 afferma che un'attività è tale quando integra alternativamente uno dei seguenti criteri:

- i) criterio della separabilità: l'attività può essere oggetto di scambio con terze economie, individualmente o congiuntamente con altre attività/passività, separatamente dall'entità che la possiede. La separabilità non implica l'esistenza di transazioni in corso, ma la possibilità che queste possano accadere. E' dunque sufficiente che vi siano state transazioni su attività di tipo simile, anche se tali scambi non avvengono con frequenza⁹;
- ii) criterio contrattuale – legale: l'attività origina da diritti contrattuali o legali, indipendentemente dal fatto che tali diritti siano trasferibili o separabili dall'entità che li possiede o da altri diritti o obbligazioni. E' questo il caso delle concessioni (per esempio di utilizzo delle sorgenti di acqua termale) non trasferibili poiché concesse *ad personam*.¹⁰

Ma per poter contabilizzare un'attività immateriale, lo IAS 38 richiede, oltre al soddisfacimento della definizione, altri due requisiti:

- 1) che sia probabile che i futuri benefici economici affluiranno all'impresa (valutazione che deve essere effettuata sulla base delle conoscenze disponibili al momento della rilevazione iniziale);
- 2) che il costo possa essere attendibilmente determinato.

⁸ Oltre a ciò lo IASB prevede che la condizione di immaterialità deve essere prevalente e quindi non sono beni immateriali il *software* per il funzionamento di un macchinario, ricompreso nel macchinario, o il *software* del sistema operativo, ricompreso nell'*hardware*.

⁹ Sul punto si veda anche lo SFAS 141 § 11. Inoltre il FASB così commenta in allegato: "*Therefore, the Board concluded that it should not limit the recognition of intangibles assets that meet the separability criterion to only those that are traded in observable exchange transactions*" (SFAS 141, Appendix B, § 160)

¹⁰ M. Ghitti, "*Intangibili generati internamente: una rivoluzione (lentamente) in arrivo?*", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n.4/2007

Il secondo punto affrontato riguarda il valore da assegnare agli intangibili al momento della loro iscrizione in bilancio. Per lo IAS 38, la misurazione iniziale deve avvenire al costo di acquisto per i beni acquisiti singolarmente, al *fair value* per i beni acquisiti congiuntamente (ossia nell'ambito di un'aggregazione aziendale), al costo di produzione per i beni generati internamente¹¹.

Nel caso l'attività immateriale sia acquisita separatamente, il costo può essere determinato agevolmente, in modo particolare quando il corrispettivo è rappresentato da denaro o da altre attività monetarie. Nell'ambito di un'aggregazione aziendale, invece, le regole cambiano e la valutazione iniziale avviene in base al *fair value* alla data dell'acquisto, fino alla concorrenza del prezzo pagato. L'acquirente rileva l'attività immateriale dell'acquisita separatamente dall'avviamento se il *fair value* può essere determinato attendibilmente, a prescindere dal fatto che l'attività sia stata rilevata dall'acquisita prima dell'aggregazione aziendale. Lo IAS permette la rilevazione, al *fair value*, di *intangibles* che non avevano superato il "*recognition test*" al livello della singola impresa, poiché, in questo caso, è identificabile una transazione che consente di determinarlo in modo sufficientemente attendibile. In generale, i prezzi quotati in un mercato attivo rappresentano lo strumento più idoneo per misurare il *fair value*. In mancanza di prezzi diretti è possibile basarsi sulle migliori informazioni disponibili, compresi i risultati di precedenti transazioni su attività simili. In subordine sono esperibili tecniche che siano coerenti con le finalità della valutazione e con le operazioni e la prassi del settore di appartenenza (ad esempio tecniche valutative come i multipli o il valore attuale netto)¹².

Per gli *intangibles* generati internamente, il paragrafo 49 dello IAS 38 pone invece forti limitazioni al loro riconoscimento in contabilità, in virtù delle difficoltà nell'identificare l'esistenza di un'attività in grado di generare probabili benefici economici futuri e nel determinarne attendibilmente il costo. Lo IAS dispone espressamente che non devono essere contabilizzati come attività immateriali l'avviamento, i marchi, i titoli pubblicitari, gli indirizzari di clienti e gli altri beni o diritti

¹¹ Analogamente per il FASB. Cfr. SFAS 142 § B38: "*Specifically, the Board affirmed that an asset acquisition should be measured on the basis of the values exchanged and that measurement of the values exchanged should be based on the fair value of the consideration given on the fair value of the net asset acquired, which ever is more reliably measurable*".

¹² M.J. Mard – J.R. Hitchner – S.D. Hyden – M.L. Zyla, "*Valuation for financial reporting. Intangible assets, goodwill and impairment analysis, SFAS 141 and 142*", 2002.

simili nella sostanza, in quanto essi non possono essere distinti dal costo di sviluppo dell'attività dell'impresa nel suo complesso. Stesso trattamento è riservato alle spese di ricerca, mentre è prevista la capitalizzazione per le sole spese relative alla fase di sviluppo di un progetto interno, previa dimostrazione della sussistenza di una serie di requisiti, volti a verificarne la fattibilità tecnica, la capacità di completamento e di successivo sfruttamento. In questo caso, il riferimento per la valorizzazione in bilancio è dato dal costo di produzione, pari alla somma dei costi sostenuti alla data in cui l'attività soddisfa per la prima volta i requisiti stabiliti dallo IAS 38. E' dunque vietata la capitalizzazione di tutti i costi spesi nel conto economico di anni precedenti o di bilanci interinali precedenti.

L'ultimo aspetto da analizzare è quello relativo alle valutazioni successive alla contabilizzazione iniziale, che potrà avvenire secondo due differenti trattamenti contabili, alternativi tra loro: il modello del costo o quello della rideterminazione del valore. Presupposto fondamentale per la rilevazione al *fair value* è l'esistenza di un mercato attivo¹³, condizione che però lo stesso IAS definisce "*uncommon*" relativamente alle attività immateriali, rendendo dunque nella sostanza non applicabile, nella quasi totalità dei casi, il metodo alternativo (tale requisito non è invece richiesto per procedere alla rivalutazione di attività materiali).

Sebbene il principio contabile ricordato sia piuttosto recente, l'accelerazione tecnologica e il repentino affermarsi della *knowledge economy* hanno radicalmente modificato il quadro di fondo e contribuito a mettere in dubbio sia la generalizzata validità dei citati criteri di riconoscimento degli *intangibles* che la credibilità stessa dei tradizionali documenti contabili. Alla base di tali carenze informative vi sono motivi oggettivi, legati al metodo contabile, e soggettivi, derivanti dagli interessi in gioco. Innanzitutto, il metodo contabile si è sviluppato in un ambiente industriale caratterizzato da forti investimenti materiali, dove le misurazioni sono state svolte sulla base di riscontri oggettivi e su valori rappresentati dalle transazioni di approvvigionamento e di scambio. Senza dimenticare che, soprattutto in Europa ma anche negli USA, la costruzione di tale modello ha inevitabilmente risentito della

¹³ Un mercato attivo è un mercato in cui esistono le seguenti condizioni:

- a) gli articoli trattati sul mercato sono omogenei;
- b) i potenziali compratori e venditori sono disponibili in qualsiasi momento;
- c) i prezzi sono disponibili al pubblico.

consolidata tradizione di protezione dei creditori, scaturita in una storica predilezione per la prudenza contabile, nonché dell'influenza delle regole fiscali. Da ciò una visione dell'impresa come organismo che genera valore solo nel momento dello scambio/transazione con terze economie. E' invece ampiamente noto che la maggior parte degli intangibili contribuisce a creare valore per effetto dell'impiego all'interno delle combinazioni produttive aziendali, prima ancora che si verifichi la transazione commerciale e quindi il trasferimento della proprietà giuridica dei beni piuttosto che la prestazione dei servizi¹⁴. Il problema di cui stiamo parlando non è dunque solo un problema teorico-concettuale, ma anche tecnico-contabile: tutti i valori accolti in contabilità hanno infatti un riscontro documentale, di cui invece non disponiamo quando parliamo di intangibili. Mancano quindi le consuete certezze su cui è fondato il nostro sistema contabile e conseguentemente sorgono dubbi sull'effettiva *reliability* di questi valori, nonché resistenze di carattere anche psicologico derivanti dalla necessità di riconoscere un valore ad un qualcosa che non si vede e che è difficilmente percepibile, perlomeno direttamente, con i nostri sensi.

Accanto ai limiti oggettivi, si pongono poi "ragioni politiche"¹⁵: gli attori della rappresentazione contabile non hanno interesse a riportare le attività immateriali perché la loro presenza in bilancio impone, a fine esercizio, un giudizio di congruità sull'investimento sostenuto¹⁶ e rischia di scontrarsi con la necessità di tutelare i propri "segreti", commerciali, tecnici o organizzativi rispetto alla concorrenza.

Ma uno sguardo al passato, oltre ad aiutarci a comprendere le ragioni che stanno alla base dei limiti dell'attuale struttura contabile, può anche aiutarci a capire che non ci troviamo di fronte ad una problematica nuova o ad una situazione drammatica, ma semplicemente ad una nuova fase fisiologica di evoluzione della contabilità. Nata praticamente con l'uomo, essa è infatti giunta fino ai nostri giorni superando ostacoli e dovendosi continuamente adattare ad esigenze nuove ed in costante evoluzione. Basti pensare alle difficoltà incontrate quando, con la Rivoluzione Industriale e l'aumento consistente degli investimenti in impianti, macchinari ed attrezzature

¹⁴ Quaderno AIAF n. 113, "*Intangibles: metodi di misurazione e valorizzazione*", 2003

¹⁵ "La ragione principale della mancata trasparenza informativa sugli *intangibles* risiede nella complessa ragnatela di motivazioni che ispirano gli attori chiave presenti nell'arena informativa: *manager*, *auditor* e analisti finanziari. Questa ragnatela di motivazioni costituisce, per così dire, l'aspetto politico della trasparenza informativa sugli *assets* immateriali." Cfr. B. Lev, "*Intangibles*", 2003

¹⁶ A. Osterland, "*Decoding intangibles. Measuring intangible assets*", in CFO, 2001

industriali, le scritture contabili si sono trovate ad affrontare il problema della rilevazione in partita doppia degli ammortamenti. Si trattava di valorizzare uno strano costo che, pur essendo stato effettivamente sostenuto, non trovava corrispondenza in un'effettiva uscita di cassa. Per la prima volta ci si trovava di fronte alla necessità di riconoscere un valore ad un qualcosa che non era legato direttamente al mercato, pur derivando certamente da esso. La contabilità, con la rilevazione degli ammortamenti, cominciò così a mutar pelle e ad allontanarsi dalla mera registrazione di scambi con il mercato. Sotto questa luce, il problema degli *intangibles* deve essere allora visto, in modo molto meno traumatico, come un ulteriore passo da compiere nella direzione dell'allontanamento da una logica esclusivamente di mercato: la nuova sfida è quella di dare un valore ad un qualcosa che non passa, nella maggior parte dei casi, neppure indirettamente dal mercato, ma a cui il mercato attribuisce un valore, gli intangibili. Il paradosso è che questo ulteriore allontanamento del modello da una logica di mercato è richiesto dal mercato stesso: se questo attribuisce un valore a tali *assets*¹⁷, valore che in molti casi è addirittura quello più rilevante per la società, nonché la fonte del vantaggio competitivo di cui essa gode rispetto ai propri *competitors*, il sistema contabile non può permettersi il lusso di non tenerne conto.

1.2 Le problematiche e le inefficienze del modello contabile alla luce degli obiettivi che il *reporting finanziario* dovrebbe perseguire

*“The objective of general purpose external financial reporting is to provide information that is useful to present and potential investors and creditors and others in making investment, credit, and similar resource allocation decisions”*¹⁸.

Fornire informazioni utili per gli utilizzatori del bilancio, al fine di garantire un'ottimale allocazione delle risorse sui mercati finanziari e l'assunzione di decisioni consapevoli ed informate da parte dei principali *stakeholders* aziendali. E' questo in sintesi l'obiettivo fondamentale che il *reporting* finanziario si propone di raggiungere e che il *Preliminary Views Paper on the Conceptual Framework*, emanato congiuntamente

¹⁷ Ciò è confermato dai dati empirici sul rapporto *price to book value* riportati nell'Introduzione.

¹⁸ *“Preliminary Views on an improved Conceptual Framework for Financial Reporting”*, *Iasb Discussion Paper*, Luglio 2006

dallo IASB e dal FASB nel luglio 2006, nell'ambito del progetto di aggiornamento e convergenza dei rispetti *framework* contabili, non ha fatto altro che confermare e, se necessario, rafforzare. Per favorire il raggiungimento di questo obiettivo, il *reporting* finanziario deve fornire informazioni che aiutino investitori, creditori ed altri soggetti interessati, sia attuali che potenziali, a valutare l'ammontare, il *timing* ed il grado di certezza delle future entrate ed uscite di cassa dell'impresa. Queste informazioni sono infatti essenziali per valutare la capacità di generare flussi di cassa netti e quindi di remunerare gli investitori ed i creditori aziendali. Deve inoltre garantire informazioni circa le risorse economiche di cui l'azienda dispone (i suoi *assets*) nonché sui diritti esistenti su tali risorse (le sue passività e l'*equity*); ed informazioni sugli effetti di transazioni, eventi o circostanze che possano modificare tali risorse o i diritti ad esse relativi. Deve infine fornire informazioni utili a valutare come il *management* stia adempiendo alle proprie responsabilità gestionali, che riguardano la tutela e la custodia delle risorse economiche aziendali, ma anche il loro efficiente e profittevole utilizzo, nonché il rispetto delle leggi, dei regolamenti e delle previsioni contrattuali applicabili. Questo perché decisioni circa l'ottimale allocazione delle risorse includono, nel senso più ampio con il quale il termine è utilizzato nel *framework*, anche decisioni sulla sostituzione o la conferma del *management*, sulla remunerazione degli amministratori e su come votare in assemblea circa le scelte strategiche manageriali o altre materie rilevanti.

