amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo (Classe A)

Pubblicata in internet all'indirizzo www.amministrativamente.com

Rivista di Ateneo dell'Università degli Studi di Roma "Foro Italico"

Direzione scientifica
Gennaro Terracciano, Gabriella Mazzei, Julián Espartero Casado

Direttore Responsabile
Gaetano Caputi

Redazione
Carlo Rizzo

FASCICOLO N. 3/2026

Estratto

Iscritta nel registro della stampa del Tribunale di Roma al n. 16/2009

ISSN 2036-7821

amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Comitato scientifico

Annamaria Angiuli, Antonio Barone, Vincenzo Caputi Jambrenghi, Francesco Cardarelli, Enrico Carloni, Maria Cristina Cavallaro, Guido Clemente di San Luca, Andry Matilla Correa, Chiara Cudia, Gianfranco D'Alessio, Mariaconcetta D'Arienzo, Ambrogio De Siano, Ruggiero Dipace, Valentina Maria Donini, Luigi Ferrara, Pierpaolo Forte, Gianluca Gardini, Biagio Giliberti, Emanuele Isidori, Bruno Mercurio, Francesco Merloni, Giuseppe Palma, Alberto Palomar Olmeda, Attilio Parisi, Luca Raffaello Perfetti, Fabio Pigozzi, Alessandra Pioggia, Helene Puliat, Francesco Rota, Josè Manuel Ruano de la Fuente, Leonardo J. Sańchez-Mesa Martĭnez, Ramón Terol Gómez, Antonio Felice Uricchio.

Comitato editoriale

Jesús Avezuela Cárcel, Giuseppe Bettoni, Sveva Bocchini, Salvatore Bonfiglio, Dariusz Brakoniechi, Vinicio Brigante, Dariusz Budrowski, Sonia Caldarelli, Giovanni Cocozza, Andrea Marco Colarusso, Sergio Contessa, Beatrice Coppa, Giuseppe Doria, Manuel Delgado Iribarren, Fortunato Gambardella, Flavio Genghi, Jakub Handrlica, Margherita Interlandi, Laura Letizia, Giuseppina Lofaro, Federica Lombardi, Gaetano Natullo, Carmen Pérez González, Giovanni Pesce, Benedetta Piazza, Marcin Princ, Sara Pugliese, Bianca Nicla Romano, Antonio Saporito, Giuliano Taglianetti, Esper Tedeschi, Simona Terracciano, Stefania Terracciano, Salvatore Villani.

Coordinamento del Comitato editoriale

Valerio Sarcone.

ISSN 2036-7821

amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Finanziarizzazione, *governance* e valorizzazione immobiliare nel calcio europeo. I casi Milan AC e Atlético Madrid

di Luigi Scipione

(Professore a contratto di "Diritto della finanza di impresa" nell'Università Telematica San Raffaele di Roma)

Sommario

1. Finanziarizzazione del calcio e diritto dell'economia. – 2. La trasformazione finanziaria del calcio professionistico: dalle insolvenze sistemiche al capitale strutturato. - 3. La funzione d'impresa del club calcistico: tra oggetto sociale e veicolo finanziario. - 4. Dal titolo sportivo all'*asset* stadio: metamorfosi dell'oggetto di tutela nell'impresa calcistica contemporanea. – 5. Il caso AC Milan. – 5.1. Il debito come tecnica di governo del club calcistico. – 5.2. *Governance* e proprietà. – 6. Il Rigenerazione urbana a iniziativa privata e sostenibilità economica nel progetto del nuovo stadio del Milan. – 6.1. La separazione giuridica tra club e stadio: infrastruttura sportiva o *asset* finanziario? – 6.2. Il club come piattaforma finanziario-immobiliare. – 7. Il caso Atlético Madrid. – 8. Regolazione territoriale, *de-risking* e *assetization*: la produzione istituzionale dell'*asset* stadio. – 8.1. Il caso San Siro come laboratorio di *assetization* urbana. – 8.2. Allocazione del rischio e socializzazione delle perdite: chi sopporta il *downside* della finanziarizzazione? – 9. Considerazioni finali.