Ma la "*decision-useful*" della comunicazione finanziaria è legata non solo alla tipologia di informazioni che vengono fornite, ma anche al rispetto di una serie di caratteristiche qualitative. In particolare tali caratteristiche qualitative sono:

- 1) *Relevance*: per essere utile nel processo decisionale un'informazione deve essere rilevante. Un'informazione è tale quando è in grado di influenzare la decisione, aiutando a valutare i potenziali effetti di transazioni passate, presenti o future sui *cash flows* (*predictive value*) oppure di confermare o correggere precedenti valutazioni (*confirmatory value*).
- 2) *Faithful representation*¹⁹: l'informazione deve garantire una rappresentazione veritiera del fenomeno economico che si propone di rappresentare, ovvero

¹⁹ Il *Preliminary Views Paper on the Conceptual Framework* ha previsto la sostituzione della caratteristica della *reliability* con quella della *faithful representation*, per togliere enfasi al requisito della verificabilità che si era sviluppato intorno alla nozione di *reliability*.

essere verificabile, neutrale e completa. Ciò non significa che debba garantire un'assoluta precisione nella stima né certezza circa il risultato: le attività economiche, infatti, hanno luogo in condizioni di incertezza e di conseguenza molte poste contabili implicano stime di vario tipo, alcune delle quali incorporano valutazioni manageriali. La verificabilità implica che due diversi soggetti, informati ed indipendenti, possano giungere ad una convergenza di opinioni, anche se non necessariamente ad un completo accordo, circa l'assenza di errori materiali o pregiudizi nell'informazione o nel metodo di riconoscimento e misurazione utilizzato. La neutralità è relativa invece all'assenza di distorsioni nell'informazione, tali da ottenere un risultato predeterminato o indurre un particolare comportamento. E' opportuno precisare che la neutralità è spesso incompatibile con il conservatorismo, che implica un condizionamento dell'informazione. Ad esempio, un produttore di auto potrebbe dotare gli autoveicoli di tachimetri che indicano una velocità superiore a quella effettiva per spingere i guidatori a rispettare i limiti di velocità. Ma questi tachimetri "conservativi" sarebbero inaccettabili per guidatori che si aspettino una rappresentazione veritiera della velocità della macchina. Allo stesso modo informazioni finanziarie conservative o diversamente condizionate sono inaccettabili. Infine, per essere veritiere le informazioni devono essere complete, ovvero includere ogni aspetto che risulti rilevante per la comprensione e la valutazione di un determinato fenomeno economico. La completezza, tuttavia, è un concetto relativo poiché i *report* finanziari non possono mostrare ogni cosa: si dovranno effettuare quindi valutazioni di costo/beneficio e verificare i potenziali effetti negativi di eventuali informazioni incrementali su altre caratteristiche desiderabili dei *report* finanziari, quali, ad esempio, l'*understandability*.

- 3) *Comparability*: l'essenza delle scelte di investimento, di credito e, più in generale, di allocazione delle risorse, è la scelta tra le soluzioni alternative disponibili. Le informazioni sono quindi tanto più utili quanto più consentono di individuare caratteristiche comuni, differenze ed effettuare comparazioni tra due *set* diversi di informazioni. Presupposto necessario per la comparabilità è la coerenza nelle politiche contabili e nelle procedure utilizzate, sia da un

periodo contabile all'altro, relativamente ad una certa impresa, sia all'interno dello stesso periodo tra imprese diverse.

- 4) Understandability: è la qualità dell'informazione che consente agli utilizzatori della stessa, dotati di una ragionevole conoscenza del *business* e delle attività economiche, e a chi studia l'informazione con ragionevole diligenza, di comprenderne il significato.

Quello che dobbiamo chiederci, a questo punto della trattazione, è se le attuali regole di rendicontazione degli *assets* intangibili, precedentemente illustrate, sono in grado di adempiere agli obiettivi che il *reporting* finanziario si propone di raggiungere, se le informazioni fornite agli utilizzatori sono sufficienti e se rispondono a quelle caratteristiche qualitative che sono alla base della *decision-useful*. Innanzitutto, è possibile evidenziare che le caratteristiche qualitative dell'informazione elencate sono sostanzialmente le stesse previste dagli attuali *framework* contabili. Quello che cambia è piuttosto la prospettiva con la quale si guarda ad esse: l'intenzione dei *Boards* è infatti quella di considerarle non più in un'ottica gerarchica e di *trade-off* tra l'una e l'altra, ma come una serie di caratteristiche tutte desiderabili, che hanno come presupposto imprescindibile la *relevance*, ma anche l'obiettivo di massimizzare ciascuna delle altre²⁰. In assenza di *relevance* non ha infatti alcun senso lo sforzo per la massimizzazione delle altre qualità dell'informazione.

Il primo passo della nostra analisi è dunque necessariamente quello di capire se le informazioni di cui lamentiamo l'assenza dai bilanci societari siano o meno rilevanti per gli utilizzatori degli stessi. Data la *non-recognition* della gran parte degli *intangible assets*, tuttavia, risulta difficile valutarne la rilevanza, perlomeno direttamente. L'analisi di alcuni dati relativi a stime indirette possono però aiutare a farsi un'idea della portata del fenomeno in questione: una ricerca della *National Science Foundation Division of Science Resource Statistics*, ad esempio, ha mostrato come le spese in ricerca e sviluppo delle società USA si sono incrementate fino a raggiungere, nel 2003, i 291,9 miliardi di dollari²¹. L'Organizzazione per lo Sviluppo e la Cooperazione Economica (OECD) ha rilevato nel 2004 una spesa complessiva in

²⁰ M. Crooch, "Talks about the Conceptual Framework", from the *Fasb Report*, 2006

²¹ *Info Brief*, "U.S. R&D Continues to Rebound in 2004" pubblicato dalla *National Science Foundation, Directorate for Social, Behavioural, and Economic Sciences, Division of Science Resource Statistics*.

ricerca e sviluppo pari a 729 miliardi di dollari²². Ernst & Young ha effettuato uno studio in Australia relativo all'impatto dell'adozione dello IAS 38²³: fino al 2004, infatti, gli *Australian Gaap* prevedevano condizioni e vincoli meno stringenti per il riconoscimento e la valutazione degli *intangibles*. Lo studio ha rilevato che il patrimonio netto contabile dichiarato si è ridotto del 22% con la transizione agli IFRS, a seguito della *derecognition* degli intangibili generati internamente precedentemente iscritti in bilancio. E gli esempi potrebbero proseguire.

Ma la questione degli *intangibles* non è solo quantitativamente rilevante ma lo è anche da un punto di vista dell'ampiezza della problematica, dato che operazioni su tali beni riguardano un gran numero di imprese in un ampio *range* di settori e giurisdizioni: dalle aziende farmaceutiche a quelle tecnologiche, dalle *media companies* alle *consumer product companies*, fino alle società finanziarie.

Alla luce di tutto ciò, è evidente che gli attuali vincoli e limiti imposti dallo IAS 38 alla valorizzazione in bilancio di tali *assets* possano avere degli effetti distorsivi sulla comunicazione finanziaria al mercato, ridurre potenzialmente la *decision-useful* di tale *set* informativo e in definitiva portare ad un deterioramento della stessa funzione del *reporting* finanziario. Diversi studi suggeriscono che questa utilità e rilevanza si è progressivamente ridotta durante le ultime tre decadi (e.g. Lev e Zarowin, 1999; Collins, Maydew e Weiss, 1997; Francis e Schipper, 2000). E ciò giustifica il fatto che un numero crescente di imprese, specie nel nord Europa, con il supporto anche di importanti istituzioni nazionali e sovranazionali, abbia iniziato a sentire l'esigenza di produrre, su base volontaria, dei documenti informativi extra-bilancio (i cosiddetti *Intellectual Capital Statement*), fuoriuscendo così dalla "gabbia" della contabilità tradizionale e dei ricordati principi valutativi, nel tentativo di fornire una rappresentazione più idonea e soddisfacente di tali risorse. Ma in assenza di una struttura sistematica, capace di disciplinare tale forma di comunicazione al mercato, il corpo informativo è risultato chiaramente variegato e di conseguenza difficilmente comparabile ed interpretabile (sempre per citare alcune delle caratteristiche che, come visto, i *regulators* stessi ritengono fondamentali), con potenziali ricadute

²² OECD Science, Technology and Industry Outlook, Highlights, 2006. Il riferimento è ai 25 paesi membri dell'Unione Europea al momento della pubblicazione del report

²³ "The impact of AIFRS on Australian companies: A study of the financial statement disclosures by Australia's top 100 listed companies", Ernst & Young, 2005

negative sulla fiducia e sull'affidamento dei vari *stakeholders* aziendali. Senza dimenticare che, in situazioni di carenza informativa, sono gli investitori meno forti, sia dal punto di vista delle risorse disponibili che da quello della forza contrattuale nei confronti delle imprese, a essere maggiormente svantaggiati.

Ma le attuali regole contabili mostrano anche altre lacune: si pensi ad esempio al diverso trattamento previsto per la contabilizzazione degli intangibili generati internamente dall'azienda nel caso di *business combination*, con la conseguente progressiva perdita di comparabilità dei bilanci delle imprese ad elevata dotazione di intangibili, che seguono percorsi di crescita esterna, rispetto a quelli delle imprese con caratteristiche analoghe, che seguono percorsi di crescita organica. In definitiva ciò può condurre, *ceteris paribus*, a differenti indicatori di *performance* e, in ultima analisi, a differenti e non corrette scelte da parte degli investitori²⁴. Le prime, infatti, sono più patrimonializzate, iscrivono più ammortamenti e presentano, a parità di *earning power*, un Roi ed un Roe inferiore²⁵. Da un punto di vista concettuale, inoltre, non esiste alcuna ragione che possa giustificare tale diversità di trattamento: la genealogia di un'attività, infatti, materiale o immateriale, non dovrebbe essere rilevante ai fini dell'identificazione della stessa in ottica bilancistica²⁶.

Non ultima, vi è poi la preoccupazione che il trattamento delle spese relative agli intangibili dell'impresa possa influenzare le decisioni di investimento, delle imprese e dei privati. Diversi studi indicano che le attuali regole portano gli investitori ad un sistematico *mispricing* dei titoli di imprese ad elevata dotazione di intangibili²⁷. Questo grava queste aziende di eccessivi costi del capitale, genera un'errata distribuzione delle risorse, crea un disincentivo all'investimento in tali tipologie di attività e, in ultima istanza, porta a sprecare opportunità di guadagni e di crescita, sia per le imprese che per gli investitori. Dal canto loro i *managers* non solo sono incentivati a ridurre gli investimenti negli intangibili, ma tendono a spostare risorse da rischiosi investimenti in prodotti di nuova generazione, almeno potenzialmente molto lucrativi, a più sicuri progetti di aggiornamento di prodotti e tecnologie già in uso.

²⁴ M. Ghitti, "Intangibili generati internamente: una rivoluzione (lentamente) in arrivo?", in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 4/2007

²⁵ M. Bini, "Si preparano nuovi standard sugli intangibili interni", *Il Sole 24 Ore*, 07/02/2007

²⁶ In tal senso, si veda anche W. Upton, "Business and Financial Reporting challenge from the New Economy", in *Financial Accounting Series* – FASB 2001

²⁷ B. Lev, "Sharpening the Intangibles Edge", 2004

Come interrompere questo circolo vizioso? Questa è la domanda a cui *regulators*, istituzioni e governi dovranno fornire una risposta nel prossimo futuro. Un primo passo, seppur piccolo e ancora tutto da concretizzare, è però già stato fatto: l’emanazione del documento tecnico a supporto del progetto “*Intangible Assets*” che potrebbe portare, in dicembre, alla definitiva iscrizione in agenda del progetto.

1.3 Il progetto “Intangible Assets”

Come abbiamo precedentemente evidenziato, in un sistema bilancistico regolato dalle attuali disposizioni non sono (quasi) mai rilevati i beni immateriali generati internamente e, di conseguenza, il valore contabile di un’impresa può significativamente e strutturalmente differire dal suo valore economico²⁸. In definitiva, si potrebbe addirittura ritenere che il bilancio non adempia ad una delle sue finalità generali: la rappresentazione veritiera e corretta.

Il problema non è certo nuovo: già nel 1993, ad esempio, l’AIMR (*Association for Investment Management and Research*) aveva fatto notare la necessità di migliorare il riconoscimento del valore economico degli intangibili²⁹. Il punto è che oggi, alla luce dell’importanza assunta nell’attuale contesto economico dagli *intangibles*, una soluzione a questa problematica, rimasta a livello latente per troppo tempo, non è più prorogabile. Inoltre è opinione condivisa che piccoli interventi di modifica dello IAS 38 non sarebbero sufficienti per ottenere i risultati sperati.

E’ in questo contesto e per rispondere a tali esigenze che lo IASB ed il FASB statunitense hanno inserito il progetto “*Intangible Assets*” all’interno del *Memorandum of Understanding*, ovvero dell’iniziativa portata avanti congiuntamente dai due *standard setters* per favorire una generale convergenza tra le rispettive regole contabili e rendere di conseguenza più uniformi ed efficienti i mercati finanziari mondiali. Il progetto costituisce un inevitabile punto di arrivo dei principi contabili internazionali, incentrati sulla rappresentazione fedele e sulla rilevanza economica,

²⁸ M. Ghitti, “*Intangibili generati internamente: una rivoluzione (lentamente) in arrivo?*”, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 4/2007

²⁹ “...*financial reporting can be modified so as at least to recognize more of the economic reality of intangible assets than it does now*”, in “*Financial Reporting in the 1990s and Beyond*” (pag. 52), AIMR, 1993

anziché sui principi della prudenza e del conservatorismo. L'obiettivo è quello di giungere, nel settembre 2009, all'emanazione di un *draft Discussion Paper*, ovvero di un documento condiviso contenente la posizione ufficiale dei *Boards*.