Abstract

The article examines the transformation of European football through the lens of economic law, highlighting how the entry of private equity funds has accelerated the financialization of clubs and their integration into global capital markets. Football clubs are increasingly configured as investment platforms, where value creation depends on financial leverage, asset enhancement – particularly real estate – and the use of structured or "permanent" capital instruments.

The comparative analysis of the acquisition of AC Milan by RedBird Capital Partners and the investment by Apollo Global Management in Atlético Madrid makes it possible to contrast different models of financial intervention and corporate governance.

What emerges is a sector in which the centrality of real estate assets and the adoption of complex financial structures redefine the balance between social function, financial sustainability, and return-oriented logic, raising new regulatory challenges in terms of transparency, stability, and stakeholder protection.

* *Il presente lavoro è stato sottoposto al preventivo referaggio secondo i parametri della double blinde peer review*

1. Finanziarizzazione del calcio e diritto dell'economia.

Negli ultimi due decenni il calcio europeo è stato interessato da una trasformazione strutturale che ne ha inciso profondamente la configurazione economica e giuridica. Al tradizionale modello di proprietà – spesso fondato su assetti familiari, imprenditoriali o, in taluni casi, su società quotate – si è progressivamente sostituito un panorama caratterizzato dalla presenza crescente di fondi di investimento, tra cui una quota significativa di fondi di *private equity*[1]. Tale evoluzione ha modificato la natura delle società sportive[2], orientando l'attenzione dalla dimensione intrinseca dell'attività agonistica alla redditività finanziaria e alla valorizzazione degli *asset*.

La transizione è stata favorita dall'integrazione del calcio nei mercati globali dei capitali, dall'espansione dei diritti audiovisivi, dall'incremento dei ricavi commerciali e dalle opportunità connesse allo sviluppo immobiliare di stadi e centri sportivi. In questo contesto, i club sono stati progressivamente percepiti non più soltanto come imprese sportive, ma come piattaforme idonee a generare ritorni attraverso operazioni finanziarie strutturate: *leveraged buyout*, *vendor loan*, strumenti di capitale permanente, rifinanziamenti e operazioni di valorizzazione patrimoniale. Si è così affermata una logica di massimizzazione del capitale investito che può divergere dagli obiettivi tipici della gestione sportiva e dalla tutela dell'equilibrio patrimoniale di lungo periodo[3].

L'impiego di tali strumenti comporta una rilevante riallocazione del rischio, un aumento della complessità della *governance* e un potenziale disallineamento tra gli interessi degli investitori e quelli della comunità sportiva. La società acquisita diviene, accanto alla sua dimensione operativa, un veicolo di investimento funzionale alla strutturazione del debito e alla rivalutazione degli *asset*. La redditività può così derivare in misura significativa dalla gestione dei flussi finanziari e dalla

---

[1] In proposito si vedano, per tutti, F. FIMMANÒ, *Introduzione al diritto del Calcio*, in F. FIMMANÒ (a cura di), *Il diritto del calcio*, Napoli, 2025, p. 25 s.; S. PRIGGE, L. TEGTMEIER, *Football Stocks: A New Asset Class Attractive to Institutional Investors? Empirical Results and Impulses for Researching Investor Motivations beyond Return*, in *Sport, Business and Management: An International Journal*, 10(4), 2020, p. 471 ss.; F. MARI, *I trend attuali nel calcio:* private equity *e* multi-club ownership, in A. CANEPA, G.L. GRECO, U. MENUCCI (a cura di), *Il fintech veste sportivo*, 2025, p. 19 ss.; P. MESSINA, P. BAROMETRO, E. PEA, *Investimenti dei fondi di* private equity *nelle società calcistiche italiane*, ivi, p. 30 ss.; L. MODINA, *Private equity in football: How the Arrival of Funds has Impacted the Industry*, in *Corporate Governance and Research & Development Studies*, 2, 2024.

[2] Cfr. S.E. DE FALCO, N. CUCARI, F. CAMASTRA, Governance *e Identità: come la proprietà impatta sul sistema del valore delle società di calcio*, in *Il diritto del calcio*, cit., p. 1024 ss.; D. KAREN, R. WASHINGTON, *Sport and Society*, in *Annual Review of Sociology*, 27(1), 2001, p. 187-212 ss.; D. MIRAGAIA, J. FERREIRA, V. RATTEN, *Corporate Social Responsibility and social Entrepreneurship: Drivers of Sports Sponsorship Policy*, in *International Journal of Sport Policy & Politics*, 9(4), 2017, p. 613 ss.; R. TISCINI, A. DELLO STROLOGO, *What Drives the Value of Football Clubs: An Approach Based on Private and Socio-Emotional Benefits*, in *Corporate Ownership and Control*, 14(1), 2016, p. 673 ss.

[3] Cfr. N. KAPLAN, P. STROMBERG, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, in *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 2009, p. 121 ss.; T. KOBA, *Private Equity and Venture Capital in Sport: Who is Receiving Funding and What Factors Influence Funding*, in *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 22(2), 2001, p. 30 ss.; A. KORTEWEG, M. SORENSEN, *Skill and Luck in Private Equity Performance*, in *Journal of Financial Economics*, 124(3), 2007, p. 535 ss.

ISSN 2036-7821

valorizzazione patrimoniale, più che dalla *performance* sportiva o dalla gestione ordinaria.

Il presente studio si propone di analizzare due casi emblematici di tale tendenza: l'acquisizione dell'AC Milan da parte di RedBird Capital Partners e l'ingresso di Apollo Global Management nel capitale dell'Atlético Madrid. I due casi consentono di confrontare modelli di investimento differenti: da un lato, un'operazione caratterizzata dall'utilizzo della leva finanziaria e del *vendor loan*, con effetti rilevanti su bilanci e *governance*; dall'altro, un intervento fondato su capitale di lungo periodo, idoneo a sostenere strategie più stabili e meno dipendenti dalla pressione del rifinanziamento. In entrambi i casi emerge come la redditività del club non sia necessariamente correlata al successo sportivo immediato o alla mera solidità patrimoniale, bensì alla capacità di strutturare operazioni finanziarie e di valorizzare *asset* immobiliari e mediatici.

L'analisi comparativa si concentra sugli strumenti finanziari impiegati, sugli effetti prodotti sugli assetti proprietari e sugli equilibri di *governance*, nonché sulle implicazioni normative e regolatorie. Particolare attenzione è dedicata alla sostenibilità del capitale, al rischio di indebitamento e alla responsabilità degli amministratori nella gestione di strutture societarie ad alta intensità finanziaria. L'obiettivo è offrire una chiave interpretativa che consenta di comprendere come il calcio professionistico si sia progressivamente integrato nei mercati finanziari globali, configurandosi al contempo come laboratorio di ingegneria finanziaria e come terreno privilegiato di applicazione del diritto dell'economia.

Quest'ultimo è oggi chiamato a confrontarsi con una realtà ibrida, in cui *corporate governance*, rischio finanziario e funzione sociale si intrecciano con operazioni di *private equity*, debito strutturato e progetti di sviluppo urbano.

Proprio in questa trasformazione si colloca la nuova sfida per il diritto: comprendere se e come le categorie tradizionali – continuità aziendale, tutela degli *stakeholder*, funzione sociale dell'impresa – possano essere ripensate alla luce di un settore che ha cambiato natura prima ancora che dimensione.

2. La trasformazione finanziaria del calcio professionistico: dalle insolvenze sistemiche al capitale strutturato.

La finanziarizzazione del calcio europeo non può essere compresa senza richiamare la stagione dei *default* che ha segnato i primi due decenni del XXI secolo[4]. Le tecniche

[4] Sull'argomento v., *amplius*, *La crisi delle società di calcio all'esito delle riforme tra Noif, diritto comune e casi giurisprudenziali*, in *Dir. fall soc. comm.*, 6, 2022, p. 1081 ss. Per ulteriori spunti ricostruttivi cfr. P.D. BELTRAMI, *Il fallimento (e le altre procedure concorsuali) delle società sportive alla luce della riforma dell'ordinamento sportivo*, in *Rass. dir. ec. sport*, 2, 2021, p. 343 ss.; D. SCIBILIA, *Crisi d'impresa: la transazione fiscale a supporto del risanamento delle società di calcio professionistiche*, in *Quotidiano IPSOA*, 2021; F. FIMMANÒ, *Fallimento della società di calcio, nomina cautelare del "pre curatore" ed effetti sull'ordinamento sportivo*, in *Giur. comm.*, 2018, IV, p. 762 ss.; A. GUIOTTO, *L'esercizio provvisorio della società calcistica fallita*, in *Fall.*, 2018, 762; L. GHIA, *Fallimento delle società sportive*, in *Fall.*, 1994, 800 s.;

di assetizzazione, la separazione tra club e infrastruttura e l'ingresso di capitale istituzionale costituiscono anche una risposta alle fragilità emerse in quella fase, segnando il passaggio da un modello imprenditoriale instabile a una configurazione finanziaria strutturata, non priva però di nuove criticità regolatorie.