Innanzitutto è opportuno chiarire quali sono le questioni su cui il progetto si propone di intervenire. Sostanzialmente i punti ritenuti più urgenti, e con le maggiori potenzialità di miglioramento degli attuali *standard* contabili, sono stati individuati:

- i) nell'"*initial accounting for intangible assets acquired other than in a business combination*";
- ii) nel "*subsequent accounting for intangibles assets*": quest'aspetto è però ritenuto dal *Board* una "*natural progression*" del punto i), e pertanto si ritiene che debba essere affrontato successivamente.

La prima considerazione che scaturisce dall'analisi del progetto è la constatazione che la definizione di attività immateriale non è stata oggetto di alcuna modifica. Pertanto rimane vigente la definizione di attività immateriale come "*an identifiable non monetary asset without physical substance*³⁰".

Ciò posto, è necessario stabilire quale evento risulti discriminante per l'identificazione di un'attività e, specificatamente, di un'attività immateriale generata internamente. Ai fini del progetto, è quindi ritenuta utile la distinzione tra due ampie categorie di intangibili, sulla base del modo con il quale sono stati generati:

- 1) i *planned internally generated intangible assets*: risultano da progetti specifici dell'impresa, aventi come obiettivo primario proprio la creazione di un'attività immateriale;
- 2) gli *unplanned internally generated intangible assets*: sono frutto dell'operatività quotidiana dell'impresa, senza che sia stato predisposto ed implementato uno specifico progetto per la loro realizzazione.

La differenza sostanziale risiede nella pianificazione strategica e nel costante monitoraggio da parte del *management* che caratterizza i *planned internally generated intangible assets*; gli *unplanned*, invece, originano dall'operatività quotidiana e, come tali, non sono sempre oggetto di monitoraggio e valutazione. In molti casi può essere addirittura difficile individuare uno specifico evento che renda consapevole l'impresa della loro esistenza. Ciò assume particolare rilevanza ai fini

³⁰ Cfr. IAS 38, § 8

della rilevazione iniziale in bilancio di tali attività. Inoltre, se per i primi è, almeno teoricamente, più agevole identificare il momento del completamento, coincidente con la conclusione del progetto pianificato per la loro creazione, per i secondi è necessario verificarne l'esistenza almeno ad ogni data di riferimento di bilancio.

Tuttavia, al fine di individuare tutte le attività immateriali generate internamente, il progetto, indipendentemente dalla macroclasse di intangibili a cui appartengono, propone di utilizzare un metodo comune, basato su un'ipotetica *business combination*. Tale metodo si fonda sull'ipotesi fittizia che l'impresa che predispone il bilancio sia acquisita tramite un'aggregazione aziendale. Questa deve pertanto identificare tutte le attività immateriali che controlla, esattamente come farebbe ai sensi dell'IFRS 3 un ipotetico acquirente, indipendentemente dal fatto che esse siano o meno già iscritte in bilancio. La scelta di tale metodo si basa sull'assunto che, se l'IFRS 3 ritiene che un acquirente sia in grado di identificare tutti gli intangibili di un'impresa acquisita, a maggior ragione un'impresa dovrebbe essere in grado di conoscere ed identificare gli intangibili da essa stessa generati, dal momento che possiede più informazioni rispetto ad un terzo, soprattutto rispetto al caso di un'acquisizione ostile. Il *Board*, inoltre, ritiene che tale approccio "top-down" rappresenti un meccanismo per assicurare che gli *assets* dell'impresa siano identificati in una prospettiva globale, mentre un più frammentario approccio "bottom-up" avrebbe comportato il rischio di trascurare alcune attività. La principale criticità di applicazione del metodo di analisi risiede invece nel fatto che, spesso, le attività immateriali presentano aree di sovrapposizione reciproche e dunque non è sempre agevole isolare i benefici economici derivanti da ciascuna di esse.

Definiti i criteri di identificazione, il progetto in parola si preoccupa di stabilire i principi per la loro rilevazione iniziale in bilancio: come abbiamo visto nel paragrafo 1.1, attualmente lo IAS 38 prescrive criteri più stringenti rispetto a quelli stabiliti sia per gli intangibili acquisiti separatamente che tramite una *business combination*. L'obiettivo è quello di superare tali limitazioni e basarsi, anche nel caso di intangibili endogeni, sui principi generali indicati dal *framework* per la *recognition* iniziale di un'attività. Ciò implica che essi potranno essere rilevati in bilancio se e solo se, congiuntamente:

- 1) è probabile che qualsiasi beneficio economico futuro derivante dall'intangibile sia fruito dall'impresa (*probable future economic benefits recognition criterion*);

2) il costo o il *fair value* dell'attività immateriale può essere misurato attendibilmente (*reliable measurement recognition criterion*).

Naturalmente, qualora uno dei due citati criteri non fosse soddisfatto, non sarebbe possibile rilevare l'attività e tutti gli eventuali costi sostenuti dovrebbero essere spesati a conto economico secondo le usuali regole di competenza economica.

Per quanto riguarda la misurazione iniziale di tali *assets*, invece, dal momento che il *framework* non indica espressamente una preferenza, il progetto propone due modalità alternative, una basata sul costo storico (*cost-based model*), una sul *fair value* (*value-based model*). L'approccio basato sul costo è tuttavia utilizzabile solo nel caso di *planned internally generated intangible assets*, poiché solo in tal caso è possibile individuare, con ragionevole certezza, i costi sostenuti per la generazione di un intangibile. Infatti, tale fattispecie di intangibili è per definizione pianificata e, come tale, i costi sostenuti per la stessa dovrebbero essere monitorati e gestiti dal *management*. Di converso, appare complicata l'attendibile individuazione dei costi sostenuti per gli intangibili *unplanned*, poiché gli stessi sono originati dall'operatività quotidiana dell'impresa. Nella realtà, tuttavia, può non essere sempre agevole distinguere tra immateriali *planned* ed *unplanned*. Si pensi al caso di talune attività immateriali, quali le relazioni con la clientela, che possono essere oggetto in parte di progetti specifici (per esempio il lancio e la gestione delle carte fedeltà dei clienti) e contemporaneamente incrementarsi per effetto della generale attività d'impresa (per esempio l'apertura di un nuovo punto vendita). Pertanto, è auspicabile che lo IASB, in caso di prosecuzione del progetto, provveda a stabilire criteri oggettivi per la distinzione degli intangibili *planned* da quelli *unplanned*³¹.

Al contrario, nell'ambito di un *value-based model* non è richiesta la misurazione dei costi sostenuti per la generazione endogena di un intangibile, bensì la misurazione del *fair value* di ciascuna attività immateriale. Ai fini della rilevazione iniziale non è quindi rilevante la distinzione tra intangibili *planned* e *unplanned*. Inoltre, applicando tale modello, non sussisterebbero differenze di rilievo rispetto alle modalità di contabilizzazione di intangibili acquisiti tramite *business combination*: questi ultimi, infatti, sono rilevati al rispettivo *fair value* alla data dell'aggregazione aziendale,

³¹ M. Ghitti, "Intangibili generati internamente: una rivoluzione (lentamente) in arrivo?", in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 4/2007.

tramite *purchase price allocations*³². Per queste ragioni, il progetto conclude che un *value based model* è, in linea di principio, preferibile: esso infatti non discrimina tra gli intangibili in funzione del loro percorso di creazione.

Con riferimento alla rilevazione iniziale in bilancio di un intangibile generato internamente, occorre peraltro osservare che, mentre nel caso del *cost based model* tale rilevazione è effettuata mediante capitalizzazione dei costi sostenuti, nel caso del *value based model* la contropartita dell'iscrizione dell'attività potrebbe essere alternativamente un componente positivo di reddito o una posta del patrimonio netto. Il progetto in questione non si sofferma su tale aspetto. Da una prima analisi, appare però ragionevole ritenere che l'attività immateriale abbia concorso (e continuerà a concorrere) alla formazione del reddito per più esercizi e, dunque, una sua rilevazione quale contropartita di un componente positivo di reddito sembra violare il principio di correlazione tra costi e ricavi. Pertanto, la soluzione apparentemente preferibile è la rilevazione dell'intangibile in questione quale contropartita di una posta del patrimonio netto³³.

In conclusione, appare doveroso sottolineare il positivo sforzo effettuato in seno allo IASB per cominciare a discutere principi che potrebbero, in futuro, regolare la rilevazione in bilancio delle attività immateriali generate internamente. Tali principi sembrano infatti muoversi verso un sempre maggiore allineamento dei valori contabili ai valori economici. In tal senso, si spiega anche la predilizione di un approccio basato sul *value based model*. Il percorso intrapreso, dunque, dovrebbe da ultimo consentire un miglioramento dell'informativa economico-finanziaria e, verosimilmente, una maggiore efficienza nelle scelte di allocazione delle risorse.

³² Cfr. IFRS 3, § 37.

³³ Si noti inoltre che, in tal caso, non potrebbero essere rilevati gli eventuali effetti fiscali differiti, conformemente a quanto disposto dallo IAS 12 – Income taxes, § 15.

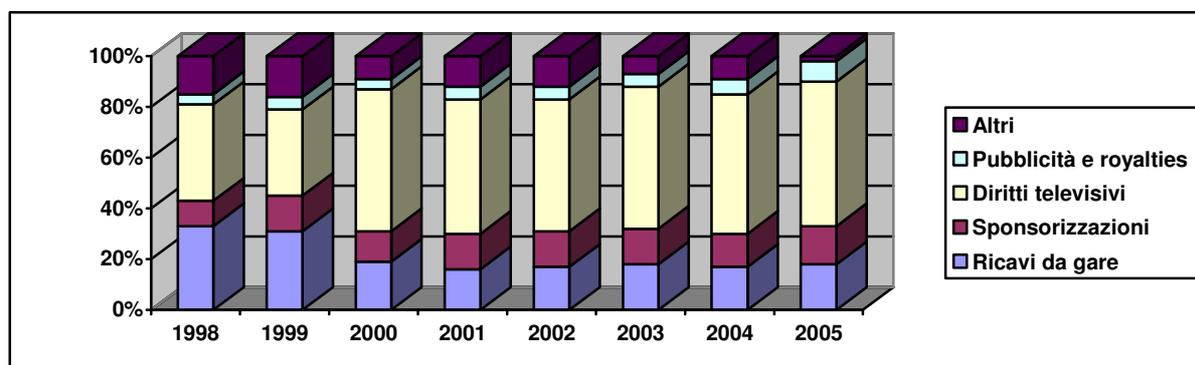
CAP. 2

2.1 La rilevanza degli assets intangibili nel settore calcio

Dopo aver delineato, in linea generale, i limiti e le carenze delle attuali regole contabili ed i riflessi delle stesse sulla comunicazione finanziaria al mercato, iniziamo adesso ad analizzare la problematica dal punto di vista delle società calcistiche professionistiche, in modo da evidenziare, anche da un punto di vista applicativo, gli aspetti precedentemente descritti, ponendo le basi per discutere dei potenziali interventi correttivi e migliorativi eventualmente da porre in essere.

Il calcio è lo sport più seguito in tutto il continente, in grado di coinvolgere più di 190 milioni di appassionati. In questo scenario, l'Italia si distingue per l'altissimo numero di tifosi: sono infatti circa 37 milioni gli italiani interessati al calcio, più della metà della popolazione nazionale, e circa il 24% dell'intero *corpus* dei tifosi in Europa. Ma il calcio, oltre a generare grande passione, è anche un grande *business*, il cui giro d'affari, per il solo campionato di calcio di Serie A, ha superato, nel 2005/2006, i due miliardi di euro³⁴, e soprattutto ha accolto al suo interno una prospettiva di stampo puramente aziendalistico, parallela e a volte anche più influente di quella prettamente ludica. Le squadre di calcio si sono così trasformate in vere e proprie imprese, con una forte modificazione nella composizione dei ricavi.

Tabella 1: Composizione percentuale del valore della produzione dei club di Serie A dal 1998 al 2005



Fonte: nostra elaborazione su dati Lega Calcio e "Il Sole 24 ore"

³⁴ E. Scarci, "Il grande business è fuori dallo stadio. Il campionato vale due miliardi: dal botteghino arriva meno di un decimo", in *Il Sole 24 Ore*, 2006

In questo contesto le società di calcio si sono trasformate da *football clubs* tradizionali a *media companies*, sempre più legate ai proventi derivanti da diritti televisivi, sponsorizzazioni e *merchandising*, e hanno modificato sostanzialmente il proprio modello di *business*, gli obiettivi perseguiti nonché le leve competitive utilizzate per raggiungere il successo. Di pari passo sono aumentate le esigenze informative, che riguardano ormai un numero considerevole e sempre crescente di interlocutori, con caratteristiche molto diverse tra loro: i prestatori di capitale di rischio e di risparmio, i dipendenti (calciatori e allenatori), i fornitori ed i consulenti esterni, il pubblico calcistico, le imprese sponsorizzanti e pubblicitarie, i mezzi di comunicazione, la Federazione e l'Uefa, la Pubblica Amministrazione e, per le società quotate, gli investitori, la Consob e gli analisti di borsa.

In tale rinnovato scenario socio-economico, le risorse intangibili hanno assunto un ruolo assolutamente centrale, divenendo i fattori critici per il conseguimento del successo aziendale, in virtù delle loro caratteristiche di rarità e di complessità, che le rendono più difficili da imitare e di conseguenza fondamentali per l'ottenimento di un duraturo vantaggio competitivo³⁵.