Le due stagioni – quella dei dissesti diffusi e quella della finanziarizzazione – non vanno lette come fenomeni distinti, ma come fasi successive di un medesimo processo di trasformazione strutturale, rispetto al quale l'ordinamento giuridico assume una posizione prevalentemente reattiva.

I numerosi *default* che hanno coinvolto club storici[5] hanno evidenziato i limiti del modello tradizionale di impresa sportiva: forte dipendenza dal proprietario, sottocapitalizzazione cronica, gestione orientata al breve periodo, equilibrio economico-finanziario fragile. L'impresa calcistica appariva formalmente assimilabile a un'azienda ordinaria, ma esposta a rischi peculiari – volatilità dei risultati, rigidità dei costi, dipendenza dai diritti televisivi – che ne amplificavano l'instabilità[6].

A tale vulnerabilità si accompagnava una frammentazione regolatoria. Ordinamento statale e ordinamento sportivo operavano secondo logiche non sempre coordinate[7], generando interventi prevalentemente emergenziali, basati su soluzioni *ad hoc* per preservare la continuità sportiva, come nel caso del cosiddetto "lodo Petrucci"[8], o ricorrendo a strumenti straordinari (esercizio provvisorio, affitto d'azienda, nuove società ammesse in soprannumero nei campionati). Il diritto, dunque, interveniva per contenere gli effetti della crisi, senza incidere sulle cause strutturali.

La fase successiva è indice di una marcata discontinuità rispetto al recente passato. L'ingresso di operatori finanziari sofisticati e l'adozione di strutture societarie complesse trasformano il club in un *asset* inserito in strategie di investimento di

---

N. BRICOLA, *Sulla fallibilità delle società sportive*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 135 s.; S. MANCINELLI, G. FEBBO, *La crisi delle società calcistiche tra fallimento e (nuovo) concordato preventivo in continuità*, in *osservatorio-oci.org*, marzo 2015.

[5] In tema cfr. A. CUNAZZA, *Le società fallite dal 2000 a oggi nel calcio italiano*, in *Archistadia*, 12 aprile 2022, disponibile al link: https://archistadia.it/calcio-italiano-fallimenti-elenco-club catania/; P. CAPELLO, A. BOZZA, *Sport & Law: società di calcio, quando si fanno i conti con un fallimento*, in *Sky Sport calcio*, 10 dicembre 2018, disponibile al link: https://sport.sky.it/calcio/2018/12/10/fallimento-societa-di-calcio-sport-e-law.

[6] Cfr. J.C. CATALIOTTI, T. FABRETTI, *Analisi dei modelli organizzativi e gestionali delle società di calcio*, Mursia, Milano, 2015; D. REGOLI, *Società sportive e quotazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2, 2008, p. 338 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *Considerazioni sulle società sportive quotate*, ivi, p. 361 ss.; G. TORTORANO, *Le società quotate nel mondo del calcio. Profili di bilancio e della* governance, in *Rass. dir. econ. sport*, 1, 2017, p. 67 ss.

[7] Pur interessanti spunti di analisi cfr. F.R. FIMMANÒ, *Il diritto privato dello sport tra «lex mercatoria» e «ius singulare»*, ESI, Napoli, 2025; ID., *La "lex sportiva" alla prova della sentenza "Superlega": il ruolo del C.O.N.I. nel riequilibrio degli assetti*, in *Amministrativamente*, 2, 2024, p. 585 ss.; G. MARTINI, *Ordinamento del calcio e ordinamento giuridico generale*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2023; R. LOMBARDI, S. RIZZELLO, F.G. SCOCA, M.R. SPASIANO, *Ordinamento sportivo e calcio professionistico: tra diritto ed economia*, Giuffrè, Milano, 2009; I. DEMURO, *La disciplina 'speciale' delle società di calcio professionistico*, in *Riv. dir. soc.*, 2, 2008, p. 350 ss.