In particolare, le risorse intangibili cui facciamo riferimento sono:

1. le risorse umane (calciatori e allenatori): i bilanci delle società di calcio sono gli unici a iscrivere tra le attività patrimoniali, e in particolare tra quelle immateriali, le risorse umane, procedendo alla loro valutazione in rapporto al costo di acquisto sostenuto e sottoponendole a un sistematico processo di ammortamento, correlato alla durata del contratto. Tale peculiarità, tuttavia, nonostante i dubbi sollevati da alcuni commentatori sulla ridotta certezza del valore di mercato di tali *assets*³⁶, è giustificata dalla loro centralità nel *business* calcistico: le società di calcio, infatti, sono ormai delle imprese di pubblici spettacoli, che erogano un servizio che dipende qualitativamente, in larga misura, proprio dal livello di professionalità delle risorse umane

³⁵ J. Black, K. Boal, "Strategic resources: Traits, configurations and paths to sustainable competitive advantage", in *Strat. Manag.*, vol. 19, 1998, 1127-1143.

³⁶ Si tratta di beni non fungibili, o meglio di pezzi unici, il cui valore, di conseguenza, dipende anche da considerazioni puramente soggettive. Inoltre, anche sulle basi delle indicazioni recentemente fornite dall'UEFA, sembrerebbe non sussistere un mercato attivo per tali beni. Le transazioni riferite ai calciatori possono, infatti, avvenire unicamente in due delimitati periodi dell'esercizio: dal 1° luglio al 31 agosto e dal 1° al 31 gennaio di ogni esercizio.

impiegate, che costituiscono, inoltre, il cosiddetto personale di contatto con la clientela. Personale di contatto che ha un'elevata valenza strategica in quanto veicola, più o meno positivamente, l'immagine dell'impresa di fronte all'utenza abituale, occasionale e potenziale che, nel settore calcio, è rappresentata dalla tifoseria e dagli spettatori, sia presenti allo stadio che davanti alla televisione. Sono proprio i calciatori che, insieme alla società rappresentata, svolgono questo ruolo strategico come singoli e come collettivo, e veicolano l'immagine dei gruppi imprenditoriali con i quali i grandi *club* calcistici hanno intrecciato rapporti. Queste considerazioni trovano ulteriore conferma in un recente studio realizzato dall'Università di Navarra, che è giunto alla conclusione che il *media value* dei calciatori rappresenta il principale *asset* che i club di calcio possiedono, nonché il principale fattore che determina i ricavi degli stessi³⁷;

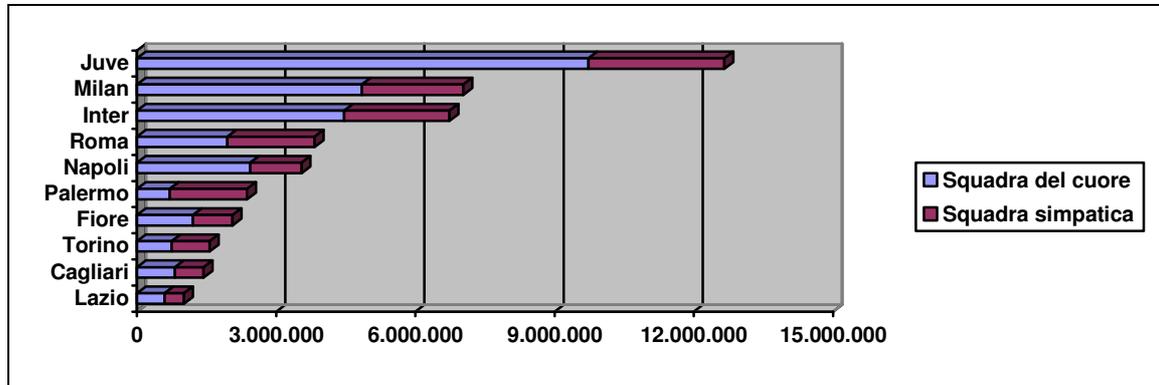
2. il bacino d'utenza: può essere considerato come una competenza distintiva di cui gode la società, una sorta di fonte naturale di vantaggio competitivo, ed è rappresentato dal numero complessivo di persone che seguono, con diversi gradi di coinvolgimento e di passione, le vicende della squadra. Le maggiori entrate da parte dei grandi *club* si spiegano proprio osservando il loro bacino d'utenza: tanto maggiore è il numero dei tifosi della squadra, e più in generale delle persone che almeno potenzialmente se ne interessano, e maggiore sarà l'interesse delle televisioni per trasmetterne le partite³⁸, degli *sponsor* per inserire il loro marchio sull'abbigliamento ufficiale della squadra e delle imprese di *licensing* per assicurarsi il diritto a realizzare tutti i prodotti legati al *merchandising* del club. Per farsi un'idea del bacino d'utenza su cui possono contare i principali *club* calcistici italiani, riportiamo, nella tabella sottostante, i dati raccolti dalla Cra (*Customized research and analysis*), in un sondaggio

³⁷ Vedi ESIRg (2006), "Report on football media value", Edition September 2006, p. 52

³⁸ Nel Decreto Legislativo approvato l'8 novembre 2007 dal Consiglio dei Ministri, che ha sancito il ritorno, a partire dal Campionato 2010/11 alla contrattazione collettiva dei diritti televisivi, ad esempio, si legge: "...la ripartizione delle risorse del Campionato di calcio di Serie A è effettuata con le seguenti modalità: ...una quota del 30% secondo il bacino d'utenza". La quota relativa al bacino d'utenza è determinata nella misura del 25% sulla base del numero di sostenitori di ciascuno dei partecipanti alla competizione e nella misura del 5% sulla base della popolazione del comune di riferimento.

effettuato, nel dicembre 2006, su un campione di circa 5 mila persone, dai 6 anni in su:

Tabella 2: I bacini d'utenza delle singole squadre di calcio del Campionato italiano



Fonte: *Cra, Monitor Calcio 2006/2007*

3. il titolo sportivo: rappresenta "il riconoscimento delle condizioni tecniche sportive che consentono, concorrendo gli altri requisiti previsti dalle norme federali, la partecipazione di una società ad un determinato campionato³⁹." E' quindi uno *status* soggettivo, paragonabile al valore di un'autorizzazione amministrativa o di una licenza. Presenta però caratteristiche del tutto peculiari: da un lato, infatti, è certamente idoneo a produrre reddito, ed è quindi assimilabile ad un bene immateriale, dall'altro non è liberamente trasferibile, neppure in caso di fallimento della società titolare, a causa di un espresso divieto posto dalle norme federali⁴⁰. Quello che maggiormente deve far riflettere, soprattutto alla luce del recente scandalo di Calciopoli e della retrocessione in Serie B (con la perdita del proprio titolo sportivo) della Juventus, è che uno dei principali *asset* delle società sportive non è allocato dal mercato, bensì dall'ordinamento sportivo, in base a regole e principi, sostanziali e procedurali, che poco hanno a che vedere con codice civile e codice di procedura civile. Per completare il processo di omologazione delle società sportive alle Spa di diritto comune, e garantire un'adeguata salvaguardia del loro patrimonio, appare quindi necessario un intervento

³⁹ Come riportato all'art. 52, comma 1 delle N.O.I.F.

⁴⁰ Si veda l'art. 52, comma 2 delle N.O.I.F.

legislativo volto a modificare questi aspetti della Legge 91 del 1981, che ormai mostrano i segni del tempo e di riforme parziali e disorganiche⁴¹;

4. il media value: nel settembre 2006, l'Università di Navarra ha pubblicato uno studio da cui emerge l'esistenza di uno stretto legame tra valore mediatico delle società di calcio e ricavi ottenuti⁴². I risultati sono inequivocabili: tra le 32 squadre che partecipano all'*Uefa Champions League*, le 10 con il *media value* più elevato sono le stesse che mostrano il maggior livello di ricavi.

Tabella 3: Relazione tra ricavi totali e *media value* delle squadre partecipanti alla *Champions League*

Team	Total revenue	Match-day	Broadcast rights	Commercial revenue	Media value	Ranking media v.
Real Madrid	276	64	88	124	84,16	1
Manchester Utd.	246	102	72	72	65,61	3
Milan AC	234	38	138	58	42,77	7
Juventus FC	229	23	124	82	40,89	8
Chelsea	220	84	82	55	52,91	4
Barcellona	207	66	79	63	72,50	2
Bayern Munich	189	28	44	115	47,63	6
Liverpool	181	49	75	57	36,91	9
Inter	177	35	103	38	35,30	10
Arsenal	171	55	72	44	49,00	5
Schalke 04	97	23	16	58	16,79	13
Olympique Lyon	93	20	46	27	16,69	14
Glasgow Rangers	82	35	10	37	5,85	21
Porto	77	29	7	41	9,79	17
Ajax	67	34	8	25	9,99	16

Fonte: "Report on football media value" – Universidad de Navarra, Settembre 2006

Il *media value* è calcolato analizzando due elementi complementari: la popolarità del *team*, misurata guardando al numero di pagine *web* dedicate alla squadra, che fornisce un'indicazione dell'interesse che essa è in grado di generare nel pubblico di tutto il mondo, e la notorietà, data invece dal numero

⁴¹ D. Corrado, "Le società calcistiche, colossi finanziari con i piedi d'argilla", su www.lavoce.info

⁴² Vedi "Report on football media value", Universidad de Navarra, Settembre 2006

di notizie che la riguardano direttamente, e che dipende dall'esposizione mediatica, dai risultati sportivi ottenuti, ma anche da altri fattori di natura non sportiva, quali l'impegno sociale e istituzionale;

5. la reputazione: può essere pensata come l'esperienza positiva del prodotto effettuata dai consumatori e sostituisce l'esperienza diretta nel trasmettere la fiducia sulla bontà dell'acquisto, offrendo quindi ad un'impresa la possibilità di vendere un prodotto simile ad un prezzo più elevato. Di conseguenza è una delle fonti del vantaggio competitivo più difficile da imitare perché non può essere acquisita sul mercato, ma deve essere sviluppata internamente, in un arco di tempo piuttosto lungo. La reputazione di Juventus, ad esempio, è frutto di una lunga tradizione di successi, di una storia ormai secolare, della continuità negli assetti proprietari e, sebbene altri club possano cercare di emularne il successo, le garantisce, per il momento, un rilevante vantaggio competitivo, che si traduce in migliori contratti con *sponsor* e televisioni, in una maggiore capacità di attrarre risorse (giocatori e allenatori) rispetto agli altri *club* e in consensi significativamente maggiori, per un dato livello di *performance* sportiva sul campo, rispetto a ogni altro rivale⁴³.

Ma l'*asset* intangibile principale di cui dispongono le società di calcio, e che, in un certo senso, ingloba e racchiude il valore di tutti quelli che abbiamo appena elencato, è certamente il marchio, l'elemento in grado di differenziare la società da tutti i suoi *competitors*, la fonte principale del vantaggio competitivo e, in definitiva, dei ricavi ottenibili. Il mercato e, in generale, tutti gli *stakeholders* aziendali, dovrebbero quindi essere interessati a conoscerne il valore e a monitorarne l'efficienza e l'efficacia nell'utilizzo da parte del *management*. Le attuali regole contabili però, come ampiamente descritto, non ne consentono la valorizzazione in bilancio, limitando fortemente la *decision useful* della comunicazione finanziaria e fornendo una rappresentazione non veritiera del valore economico delle società di calcio. E per i *club* quotati in borsa il problema, evidentemente, è ancora più rilevante. Per questo prenderemo adesso in considerazione il caso Juventus, il suo marchio e le relative carenze informative che derivano dall'attuale sistema di *reporting* finanziario.

⁴³ U. Lago, A. Baroncelli, S. Szymanski, "Il business del calcio: successi sportivi e rovesci finanziari", Egea, 2004

2.2 Il marchio della F.C. Juventus S.p.A.: importanza strategica, atipicità e difficoltà valutative

Nata nel 1897 su iniziativa di un gruppo di ragazzi del Liceo d'Azeglio di Torino, con i suoi oltre 12.500.000 tra tifosi e simpatizzanti, Juventus è oggi la società italiana di calcio con il maggior numero di sostenitori, nonché quella che ha ottenuto i maggiori successi nella storia del calcio italiano. Bastano pochi numeri relativi all'ultima stagione per capire come tale passione non si sia affievolita neppure a seguito della retrocessione, della cessione di molti campioni e del ricambio nei vertici dirigenziali: la presenza bianconera in Serie B ha infatti inciso sulla visibilità dell'intero campionato, con un incremento dell'*audience* netta del 423%, e un aumento degli spettatori del 170%, con ben 12 *sold out* fatti registrare in occasione delle trasferte della squadra⁴⁴. Dal 2001 la società, con la quotazione in borsa, si è proposta come prima *Global Entertainment Company* nel panorama delle società calcistiche italiane, aprendosi a 360° al mondo del *business*. Da oltre 80 anni, inoltre, ha la stessa proprietà, la famiglia Agnelli, fattore che ha contribuito a garantire coerenza nelle strategie, solidità economica, prestigio e continuità nei risultati.

In virtù di tutto ciò, Juventus può contare oggi su un marchio con un grado di riconoscibilità e di notorietà tra i più elevati. Il *core business* della società è senza dubbio il gioco del calcio e per questo ogni aspetto fondamentale di questo *brand* è ad esso legato. A metà degli anni '90, però, il marchio Juventus ha cominciato ad arricchirsi, soprattutto sul piano dell'organizzazione interna e, in parte, anche sui contenuti. Juventus ha infatti capito per prima che lo sport produce anche opportunità di comunicazione e ha creato un sistema di *partnership* con i propri *sponsor*. La prima fase di questa strategia si è realizzata con la creazione di una serie di pacchetti, contenenti un *mix* di opportunità e di offerte, indipendente però dalle caratteristiche del *partner*. Dalla stagione 2003/2004, la logica del *format standard* è stata invece abbandonata, passando da una strategia basata sull'orientamento al prodotto a una strategia rivolta completamente al cliente e alle sue esigenze. In questa nuova fase, l'azienda ha individuato tre tipologie di bisogni prevalenti:

⁴⁴ Dati Bilancio F.C. Juventus al 30 giugno 2007

- la *Brand Awareness*: è l'esigenza del *partner* di fornire visibilità e notorietà al proprio *brand*; per questo Juventus offre spazi selezionati a bordo del campo di gioco, sul *back drop* interviste, sul proprio *magazine* e sul sito *internet* ufficiale;
- la *Pr&Promotion*: è la necessità per ogni *partner* del *club* di poter realizzare attività di *PR* e/o promozioni verso i propri clienti, collaboratori o intermediari commerciali. In questa area Juventus offre, oltre alla propria esperienza, infrastrutture *ad hoc* per incontri d'affari, eventi *business to business*, assistenza qualificata e contatto con il consumatore in ambienti privilegiati;
- la *Brand Image*: è l'esigenza del *partner* di creare una favorevole contaminazione di immagine, associando il suo *brand* ai valori di Juventus; qui la società offre ai suoi *partner* campagne pubblicitarie classiche, *cross-promotions*, lancio di prodotti e *gadget co-branded* e *testimonial* (i giocatori).