[8] Cfr. F. LUBRANO, *Ammissione ai campionati di calcio e titolo sportivo: un sistema da rivedere?"*, in *An. giur. eco.*, 2, 2005, p. 449 ss.; G. SCHIAVON, *Profili dell'insolvenza delle società sportive (anche alla luce del cosiddetto Lodo Petrucci)*, in *Dir. fall.*, 1, I, 2004, p. 295 ss. In particolare, per un'accurata disamina sulle origini e sul contenuto della norma v. F. FIMMANÒ, *La crisi delle società di calcio all'esito delle riforme tra Noif, diritto comune e casi giurisprudenziali*, cit., p. 1101 s.

medio-lungo periodo. Il capitale assume forme istituzionalizzate; la leva finanziaria diviene strumento di pianificazione e non più esito di squilibri; la valorizzazione dello stadio e delle aree circostanti si afferma come perno della creazione di valore. La *governance* si struttura secondo logiche di controllo, *reporting* e gestione del rischio proprie dei mercati dei capitali.

Siffatta evoluzione può essere interpretata come risposta sistemica alle fragilità del passato: alla sottocapitalizzazione si contrappone la strutturazione del capitale; alla gestione personalistica subentra una *governance* istituzionale; alla dipendenza esclusiva dai risultati sportivi si affianca la diversificazione dei ricavi. Tuttavia, il problema di fondo resta immutato: la difficoltà dell'ordinamento di adeguarsi a un settore che muta natura più rapidamente delle categorie giuridiche predisposte per disciplinarlo[9].

Se nella fase patologica il diritto si confrontava con l'impresa insolvente, tentando di coordinare regole concorsuali e specificità sportiva, in quella trasformativa deve misurarsi con un soggetto inserito in strutture transnazionali, caratterizzato da operazioni di *leverage*, veicoli multilivello e processi di assetizzazione che coinvolgono anche il territorio. In entrambi i casi, l'intervento normativo segue la trasformazione economica. Se, dunque, nella prima fase il rischio era visibile e concentrato nell'insolvenza, nella seconda si distribuisce lungo catene societarie e finanziarie più articolate.

Beninteso, il passaggio dalla crisi alla finanziarizzazione non elimina le criticità, ma ne modifica la natura: dalla vulnerabilità concorsuale si passa a una vulnerabilità strutturale, connessa alla complessità e all'interconnessione finanziaria. La finanziarizzazione non sopprime il rischio: lo riorganizza e lo integra nelle logiche dei mercati dei capitali, aprendo un nuovo fronte di interrogativi regolatori.

3. La funzione d'impresa del club calcistico: tra oggetto sociale e veicolo finanziario.

Il passaggio dalla crisi dell'impresa sportiva tradizionale alla trasformazione del club in *asset* strutturato rappresenta, dunque, non soltanto un'evoluzione organizzativa, ma una mutazione ontologica del calcio professionistico che, da attività economica ad alta intensità emotiva sostenuta da capitali personali, si tramuta in infrastruttura finanziaria integrata nei circuiti globali dell'investimento.

In egual modo, l'ingresso di fondi di *private equity*, investitori istituzionali e operatori globali non costituisce soltanto un mutamento nella titolarità delle partecipazioni, ma esprime una diversa concezione del club. La società sportiva non è più vista come un'entità da sostenere attraverso apporti straordinari del proprietario, bensì come un *asset* da strutturare, valorizzare e integrare in una strategia finanziaria complessiva.

Secondo il modello tradizionale il club è un'organizzazione economica finalizzata

[9] G. MARTINI, *Il rapporto fra ordinamento del calcio e ordinamento generale al tempo del Covid*, in *Amministrativamente*, 2, 2022, p. ss. 175 ss.

alla produzione del bene sportivo – la competizione – con rilevanti ricadute identitarie e sociali sulle comunità di riferimento[10]. Diversamente, nel paradigma emergente, la funzione d'impresa si ridefinisce in chiave prevalentemente finanziaria: l'obiettivo non coincide necessariamente con la *performance* sportiva, ma con la valorizzazione patrimoniale, la gestione del debito e l'ottimizzazione del rendimento per gli investitori.

In questa prospettiva, il club si configura come piattaforma "multi-asset", in cui la dimensione sportiva è integrata – e talvolta subordinata – a una logica di rendimento e stabilità finanziaria. Esso diviene una struttura giuridica funzionale alla raccolta di capitali, alla strutturazione di operazioni di debito ed *equity* e alla generazione di valore attraverso rifinanziamenti o dismissioni. Per inciso, la redditività non dipende più in via esclusiva dai risultati agonistici, ma dalla capacità di incrementare la valutazione dell'*asset*, inserirlo in ecosistemi più ampi (*media*, intrattenimento, *real estate*) e governare in modo efficiente la leva finanziaria. La creazione di valore assume, in questa prospettiva, una dimensione prevalentemente patrimoniale.

Tale evoluzione è coerente con la logica dei fondi di *private equity*, vincolati a massimizzare il rendimento per i propri investitori istituzionali. La narrativa del "risanamento" o del ritorno all'utile rischia, tuttavia, di semplificare una realtà più articolata: il successo economico può misurarsi anche nella capacità di attrarre capitali, strutturare operazioni complesse e mantenere il controllo della *governance* in presenza di un significativo indebitamento, non necessariamente nella solidità gestionale di lungo periodo[11].

4. Dal titolo sportivo all'asset stadio: metamorfosi dell'oggetto di tutela nell'impresa calcistica contemporanea.

Un aspetto emblematico di tale trasformazione – e pertanto meritevole di approfondimento – consiste nel mutamento dell'oggetto primario di protezione giuridica: dal titolo sportivo all'*asset* stadio. Si tratta di uno spostamento che non è soltanto terminologico, ma rivela una trasformazione profonda nella struttura economica del club e, conseguentemente, nelle priorità dell'ordinamento.

Nella letteratura sui *default*, il fulcro dell'analisi è rappresentato dalla natura del titolo sportivo e dalla sua circolazione all'interno del complesso aziendale. Le vicende che hanno coinvolto società storiche – dai casi Napoli e Fiorentina fino alle controversie successive che hanno interessato altri club – hanno imposto interrogativi su una questione essenziale: che cosa deve essere preservato quando l'impresa

[10] Cfr. E. FIORENZA, *Italian Football as a Vehicle of Identity*, in ***Scientific Journal of Sport and Performance***, 4(4), 2025, p. 598 ss.; R. TISCINI, A. DELLO STROLOGO, *What Drives the Value of Football Clubs: An Approach Based on Private and Socio-Emotional Benefits*, in *Corporate Ownership & Control*, 14(1), 2016, p. 673 ss.; N. PORRO, *Le metamorfosi del calcio come fenomeno sociale*, in ***Quaderni di Sociologia***, 34, 2004, p. 9 ss.

[11] Si veda il rapporto dell'UEFA, *The European Club Finance and Investment Landscape*, 2024.

ISSN 2036-7821

calcistica fallisce? Ebbene l'attenzione del legislatore sportivo e dell'interprete si è concentrata sulla continuità agonistica, ossia sulla possibilità che la squadra, pur a fronte dell'insolvenza della società, possa continuare a partecipare al campionato, salvaguardando il legame con la città, i tifosi e la tradizione sportiva[12].

In quest'ottica, il titolo sportivo diventa il centro dell'unità funzionale dell'azienda calcistica. Esso non è riducibile a un semplice bene giuridico trasferibile, ma rappresenta la condizione stessa di esistenza dell'attività sportiva organizzata. L'ordinamento sportivo interviene così per garantire che la crisi dell'impresa non si traduca automaticamente nella scomparsa della squadra dal panorama competitivo. Il titolo sportivo assume una dimensione quasi pubblicistica, quale strumento di tutela di interessi collettivi che travalicano la sfera dei creditori[13].