Negli anni si è quindi consolidata la convinzione che il marchio, se correttamente gestito, possa rappresentare una delle principali leve di sviluppo e di creazione di valore, specie in una prospettiva di internazionalizzazione, per una società come Juventus. Alla luce di tale centralità strategica, nel 2004 Juventus ha avviato, in collaborazione con *Interbrand*, una società di *brand consultancy* operante a livello mondiale, un progetto di posizionamento e di *restyling* del proprio marchio, con l'obiettivo di ringiovanirlo e di attribuirgli una maggiore *corporate identity*. Il risultato è stata una rivisitazione del logotipo preesistente: il nome Juventus è stato reso più leggibile e sottolineato da un tratto grafico distintivo, il legame con la città di Torino mantenuto, con una rilettura in chiave contemporanea dell'araldica cittadina, mentre sono state tolte le stelle, che non rappresentano un elemento di identità, ma un merito sportivo, suscettibile di cambiamenti nel tempo e dotato di una valenza esclusivamente nazionale. Si è ottenuto così un logotipo capace di sintetizzare efficacemente i valori su cui si basa il *brand* Juventus: tradizione, eccellenza, passione, intraprendenza e apertura verso nuove forme di *business*.

Detto della rilevanza strategica ed economica del marchio, è da rilevare però come, da sempre, i marchi delle società di calcio siano stati considerati atipici. La loro particolarità è legata, da un lato, alla ribalta fornita, gratuitamente e quotidianamente, dai media (giornali, TV, *internet*) agli eventi calcistici e, dall'altro, all'estremo grado di

fidelizzazione del tifoso o simpatizzante nei confronti della propria squadra calcistica⁴⁵.

Senza dubbio essi rientrano tra i cosiddetti “marchi di servizio”, secondo la definizione fornita nel nuovo Codice della Proprietà Industriale che, all’art. 7, precisa che “possono costituire oggetto di registrazione come marchio d’impresa tutti i segni suscettibili di essere rappresentati graficamente, purchè siano atti a distinguere i prodotti o i servizi di un’impresa da quelli di altre imprese”. Nel tentativo di individuare quale fosse il servizio reso al pubblico dalle società di calcio, è intervenuta positivamente la giurisprudenza che, in più occasioni (*ex multis* Tribunale di Palermo, 2/07/1989; Pretura di Venezia, 15/11/1989), ha ritenuto validi quali marchi di servizio i segni delle società sportive, in quanto destinati a contraddistinguere attività sportive, ovvero a fornire un servizio che è quello di spettacolo sportivo.

Posto che possono essere depositati quali marchi i segni grafici, le parole, i disegni, le lettere, le cifre, la forma del prodotto, è opportuno definire con precisione da cosa è rappresentato normalmente il marchio di una società sportiva⁴⁶:

- i) denominazione sociale: può essere specifica (come avviene, ad esempio, per Juventus, Inter, Sampdoria, Atalanta), o legata alla città di appartenenza (Roma, Napoli, Fiorentina, Salernitana);
- ii) colori sociali: permettono di individuare l’appartenenza immediata del *supporter*/consumatore alla squadra del cuore, trasmettendo valori attinenti alla sfera più strettamente emozionale;
- iii) simbolo: si tratta, ad esempio, della zebra della Juventus, del lupo della Roma o del giglio della Fiorentina;
- iv) scudetto o logotipo.

Non v’è dubbio, comunque, che il marchio, nelle società di calcio, acquista un valore patrimoniale autonomo, il cui sfruttamento avviene sia con riferimento all’attività sportiva classica, attraverso incassi da botteghino, diritti televisivi e sponsorizzazioni, che attraverso il suo sfruttamento commerciale con il *merchandising*⁴⁷.

⁴⁵ F. De Paolis, “Dopo Bosman: i nuovi criteri per la valutazione delle società di calcio”, in *Rivista di diritto sportivo*, 1998

⁴⁶ M. De Filippo, “Stima di tutti i valori immateriali dell’azienda Salernitana Sport S.p.a.”, 2007

⁴⁷ “Dall’entusiasmo alla spesa il passo è per il solito breve. Le associazioni positive ingenerate nelle menti dei tifosi sono più forti e persistenti di quelle collegate a qualunque altro *brand name*. Questa fedeltà alla marca verrà sempre più utilizzata in termini di *brand stretching* o altro, per l’offerta di beni

Ai nostri fini, il principale problema è però rappresentato dalle difficoltà valutative di tali *assets*, che fino ad oggi hanno rappresentato un ostacolo, per ora insormontabile, alla loro valorizzazione in bilancio. Innanzitutto quello che manca è una metodologia di valutazione dei marchi universalmente riconosciuta, carenza dovuta anche a precisi motivi storici. Fino al 1993, infatti, non era ammissibile la cessione autonoma del marchio che era condizionata, ai sensi dell'art. 15 della vecchia Legge Marchi, al trasferimento dell'azienda oppure di un ramo di questa. Sono quindi necessari progressi in termini di professionalizzazione e standardizzazione dei criteri di stima per giungere a delle *best practices* valutative universalmente condivise.

I principali metodi attualmente utilizzati per la valutazione dei marchi sono:

- i) metodi basati sui costi: sono concettualmente adottabili nei casi in cui vi è una stretta correlazione tra costi sostenuti per lo sviluppo di un certo marchio e valore dello sfruttamento prospettico dello stesso⁴⁸ (in molte situazioni tale correlazione non è però facilmente dimostrabile). Tra le diverse applicazioni vi sono quelle basate sui costi storici, sui costi storici rivalutati, sui costi di sostituzione o riproduzione e sui costi della perdita;
- ii) metodi empirici: traggono origine dall'osservazione dei prezzi formati sui mercati finanziari o pagati in negoziazioni effettivamente verificatesi. Queste analisi consentono di definire dei multipli normali attesi nel settore in esame, da applicare a grandezze economiche, finanziarie o patrimoniali dell'azienda oggetto di valutazione (utili, patrimonio netto contabile, fatturato). Derivando dall'osservazione di prezzi di mercato, possono risentire di elementi soggettivi, quali l'interesse particolare delle parti a vendere o acquistare, e delle rispettive posizioni di forza contrattuale;
- iii) metodi finanziari: si esplicano nella quantificazione dei flussi finanziari ottenibili dalla gestione del marchio e nella loro attualizzazione alla data della valutazione. Le difficoltà che si devono superare sono quelle relative alla definizione dell'importo dei flussi monetari prospettici, del periodo "n" di attualizzazione dei flussi, del tasso di attualizzazione e, soprattutto, del valore residuo del marchio al termine del periodo di riferimento;

e servizi al mercato costituito dai tifosi", P. Brera – A. Scherillo, in "Annuario economico del calcio italiano 1994/95".

⁴⁸ G. Zanda, M. Lacchini, "La valutazione dei marchi d'impresa", CEDAM, 1991, pp. 6-7

- iv) metodi economico-reddituali: si basano sull'attualizzazione, per un certo numero di anni, dell'incremento di reddito che il marchio è in grado di generare per l'azienda. Molto utilizzata è l'attualizzazione dei redditi calcolati in base alle *royalties* ottenibili sul mercato dal marchio⁴⁹.

Le difficoltà e le incertezze già di per sé esistenti laddove oggetto di valutazione siano i marchi di aziende commerciali e industriali, sono ancora maggiori quando ci si trova di fronte al marchio di un *club* sportivo come Juventus, e ciò sia per il fatto che nella prassi sportiva la parola marchio viene spesso associata o sovrapposta con altri termini, quali sponsorizzazione, pubblicità, *marketing*, *merchandising*, generando sovente anche una confusione terminologica, sia per la carenza di una documentata letteratura in materia.

Le società calcistiche, inoltre, presentano alcune specificità in relazione al contenuto del valore del marchio. Esso, infatti, è in grado di generare benefici alla società attraverso due diverse modalità: da un lato, contribuendo in maniera generica ed indistinta allo sviluppo della società ed al risultato economico complessivo e, dall'altro, apportando utili specifici come risultato dall'attività di *merchandising* (con la cessione in licenza del marchio per la fornitura di beni e servizi diversi da quelli caratteristici dell'azienda). In quest'ottica, il valore del marchio può essere quindi suddiviso in due componenti: una specifica, legata alle *royalties* ottenibili dall'attività di *merchandising*, ed una generica relativa al beneficio ottenibile sull'attività caratteristica⁵⁰.

Alla luce di queste considerazioni, e senza la presunzione di giungere alla soluzione di una problematica assai complessa qual è quella della valutazione dei marchi delle società di calcio, riteniamo che il metodo più idoneo alla valutazione di un *brand* come quello di Juventus sia il metodo economico-reddituale e, in particolare, una sua applicazione specifica, il metodo indiretto o residuale. Esso definisce il valore del marchio per differenza rispetto agli altri elementi del capitale economico complessivo dell'azienda, ovvero come componente residuale, in base alla seguente relazione:

⁴⁹ Anche secondo il Guatri a volte il valore di marchi può essere stimato in funzione delle *royalties* ottenibili da terzi ai quali ne fosse concesso l'uso. Cfr. L. Guatri, "La valutazione delle aziende", Giuffrè, 1987

⁵⁰ Si pensi all'importanza dell'immagine della squadra e della sua rilevanza nella formazione di voci di ricavi quali le sponsorizzazioni, i diritti televisivi (*audience* ottenibile), gli stessi abbonamenti e biglietti venduti.

$$Vm = Rm/i - PNR - Vimm$$

dove:

Vm = valore del marchio

Rm = reddito medio atteso

i = tasso di attualizzazione

PNR = patrimonio netto rettificato

$Vimm$ = valore delle altre immobilizzazioni immateriali diverse dal marchio.

In pratica, questo metodo⁵¹ ipotizza che esista identità tra valore dell'azienda, stimato con il metodo reddituale puro, e valore determinato con il modello patrimoniale complesso; il fatto di calcolare il valore del marchio solo su base residuale, riduce inoltre l'aleatorietà di tale valore e garantisce il rispetto dei requisiti di validità concettuale e obiettività, anche perché i redditi complessivi sono, naturalmente, di più agevole stima rispetto a quelli differenziali. Infine, per dare maggiore consistenza alla valutazione, il valore del marchio così determinato può essere confrontato con quello emergente dall'applicazione, come metodo di controllo, di un metodo empirico diretto, come ad esempio il c.d. "*Metodo Interbrand*". Questo consiste nel fornire una valutazione della forza relativa del marchio della società rispetto a quello della società o delle società riconosciute come *leader* nel settore, con riferimento ad una serie di fattori, i *key factors of success* di un marchio nel settore sportivo, ovvero:

- la leadership: misurazione delle quote di mercato possedute dal marchio;
- la stabilità: è la fedeltà al marchio, ovvero la capacità del marchio di tenere avvinto il consumatore;
- il mercato: è una stima sia della struttura che delle caratteristiche del mercato/settore che influenzano il marchio;
- il trend: riguarda l'evoluzione prevedibile del marchio, la sua attitudine a rispondere efficacemente ai mutamenti del mercato e alla strategia della concorrenza;
- i supporti di marketing: si tratta delle attività di promozione, comunicazione e pubblicità svolte in favore del marchio e considerate sia in un'ottica quantitativa (ammontare degli investimenti effettuati) che qualitativa;
- l'internazionalità: è il grado di diffusione del marchio a livello globale;

⁵¹ Cfr. G. Zanda, M. Lacchini, "*La valutazione dei marchi*", op. cit., p. 52

- la protezione legale: esprime la difendibilità del marchio da un punto di vista giuridico (possibilità di imitazione, ecc.).

2.3 Alcune tecniche utilizzate per valorizzare in bilancio il valore dei marchi calcistici

Alla luce dell'importanza assunta dagli intangibili, in generale, e dal marchio in particolare, nei bilanci delle società di calcio, è evidente che il mancato riconoscimento di tali valori nelle scritture contabili non può che sollevare dubbi e perplessità circa l'effettività e l'efficacia della comunicazione finanziaria fornita al mercato. Lo studio dei fattori chiave di generazione del valore del marchio, inoltre, può offrire interessanti opportunità anche dal punto di vista gestionale. Infatti, la conoscenza di tali fattori può suggerire al *management* le leve da utilizzare per aumentare il valore della marca e accrescere la competitività dell'impresa. In altri termini, una conoscenza approfondita dei *key drivers* manifesta sia un'utilità informativa statica, ai fini valutativi, che dinamica, sotto il profilo gestionale, oltre a consentire a tutti coloro che ne siano interessati di poterne monitorare l'evoluzione nel tempo, sia da un punto di vista qualitativo che quantitativo.

Ma i limiti informativi non sono l'unica pecca delle attuali regole contabili: ne sono prova tangibile le transazioni escogitate dalle società di calcio per ottenere il riconoscimento in bilancio di tali valori inespressi. La tecnica utilizzata è stata quella del cosiddetto "*sale and lease back*": si tratta di contratti con cui la società cede il proprio marchio a terzi (in realtà, nel caso delle società di calcio, tali operazioni sono state tutte effettuate nei confronti di società interamente controllate) con contestuale conclusione di un contratto di *leasing* del marchio stesso a favore del cedente, che potrà quindi continuare a farne uso contro il corrispettivo di un canone periodico, oltre a poterlo riscattare al termine del contratto, ritornandone proprietario⁵².

Certamente si può discutere sull'opportunità o meno di tali operazioni, sulle modalità con cui sono avvenute, sui reali obiettivi che le hanno guidate, ma non è questo che

⁵² G. Cortesi, "*Marchio commerciale e società di calcio: idiocranasia e mal celata passione*", in *Rivista di diritto ed economia dello sport*, Vol. II, Fasc. 3, 2006, p. 66

interessa ai nostri fini. Quello che rileva è invece che tali operazioni non fanno altro che dar prova di un accresciuto interesse, specie da un punto di vista più strettamente economico, dei *club* calcistici nei confronti dei loro valori intangibili, che offrono l'opportunità di capire la consistenza dei valori di cui stiamo parlando⁵³ e soprattutto che palesano i possibili effetti distorsivi derivanti dall'applicazione delle attuali disposizioni contabili.

Ma ripercorriamo brevemente la storia di queste operazioni sul marchio. La prima società a effettuarla è stata la Sampdoria: nell'aprile 2003, la squadra blucerchiata ha conferito il marchio alla società totalmente controllata, *Sampdoria Service Srl*, per un valore di 20 milioni di euro, iscrivendo una plusvalenza di pari importo nel bilancio chiuso al 30 giugno 2003. Successivamente, il 14 giugno 2004, la società azionista della Sampdoria, la San Quirico, ha comprato dalla squadra di calcio la società proprietaria del marchio, chiamata *Sampdoria Holding*, che, lo stesso giorno, ha acquistato dalla San Quirico l'intera quota (99,96%) della società di calcio. Infine, nel luglio 2005 il marchio è stato ceduto in *leasing* per 6 anni alla Selmabipiemme (Mediobanca – Banca Popolare di Milano) per 25 milioni di euro.

La strada era tracciata e ben presto decine di altri club di Serie A avrebbero seguito l'esempio della Sampdoria, tanto da far divenire tali operazioni un vero e proprio fenomeno dell'attualità sportiva. La molla è stata rappresentata dalla voragine aperta nei bilanci dall'assorbimento delle svalutazioni residue, fatte nel 2003, in applicazione della cosiddetta "legge salva-calcio": 1.100 milioni di euro, di cui solo il 40% ammortizzati nei bilanci fino al 30 giugno 2006. Sarebbero state necessarie forti ricapitalizzazioni per poter rispettare i parametri per l'iscrizione al campionato e per l'ottenimento della licenza UEFA e addirittura per poter mantenere semplicemente un patrimonio netto positivo. Ecco giustificato il proliferare di "*sale and lease back*".

Il 30 settembre 2005 è il Milan a stipulare l'atto di conferimento del proprio marchio alla società, totalmente controllata, *Milan Entertainment Srl*: al ramo d'azienda, costituito dal diritto di sfruttamento del marchio, è assegnato un valore di 183,7 milioni di euro, e la relativa plusvalenza, iscritta in bilancio, consente di assorbire il costo residuo degli ammortamenti da spendere in conto economico, pari a 181,5

⁵³ Basti pensare che solo le operazioni compiute da Milan, Inter, Roma e Lazio hanno creato plusvalenze per oltre 560 milioni di euro.

milioni⁵⁴. Pochi giorni dopo, il 29 dicembre 2005, è l'Inter a vendere il proprio marchio alla *Inter Brand Srl*, costituita appena due mesi prima e controllata al 100%, per 158 milioni di euro. Sempre alla stessa data, *Inter Brand* ha concesso in licenza d'uso il marchio alla squadra per 16 milioni l'anno⁵⁵. Successivamente, il 9 giugno 2006, il marchio Inter è stato ceduto in pegno alla Banca Antonveneta, che ha erogato un finanziamento di 120 milioni, utilizzato dalla *Inter Brand* per pagare il marchio alla casa madre. E nello stesso periodo operazioni analoghe sono state compiute anche da squadre provinciali, come Brescia, Chievo Verona, Reggina e Ascoli.

A questo punto, nel giugno 2006, interviene la Covisoc, la commissione della Figc incaricata di vigilare sui conti dei *club* professionistici: le operazioni di cessione del marchio, nonostante i dubbi sollevati dalla commissione sui reali obiettivi di tali interventi e sulle modalità con cui sono state poste in essere (coinvolgimento di società totalmente controllate), non sono dichiarate illegittime, ma ne sono annullati gli effetti economici sul patrimonio minimo che le società devono avere per iscriversi al campionato⁵⁶. Questo significa che chi non avesse rispettato i parametri avrebbe dovuto ottenere una ricapitalizzazione dagli azionisti: in particolare, per Milan e Inter si sarebbe trattato di circa 100 milioni di euro a testa. A seguito delle rimostranze dei *club* coinvolti e degli elevati interessi in gioco, la Covisoc ha però poi ammorbidito la sua posizione iniziale. La soluzione è stata trovata andando a ricalcolare un bilancio pro-forma, in cui sono state sterilizzate le plusvalenze derivanti dalla cessione del marchio ma anche ignorati gli effetti dell'assorbimento del maxi-onere residuo delle svalutazioni per il "decreto salva-calcio", ricalcolando un ammortamento pari al 10% della svalutazione iniziale.

Il problema si è però riproposto, dopo l'estate, per quei *club*, esclusa la Juventus⁵⁷, che essendo quotati in borsa erano tenuti ad applicare, per la prima volta, i principi contabili internazionali, con i relativi effetti sui patrimoni netti societari. Così, il 29 settembre 2006, la Lazio ha effettuato il conferimento, nella *S.S. Lazio Marketing & Communication S.p.A.*, del ramo d'azienda commerciale composto dalle seguenti attività e passività: portafoglio *brand*, attrezzature industriali e commerciali, crediti

⁵⁴ G. Dragoni, "E Galliani cede il marchio a se stesso", in *Il Sole 24 Ore* del 21/05/2006

⁵⁵ G. Dragoni, "All'Inter il primato del deficit: 181,5 milioni" in *Il Sole 24 Ore* del 10/01/2006

⁵⁶ G. Dragoni, "Cessione marchi, bilanci in fuorigioco", in *Il Sole 24 Ore* del 28/06/2006

⁵⁷ Juventus non è dovuta ricorrere a manovre contabili sul marchio avendo in passato rinunciato alla possibilità di applicare le agevolazioni previste dal citato "Decreto salva-calcio".

verso clienti, fondo TFR, debiti verso banche, acconti, altri debiti, oltre ai contratti commerciali stipulati per licenze, pubblicità e sponsorizzazioni. Il valore di conferimento è stato determinato, da apposita perizia, in 95,36 milioni di euro⁵⁸.

A seguire, il 15 gennaio 2007, è stata l'A.S. Roma a conferire il ramo d'azienda, costituito dalle attività connesse con lo sfruttamento del marchio, nella società neocostituita *Soccer Società in Accomandita Semplice di Brand Management Srl*. Il conferimento è avvenuto ad un valore economico, risultante da apposita perizia giurata, di € 125.121.523, al netto delle disponibilità liquide e della cassa afferente il ramo stesso, che non hanno costituito oggetto di conferimento. A fronte del trasferimento del ramo d'azienda, A.S. Roma ha ottenuto una partecipazione nel capitale della Soccer SAS pari al 99,99%, con un diritto agli utili pari al 97,4%. L'operazione ha così generato in bilancio una plusvalenza di 123,1 milioni di euro, imputata in apposita riserva di patrimonio netto, e l'iscrizione, nell'attivo dello Stato Patrimoniale, di una partecipazione pari a 125 milioni di euro⁵⁹.

Per concludere questa panoramica, riassumiamo brevemente le operazioni compiute sul marchio dai principali *club* della massima serie:

Tabella 4: Riepilogo delle società che hanno compiuto operazioni sul marchio

Squadra	Data	Acquirente	Plusvalenza (€)
Milan	30/09/05	Milan Entertainment Srl	183 milioni
Inter	29/12/05	Inter Brand Srl	158 milioni
Roma	10/11/06	Soccer Brand Management Sas	123 milioni
Lazio	29/09/06	Lazio M&C Spa	95 milioni
Sampdoria	30/04/03	Sampdoria Service Srl	20 milioni
Brescia	20/05/05	Brescia Service Srl	20 milioni
Chievo	27/06/05	Chievo Verona Servizi Srl	10 milioni
Reggina	28/06/05	Reggina Service Srl	10 milioni
Ascoli	28/12/05	Azzurra Free Time Spa	5 milioni

Fonte: nostra elaborazione su dati "Il Sole 24 Ore"

⁵⁸ Dati tratti dal Bilancio della S.S. Lazio S.p.A. al 30 giugno 2007

⁵⁹ Dati tratti dal Bilancio dell'A.S. Roma S.p.A. al 30 giugno 2007

In definitiva, il consenso riscosso da questo tipo di operazioni non fa altro che confermare che il marchio ha assunto per le società di calcio, in molti casi, un valore superiore a quello dell'intera azienda, a riprova del paradosso "marchio forte-azienda debole" che caratterizza molte di queste società, trattandosi spesso di *club* con una lunga storia, ben radicati nel territorio e quindi dotati di un'immagine forte a fronte di bilanci assolutamente deficitari⁶⁰. Quello che deve far riflettere è che le attuali regole contabili hanno lasciato spazio ad operazioni di questo tipo, realizzate con società interamente controllate, e quindi al di fuori di una reale transazione economica, e soprattutto al di fuori di norme condivise, standardizzate ed uguali per tutti. Tra l'altro, le nuove norme UEFA per l'ottenimento della licenza per disputare le competizioni europee, potrebbero portare a breve ad un nuovo terremoto per il sistema calcio. Nel Manuale delle Licenze UEFA (Versione 2.0 del 25 gennaio 2007), si legge infatti che "qualora la società richiedente la licenza eserciti il controllo su una o più società deve predisporre il proprio bilancio consolidato". E in tal caso, continua il Manuale, "ai fini del rispetto dei criteri economico-finanziari, vale il bilancio consolidato". Se pensiamo che, nel bilancio chiuso al 30 giugno 2007, Roma e Lazio presentano un patrimonio netto consolidato negativo, rispettivamente per 9 e 24 milioni di euro, è evidente che i problemi finanziari del calcio sono tutt'altro che risolti e che le operazioni sul marchio ne hanno solo rimandato la soluzione.

Ecco allora che quelle modifiche alle attuali regole contabili oggetto del progetto dello IASB, delineate nei precedenti paragrafi potrebbero, da un lato, non rendere più necessaria l'effettuazione di operazioni come quelle descritte per iscrivere all'attivo i valori economici dei marchi, e dall'altro fornire finalmente al mercato e a tutti i vari *stakeholders* aziendali un'informativa omogenea, standardizzata e precisa su quelli che abbiamo dimostrato essere gli *assets* più rilevanti, nonché la reale fonte del vantaggio competitivo, per questa tipologia di società.

⁶⁰ R. Moro Visconti, "Il marchio nell'economia aziendale", in *Dir. Ind.*, n. 6, 2006, pp. 520-530

CAP. 3

3.1 Le possibili soluzioni e i potenziali vincoli alla luce del dibattito internazionale attualmente in corso

Abbiamo iniziato questa trattazione evidenziando l'esistenza di un problema; ne abbiamo analizzato le possibili cause, le implicazioni, gli effetti, prima da un punto di vista generale, poi nello specifico, con l'analisi di un caso concreto, quello della società FC Juventus Spa. Adesso non ci resta che cercare di fornire una risposta a tutti gli interrogativi che abbiamo sollevato e alle carenze che abbiamo individuato.

Alla luce della complessità della problematica affrontata, delle difficoltà emerse nel corso di un dibattito che si protrae ormai da più di un decennio, dell'eterogeneità dei contributi che autorevoli esponenti, sia in dottrina che nel mondo aziendale, nonché in quello degli analisti finanziari, hanno fornito in questi anni, è però difficile parlare di soluzioni. E non vi è la presunzione di farlo in questa trattazione. E' possibile però cercare di individuare delle linee guida d'intervento, dei principi e degli schemi di riferimento che, partendo dalle attuali carenze del modello contabile, possano portare ad un miglioramento della qualità e della trasparenza della comunicazione finanziaria al mercato.

Una prima possibile soluzione è rappresentata dal regime di *disclosure* volontaria, introdotto da diverse imprese soprattutto nel nord Europa: considerando l'incertezza che circonda i futuri benefici economici ritraibili dagli intangibili e l'assenza, in molti casi, di un mercato attivo per gli stessi, alcuni commentatori hanno evidenziato l'opportunità di inserire questo tipo di informazioni nelle note al bilancio o in documenti a sé stanti, come gli *Intellectual Capital Statements*, anziché direttamente in bilancio. Tuttavia, pur rappresentando indubbiamente un elemento di miglioramento della trasparenza e dell'informativa sugli *intangibles*, tale soluzione non sembra in grado, da sola, di fornire una risposta soddisfacente alla problematica in questione. Innanzitutto non risolverebbe il problema del diverso trattamento che, con le attuali regole, è riservato agli intangibili acquisiti tramite *business combination* rispetto a quelli generati internamente: i primi, infatti, continuerebbero a comparire

nell'attivo dello stato patrimoniale, mentre i secondi rimarrebbero relegati fuori dai tradizionali schemi di bilancio. E l'indicazione nelle note al bilancio o in qualsiasi altro documento contabile, come precisa anche il *Framework* al paragrafo 82⁶¹, non può certamente essere equiparata alla *recognition* in bilancio. Senza contare che diversi studi empirici mostrano come le informazioni riportate al di fuori degli schemi contabili non sono efficacemente incorporate nei prezzi azionari⁶². Più interessante sarebbe invece un approccio che preveda il regime di *disclosure* volontaria, anziché come una soluzione di carattere definitivo, come un intervento di natura transitoria, in grado di rendere meno traumatico il passaggio al nuovo sistema di rilevazione e rendicontazione degli intangibili e di sviluppare una maggiore consapevolezza e specifiche competenze all'interno della professione contabile, degli analisti finanziari, delle agenzie di *rating* e dei *managers* aziendali. A condizione però che vi sia una convergenza di tali modelli piuttosto che una proliferazione di metodi e sistemi di *reporting* non armonizzati e non comparabili.

Uno dei presupposti fondamentali per giungere a un reale miglioramento della comunicazione finanziaria relativa agli intangibili è, infatti, la costruzione di un'appropriata infrastruttura informativa che ne consenta l'identificazione, la misurazione, la rendicontazione e la gestione sulla base di regole e di principi economici solidi, standardizzati e obbligatori: questo è l'obiettivo di fondo, irrinunciabile che dovrà essere perseguito nel prossimo futuro e che dovrà guidare lo sviluppo del progetto *Intangible Assets* dello Iasb. Sviluppo che, a nostro avviso, dovrà avere come ulteriore imprescindibile obiettivo l'individuazione di un sistema di reporting degli *intangibles* che garantisca:

- **trasparenza:** l'azienda dovrà essere in grado di spiegare e giustificare al mercato il processo che ha portato all'emersione dei valori riportati in bilancio e, possibilmente, tale metodologia dovrà essere derivata direttamente da quella utilizzata per la gestione interna degli intangibili, in modo da garantire un chiaro

⁶¹ "Items that satisfy the recognition criteria should be recognised in the balance sheet or income statement. The failure to recognise such items is not rectified by disclosure of the accounting policies used nor by notes or explanatory material".

⁶² W. Landsman - J. Ohlson, "Evaluation of market efficiency for supplementary accounting disclosure: the case of pension assets and liabilities", *Contemporary Accounting Research*, Volume 7, pp. 185-198

legame con la futura creazione di valore e ridurre i costi per l'ottenimento dell'informazione;

- standardizzazione: solo regole comuni e condivise renderanno possibili comparazioni, garantendo valutazioni coerenti, oggettive e solide delle varie realtà aziendali. Dovendo però anche tener conto in modo adeguato delle inevitabili diversità settoriali e delle specificità delle singole imprese, si potrebbe ipotizzare un approccio di tipo piramidale, ovvero una metodologia fondata su indicatori con tre livelli di specificità: alla base quelli di primo livello, applicabili alla generalità dei casi aziendali, poi quelli di secondo livello, improntati sulle caratteristiche specifiche di settore, e infine quelli di terzo livello, che tengano conto delle peculiarità della singola impresa;
- coerenza nel tempo: permetterà confronti non solo nello spazio ma anche con valori storici, riducendo i rischi di *moral hazard* e di eventuali comportamenti opportunistici da parte del *management* aziendale. In altre parole dovrà essere garantita la continuità nei parametri di valutazione e degli indicatori utilizzati, consentendo modifiche agli stessi solo a seguito di opportune e motivate giustificazioni.

Auspicabile, sempre nell'ambito dello sviluppo del progetto lasb, è inoltre la scelta di un approccio basato sul *value based model*, ovvero sul *fair value*: tale scelta, infatti, oltre a essere coerente con l'obiettivo di un crescente allineamento dei valori contabili a quelli economici, da un lato renderebbe irrilevante la distinzione tra intangibili *planned* e *unplanned* e dall'altro garantirebbe una sostanziale eliminazione di tutte le differenze attualmente esistenti rispetto alle modalità di contabilizzazione degli intangibili acquisiti tramite *business combination*⁶³. Senza contare la maggior rilevanza delle informazioni fornite al mercato rispetto all'approccio basato sui costi storici. Da superare sono però le critiche di coloro che ritengono, al contrario, che il *fair value* porterà solo ad una minor *reliability* dei dati di bilancio, frutto di quelle incertezze di misurazione e valutazione che abbiamo precedentemente evidenziato. In definitiva, si tratta di affrontare la delicata questione del *trade off* esistente tra la *relevance* e la *reliability* dell'informazione, complicata, nel caso di specie, anche dalla

⁶³ Gli intangibili acquisiti tramite *business combination* sono infatti rilevati al rispettivo *fair value* alla data della *business combination*, tramite *purchase price allocation*.

differente importanza che gruppi di soggetti diversi possono attribuire a tali qualità. I *preparers*, ad esempio, prediligono la *reliability* dei valori, necessaria per superare lo scrutinio degli *auditors*, che a loro volta la preferiscono a causa della loro esposizione legale. Di converso, gli investitori sono attenti alla *relevance* dell'informativa di bilancio, fondamentale per la valutazione dei futuri flussi di cassa e della posizione finanziaria delle imprese e per effettuare corrette scelte nell'allocazione delle risorse disponibili: se quindi vi è consenso sulle qualità che una buona informativa di bilancio dovrebbe avere, non vi è consenso sulla loro importanza relativa. Tuttavia, la diversa prospettiva, non più di tipo gerarchico ma di complementarità tra le caratteristiche dell'informativa di bilancio, con cui si guarda alle stesse nel rinnovato *Conceptual Framework* (come descritto nel corso di questa trattazione), potrebbe certamente aiutare nell'approccio al menzionato *trade off*. Inoltre, ad oggi, è soprattutto l'interpretazione che viene data al concetto di *reliability*, troppo spesso confuso con quello di precisione, ad essere difettosa. Per *reliability* dell'informazione si intende infatti un'informazione priva di errori e di condizionamenti, che rappresenti in modo veritiero e corretto ciò che si propone di rappresentare: le sue principali componenti sono quindi la verificabilità e la *faithfully rapresentation* ma non la certezza e la precisione, semplicemente perché tali caratteristiche non appartengono ai fenomeni economici ma ai calcoli matematici. Albert Einstein diceva: "*as far as the laws of mathematics refer to reality, they are not certain; and as far as they are certain, they do not refer to reality*". L'incertezza quindi è una componente imprescindibile dei bilanci perché insita nei fenomeni economici, ovvero ciò che la contabilità si propone di rappresentare. E l'incertezza che lamentiamo come grave carenza per gli intangibili è quindi, in realtà, già presente in bilancio; la differenza è che, per altre poste ci siamo ormai abituati a tenerne conto, mentre per gli intangibili ciò non è ancora avvenuto. L'ammortamento ne è l'esempio più semplice: dato un certo valore di costo, un contabile può calcolare con precisione l'ammortamento lungo la vita utile stimata del bene e il valore residuo al termine della stessa. E tale calcolo può essere replicato da un altro contabile che, utilizzando gli stessi *input*, giungerà allo stesso risultato. Ma anche in questo caso la precisione e la certezza sono relativi solo al calcolo matematico e non alla sostanza economica del fenomeno sottostante: chi garantisce infatti che tale calcolo rappresenti fedelmente

l'effettiva perdita di valore economico del bene nel tempo? E chi garantisce che la vita utile scelta sia effettivamente pari a quella reale? In altre parole, l'incertezza risiede in tutti i fenomeni economici, e quindi ciò a cui deve tendere il modello contabile non è la certezza dei valori o la precisione delle stime, spesso impossibile da raggiungere, ma la verificabilità degli stessi e la rappresentazione veritiera dei fenomeni. Senza contare che dal punto di vista del lettore esterno, analista o investitore, è preferibile avere un'informazione, ancorchè imperfetta su un certo fenomeno, piuttosto che non disporre di alcun elemento.

E' evidente, però, che laddove si scegliesse effettivamente un *value based model*, sarebbe necessaria una riflessione approfondita sui metodi di misurazione del *fair value* degli intangibili non negoziati in un mercato attivo, che sono gli immateriali maggiormente diffusi. Infatti, come è stato possibile notare anche in procedimenti di *purchase price allocation* nell'ambito di recenti *business combination*, la valutazione degli intangibili può spesso non essere agevole o risentire eccessivamente di componenti soggettive, con conseguenti impatti sull'attendibilità dei valori e sulla comparabilità dei bilanci. Una loro adeguata valutazione richiederebbe, inoltre, la diffusione della cosiddetta informazione privata, cioè quell'informazione, di fonte aziendale, che per ovvie ragioni di riservatezza non può essere comunicata dall'emittente al largo pubblico, avendo natura strategica per l'impresa. Il concetto di riservatezza, comunque, è un concetto che evolve nel tempo: se fino ai primi anni '70 perfino il fatturato poteva essere considerato un dato riservato, dobbiamo apprezzare il fatto che oggi si discuta invece di *disclosure* sugli *intangibles*. Un rafforzamento del sistema dei diritti di proprietà, magari con l'introduzione di un efficace *patent system* europeo, appare comunque necessario per garantire maggiore tutela alle imprese, di concerto però con lo sviluppo di adeguate politiche *antitrust*, per evitare i potenziali inconvenienti tipici del monopolio.

Ma le critiche non si fermano alla carenza di *reliability*. Vi è anche il rischio di *moral hazard* da parte dei redattori del bilancio che, a parere di molti commentatori, potrebbe essere accresciuto dall'eccessiva discrezionalità delle stime, insita nel modello del *fair value*. In realtà, anche a questo riguardo, alcuni studi empirici hanno

mostrato risultati incoraggianti. Wyatt (2001)⁶⁴ ha esaminato nel dettaglio le scelte di capitalizzazione effettuate dai *managers* australiani, in un periodo in cui il *framework* normativo in vigore concedeva una sostanziale discrezionalità agli stessi nella scelta tra la capitalizzazione o l'imputazione a conto economico delle spese per gli intangibili e la loro eventuale successiva rivalutazione. I risultati indicano che la capitalizzazione di tali spese è molto più probabile quando il valore degli intangibili può essere obiettivamente determinato tramite l'osservazione di fenomeni economici sul pubblico mercato, quando i potenziali benefici dell'investimento sono particolarmente elevati e quando i rischi di perdita dell'appropriabilità degli stessi è basso. Inoltre, la capitalizzazione è molto più probabile per quelle aziende con alle spalle una storia di successi nello sviluppo di *assets* intangibili. Wyatt attribuisce questi risultati a pressioni esterne da parte del mercato: la capitalizzazione di intangibili il cui valore non risulti verificabile potrebbe avere, infatti, impatti negativi sulla capacità di accesso al mercato dei capitali oltre che sulla credibilità dei *managers* stessi, rappresentando quindi anche un importante strumento di disciplina e di disincentivo di comportamenti opportunistici. Accrescerebbe, inoltre, anche l'*accountability* del *management* delle imprese a elevata dotazione di intangibili, implicando la rendicontazione al mercato dell'eventuale perdita di valore intervenuta in quelle attività attraverso un rigoroso *impairment test* e avrebbe anche un'elevata valenza interna, incrementando la capacità del *management* di comprendere le reali fonti di generazione del valore per l'impresa e favorendo una maggior focalizzazione sulle attività e sui *value drivers* critici.

In definitiva, però, il presupposto fondamentale per poter attuare tutti questi correttivi è un cambiamento sostanziale nell'approccio delle imprese al problema della comunicazione, un vero e proprio salto culturale che orienti le aziende sempre più verso una comunicazione sistematica e ragionata dei propri valori e verso una gestione attiva e strategica della comunicazione. L'implementazione di sistemi di *reporting* che forniscano anche elementi *soft* e di valutazione del capitale intangibile, deve quindi passare attraverso la convinzione che questo sia utile per una migliore

⁶⁴ "Study on the measurement of intangible assets and associated reporting practices" for the Commission of the European Communities Enterprise Directorate General, Aprile 2003

comprensione delle aree di generazione di valore dell'impresa e per ottenere una valorizzazione di Borsa più stabile e coerente con le caratteristiche dell'azienda.

3.2 Conclusioni e riflessioni finali

In questa tesi abbiamo analizzato l'importanza assunta dalle risorse intangibili nel nuovo contesto operativo e ambientale in cui le imprese si trovano a svolgere la propria attività e abbiamo evidenziato il mancato adeguamento delle regole contabili a tale mutata realtà, con la conseguente progressiva perdita di utilità e di rilevanza della comunicazione finanziaria al mercato. Temi di interesse non solo per il *management*, nella prospettiva di governo e di direzione dell'impresa, ma anche per le diverse tipologie di *stakeholders* esterni all'azienda quali i clienti, i fornitori, gli azionisti e gli operatori di mercato, i quali, in un modo o nell'altro, sono portatori di interesse nei confronti dell'impresa stessa. E tali analisi hanno messo in luce i rilevanti fabbisogni informativi insoddisfatti che tali soggetti devono costantemente affrontare, oltre agli sforzi dagli stessi effettuati per cercare di superare gli attuali limiti e carenze (vedi analisi delle operazioni di *sale and lease back* poste in essere dalle principali società calcistiche professionistiche per valorizzare i propri *assets* intangibili).

Le ragioni di questo ritardo nell'adeguamento del *framework* contabile possono essere molteplici: in primo luogo il passaggio alla cosiddetta *knowledge economy*, ovvero ad un'economia immateriale, basata sulla conoscenza e sull'informazione, è relativamente recente e di conseguenza rappresenta un fenomeno che le aziende stesse stanno ancora cercando di comprendere e di assimilare completamente. Inoltre, a causa della complessità che è propria del patrimonio intangibile, della eterogeneità dei suoi elementi e della forte interrelazione esistente tra gli stessi e tra i benefici da essi ritraibili, è difficile riuscire a sviluppare modelli interpretativi universalmente accettati e individuare dei principi e dei parametri facilmente utilizzabili per la loro valutazione. A ciò si aggiungono gli atteggiamenti, in particolare da parte dei *managers*, che si sono dimostrati per lungo tempo tendenzialmente indifferenti e poco propensi alla diffusione all'esterno di informazioni riguardanti il

patrimonio immateriale, risorsa considerata di vitale importanza per le imprese e per il mantenimento di un duraturo vantaggio competitivo.

Alla luce di tutto ciò, a mio avviso, un vero miglioramento della comunicazione finanziaria al mercato potrà essere ottenuto solo facendo chiaramente convergere gli interessi delle imprese, a cui è richiesto di fornire una maggiore quantità e una migliore qualità di informazioni al mercato (con i relativi costi associati), con quelli degli investitori, che utilizzeranno queste informazioni per le loro valutazioni. Dove un vero allineamento risulti difficoltoso, dovrà essere trovato un adeguato compromesso: le questioni più importanti sono quelle relative al bilanciamento tra *disclosure* e *privacy* delle informazioni e considerazioni di costo/beneficio. Per quanto riguarda la necessità di tutelare i propri segreti di natura commerciale, tecnica o organizzativa, bisogna sottolineare che si tratta di posizioni che ogni impresa valuta soggettivamente. Quello che deve cambiare, tuttavia, come anticipato, è l'approccio con il quale le imprese affrontano la questione della comunicazione, approccio che deve diventare sempre più attivo e dinamico, anche nell'interesse delle imprese stesse. In fondo, a ben vedere, anche la trasparenza può considerarsi un bene intangibile di valore. Si aggiunga inoltre che la presenza anche di un solo operatore in un settore che persegue la via della comunicazione attiva comporta inevitabilmente un innalzamento della qualità della comunicazione da parte di tutti gli altri operatori. Un atteggiamento contrario condurrebbe infatti a valutazioni penalizzanti da parte del mercato per chi non dimostra trasparenza, e questo è ciò che auspichiamo che possa avvenire nel prossimo futuro.

L'obiettivo è quello di instaurare un *win-win game* che porti benefici a tutti: innanzitutto le imprese dovranno imparare a gestire e misurare i propri valori intangibili, in modo da migliorare il livello di *disclosure* degli stessi nei *report* finanziari; la diffusione di un'informativa più ricca, analitica e regolare sugli *intangibles* renderà più semplice il lavoro degli analisti finanziari e potrà essere ricompensata dal mercato con una riduzione del costo del capitale e con una maggiore stabilità dei corsi di borsistici per le imprese più trasparenti, con evidenti vantaggi sia per le imprese stesse che per gli investitori, in ragione della migliore conoscenza delle caratteristiche di queste organizzazioni, giustificando ed incentivando, allo stesso tempo, ulteriori sforzi in termini di trasparenza nella

comunicazione al mercato. E questi benefici crediamo che non riguardino solo le società quotate. Ci sono infatti molte situazioni nelle quali una corretta valutazione del capitale intellettuale risulta necessaria, come ad esempio le operazioni di *M&A*, la predisposizione di *stock option plans* per il *management* o la misurazione dei risultati raggiunti da una singola *business unit*. Solo in questo rinnovato contesto collaborativo e cooperativo è possibile giungere alla predisposizione di principi di carattere generale condivisi, standardizzati e obbligatori per tutti.

E questa appare l'unica strada percorribile per risolvere il paradosso con cui attualmente ci dobbiamo confrontare: più il sistema è fondato sugli *assets* intangibili e più esso è forte, perché questi *assets* garantiscono una maggiore creazione di valore rispetto a quelli tangibili. Tuttavia, i problemi di misurazione e di rendicontazione al mercato descritti rendono, allo stesso tempo, il sistema più vulnerabile, perché tale valore risulta essere incerto. In altre parole, un sistema economico basato in maniera crescente sugli *intangibles* potrebbe essere più robusto nel lungo termine, dal momento che lo sfruttamento degli intangibili permette una più sostenibile creazione di valore. Ma i problemi di misurazione e di valorizzazione ancora esistenti hanno come conseguenza quella di rendere il sistema stesso più instabile, volatile e, in definitiva, vulnerabile.

Solo per questa ragione la ricerca sugli *intangibles* deve continuare.

Bibliografia e Sitografia

- Quaderno AIAF n° 113, “Intangibles: metodi di misurazione e valorizzazione”, supplemento alla rivista AIAF n° 46, Aprile 2003
- Quaderno AIAF N° 106, “La comunicazione degli intangibles e dell’intellectual capita: un modello di analisi”, supplemento alla rivista AIAF n° 41, Dicembre 2001/Gennaio 2002
- “Preliminary Views on an improved Conceptual Framework for Financial Reporting”, IASB Discussion Paper, Luglio 2006
- “Study on the measurement of intangible assets and associated reporting practices”, University of Melbourne – University of Ferrara – NYU Stern, for the Commission of the European Communities Enterprise Directorate General
- U. Lago, A. Baroncelli, S. Szymanski (2004), “Il business del calcio: successi sportivi e rovesci finanziari”, Egea
- Blair, M.M. (1995), “Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century”, Brooking Institution, Washington
- H. Stolowy – A. Jeny Cavazan, “International accounting disarmony: the case of intangibles”, in Accounting & Accountability Journal, n. 4, 2001
- M. Ghitti, “Intangibili generati internamente: una rivoluzione (lentamente) in arrivo?”, Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 4/2007
- M.J. Mard – J.R. Hitchner – S.D. Hyden – M.L. Zyla, “Valuation for financial reporting. Intangible assets, goodwill and impairment analysis, Sfas 141 and 142”, 2002

- A. Osterland, “Decoding intangibles. Measuring intangible assets”, in CFO, 2001
- Info Brief, “U.S. R&D Continues to Rebound in 2004”, National Science Foundation, Directorate for Social, Behavioural and Economic Sciences, Division of Science Resource Statistics.
- “The impact of AIFRS on Australian companies: A study of the financial disclosures by Australia’s top 100 listed companies”, Ernst & Young, 2005
- B. Lev, “Sharpening the Intangibles Edge”, 2004
- L. Todd Johnson, “Understanding the Conceptual Framework”, in Fasn Report, December 28, 2004
- Michael Crooch, “Talks about the Conceptual Framework”, in Fasn Report, August 31, 2006
- E. Amir, B. Lev, “Value relevance of non-financial information: the wireless communications industry”, in Journal of Accounting and Economics, 1996
- J. Conrad, B. Cornell, W. Landsman, B. Rountree, “How do analysts recommendations respond to major news”, Working Paper, UCLA
- B. Lev, D. Nissim, J. Thomas, “On the informational usefulness of R&D capitalization and amortization”, Working Paper, Columbia University, 2002
- B. Lev, P. Zarowin, “The boundaries of financial reporting and how to extend them”, Journal of Accounting Research, 1999
- F. Black, “Choosing Accounting Rules”, Accounting Horizons, December 1993

- P. Easton, T. Harris, "Earnings as an explanatory variable for returns," *Journal of Accounting Research*, 1999
- FASB, "Business reporting research project: Electronic distribution of business reporting information", FASB Exposure Draft, Steering Group Report
- R. Frankel, M. Johnson, D. Skinner, "An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium", *Journal of Accounting Research*, 1999
- D. Hawkins, B. Hawkins, "The effectiveness of the Annual Report as a communications vehicle", *Financial Executives Research*, Morristown, New Jersey, 1986
- H. Larsen, P. Nikolaj, D. Bukh, J. Mouritsen, "Intellectual Capital Statements – towards a guideline", *Danish Agency for Trade and Industry Research Paper, DATIR*, Copenhagen, 2000
- OECD, "Measuring and Reporting intellectual Capital", *OECD Research Papers*, Amsterdam, 1999
- S. Pike, A. Rylander, G. Roos, "Intellectual Capital Management and disclosure", *Oxford University Press*, New York, 2002
- W. Rees, C. Sutcliffe, "Quantitative non-financial information and income measures: the case of longterm contracts", in *Journal of Business Finance & Accounting*, 1994
- J. Roos, G. Roos, N. Dragonetti, L. Edvinsson, "Intellectual Capital: navigating in the new business landscape", *New York University Press*, 1997

- A. Rylander, K. Jacobsen, G. Roos, "Towards improved information disclosure of intellectual capital" in International Journal of Technology Management, 2000
- T. Stewart, "Intellectual Capital: the new wealth of organizations", Currency Doubleday, New York, 1997
- R. H. Hermanson, "Accounting for human assets", Michigan State University Occasional Paper n° 14, Bureau of Business and Economic Research, East Lansing, Michigan, 1994
- B. Olsson, "Measuring Personnel through human resources accounting reports", in Journal of Human Resources Costing and Accounting, 1999
- K. E. Sveiby, "The new organizational wealth: managing and measuring knowledge-based assets, New York, 1997
- N. Bontis, "Intellectual Capital: an explanatory study that develops measures and models", in Management Decision, 1998
- Boston Consulting Group, "The Value Creators: a study of the world's top ten performers", BCG, Boston, 1999
- J. Black, K. Boal, "Strategic resources: Traits, configurations and paths to sustainable competitive advantage", in Strt. Manag., vol.19, 1998.
- Esirg (2006), "Report on football media value", Edition September 2006
- F. De Paolis, "Dopo Bosman: i nuovi criteri per la valutazione delle società di calcio", in Rivista di diritto sportivo, 1998

- M. De Filippo, “Stima di tutti i valori immateriali dell’azienda Salernitana Sport S.p.a.”, 2007
- G. Zanda, M. Lacchini, “La valutazione dei marchi d’impresa”, CEDAM, 1991
- G. Cortesi, “Marchio commerciale e società di calcio: idiocranasia e mal celata passione”, in Rivista di diritto ed economia dello sport, Vol. II, Fasc. 3, 2006
- R. Moro Visconti, “Il marchio nell’economia aziendale”, in Dir. Ind., n. 6, 2006
- W. Landsman - J. Ohlson, “Evaluation of market efficiency for supplementary accounting disclosure: the case of pension assets and liabilities”, Contemporary Accounting Research, Volume 7
- Bini, M., “Si preparano nuovi standard sugli intangibili interni”, in Il Sole 24 ore, 7 febbraio 2007
- E. Scarci, “Il grande business è fuori dallo stadio. Il campionato vale due miliardi: dal botteghino arriva meno di un decimo”, in Il Sole 24 ore, 2006
- D. Corrado, “Le società calcistiche, colossi finanziari con i piedi d’argilla”, su La voce, 2007
- G. Dragoni, “E Galliani cede il marchio a se stesso”, in Il Sole 24 Ore, 21 maggio 2006
- G. Dragoni, “All’Inter il primato del deficit: 181,5 milioni” in Il Sole 24 Ore, 10 gennaio 2006
- G. Dragoni, “Cessione marchi, bilanci in fuorigioco”, in Il Sole 24 Ore, 28 giugno 2006

- IASB, IAS 38 – Attività immateriali
- FASB 142 – Goodwill and other intangibles assets
- N.O.I.F. - ART. 52: Il titolo sportivo
- F.C. Juventus S.p.A. - Bilancio al 30 giugno 2007
- A.S. Roma S.p.A. – Bilancio al 30 giugno 2007
- S.S. Lazio S.p.A. – Bilancio al 30 giugno 2007
- www.fasb.org
- www.iasb.org
- www.fastcompany.com
- www.fondazioneoic.it
- www.deloitte.com
- www.ilsole24ore.com
- www.juventus.it
- www.lavoce.info

RINGRAZIAMENTI

Questo lavoro rappresenta il coronamento di un percorso universitario e di vita, ed è frutto degli sforzi, della passione e dell'impegno profusi in questi anni di studio. Ma rappresenta anche la realizzazione di un progetto, di un sogno. Un sogno che non è soltanto il mio, ma anche quello di tutti coloro che lo hanno reso possibile, che mi sono stati vicini in questi anni, che hanno gioito con me per i risultati ottenuti, che mi hanno sostenuto, che mi hanno capito e che mi hanno dato la forza e la possibilità di dare sempre tutto me stesso per perseguire i miei obiettivi.

Un pensiero particolare va a mio padre, che ha sempre creduto in me, che mi ha indicato la strada da seguire e mi ha guidato fino a quando mi è stato vicino. E che continua a guidarmi anche adesso, da lassù.

A mia madre, che non mi ha fatto mai sentire solo, che mi ha sempre regalato un sorriso, anche nei momenti più difficili, e che ha sempre lottato al mio fianco in tutte le sfide che ho affrontato, dandomi la forza per non mollare mai.

Un grazie va poi a tutta la mia famiglia che mi è stata vicina in questi anni: a mio cugino Alessandro, con cui sono cresciuto insieme come un fratello, a mio zia Martina, che mi ha sostenuto, aiutato e non ha mai dimenticato di farmi il suo scaramantico in bocca al lupo prima di ogni esame, a mio zio Enzo, a mia nonna Gisella e al mio quasi nonno Giuliano.

A Francesca, che mi ha sempre capito, anche quando sono dovuto stare lontano da lei, e mi ha aiutato, rendendo speciale ogni momento passato insieme.

Ad Edoardo, con cui ho condiviso ogni momento, non solo di studio ma anche di vita, di questi anni, che mi ha aiutato a dare sempre il meglio di me stesso. Ad Andrea, che con noi ha iniziato il percorso universitario e che si è sempre dimostrato un amico vero. A Gianluca e Francesco, gli amici di sempre, e a Marco. A Franco e Monica, che mi sono sempre stati vicini nei momenti importanti.

Un ringraziamento sincero va poi a tutti coloro che mi hanno aiutato nella realizzazione di questo lavoro: innanzitutto il relatore di questa tesi, il Professor Michele Casò, che mi ha seguito con pazienza e competenza. Il Professor Stefano Zambon, per la sua disponibilità e per il prezioso contributo che ha fornito per la stesura di questo lavoro.

Un ringraziamento particolare va poi alla società F.C. Juventus S.p.A. e in particolare al Dottor Marco Re e al Dottor Michele Bergero, per la loro disponibilità, per il tempo che mi hanno dedicato e per tutte le informazioni che mi hanno fornito.

Un grazie, infine, a tutti i colleghi dello Studio Tributario e Societario Deloitte di Firenze e al Dottor Olderigo Fantacci per la disponibilità e per il tempo che mi ha concesso per la preparazione di questo lavoro.

A tutti voi un grazie infinito per avermi aiutato a raggiungere questo importante traguardo, sperando che possa rappresentare un punto di partenza importante per poter raggiungere, in futuro, nuovi importanti obiettivi.

Paolo Bulleri