Con l'avvento della finanziarizzazione dei club calcistici, invece, il baricentro dell'analisi si sposta sensibilmente. In questo nuovo scenario, il club non è più concepito primariamente come titolare di un titolo sportivo da difendere, bensì come piattaforma che aggrega asset differenti, tra i quali l'infrastruttura immobiliare assume una centralità crescente. Ergo, il *focus* non è più la sorte del titolo sportivo in caso di insolvenza, ma la valorizzazione degli *asset*.

La differenza tra i due modelli è, del resto, evidente. In quello tradizionale, il titolo sportivo costituisce il cuore dell'azienda: è l'elemento che conferisce senso e unitarietà al complesso organizzato, attorno al quale si articolano contratti, rapporti di lavoro, diritti televisivi e sponsorizzazioni[14]. Nel modello finanziarizzato, invece, l'*asset* immobiliare tende a diventare il vero baricentro della creazione di valore. Lo stadio non è più un mero supporto logistico all'attività agonistica, ma un'infrastruttura suscettibile di separazione societaria, finanziamento dedicato, sfruttamento commerciale polifunzionale. La sua valorizzazione può prescindere, almeno in parte, dall'andamento contingente dei risultati sportivi, offrendo flussi di ricavo più stabili e prevedibili.

Il collegamento teorico tra le due prospettive descrive in maniera calzante il passaggio da una concezione personalistica-sportiva a una concezione patrimoniale-

[12] C. CANNELLA, *Il trasferimento del "titolo sportivo" di un club fallito nell'ordinamento sportivo e statuale*, in *Riv. dir. econ. sport*, 1, 2017, p. 163 ss.; M. GALLAVOTI, *Il << titolo sportivo >> delle società di calcio professionistico*, in *An. giur. eco.*, 2, 2005, p. 389 ss.

[13] L'intero dibattito sul cosiddetto "lodo Petrucci" ruota attorno a questa idea: il valore da proteggere non è tanto l'integrità patrimoniale della società fallita, quanto la continuità della funzione sportiva. Come illustra F. FIMMANÒ, *La crisi delle società di calcio all'esito delle riforme tra Noif, diritto comune e casi giurisprudenziali*, cit., p. 1101, la norma aveva l'intento di "permettere alle società calcistiche in crisi finanziaria e dichiarate fallite di far rivivere il loro titolo sportivo in una nuova società, con il declassamento di una categoria".

[14] Sempre per F. FIMMANÒ, *op. ult. cit.*, p. 1103, "[l]a circolazione del titolo sportivo come componente del complesso aziendale Alla luce delle vicende descritte appare chiaro che l'ordinamento giuridico non può consentire che il valore aziendale del titolo sportivo (ovvero del diritto al riconoscimento delle condizioni tecnico-sportive per partecipare alla competizione di riferimento) possa essere di fatto sottratto al patrimonio sociale in virtù di disposizioni regolamentari interne di un sub-ordinamento convenzionale e che l'unitarietà dell'azienda e dei suoi elementi essenziali deve essere sempre tutelato…".

ISSN 2036-7821

finanziaria dell'impresa calcistica. Nella prima, il centro di gravità è la continuità agonistica, intesa come valore identitario e collettivo da proteggere anche a costo di deroghe e soluzioni eccezionali, mentre nella seconda, il centro di gravità è la strutturazione patrimoniale e la bancabilità degli *asset*, con l'obiettivo di rendere il club integrabile nei mercati globali dei capitali.

In tale trasformazione, il titolo sportivo non scompare, ma cambia funzione. Se nella stagione dei fallimenti esso era oggetto di contesa e di protezione pubblicistica, nella stagione della finanziarizzazione tende a essere ricondotto a una componente del portafoglio di *asset* del club, rilevante ma non esclusiva nella determinazione del valore complessivo dell'investimento. Il rischio è che la dimensione simbolica e comunitaria del titolo sportivo venga progressivamente subordinata alla logica della valorizzazione patrimoniale; ma al tempo stesso, la nuova centralità dell'infrastruttura può essere letta come tentativo di stabilizzare economicamente un settore storicamente esposto a volatilità.

Il mutamento dell'oggetto di protezione segnala, dunque, un cambiamento più profondo: ciò che l'ordinamento è chiamato a tutelare non è più soltanto la permanenza della squadra nel campionato, bensì l'equilibrio tra funzione sportiva e logiche di investimento in un contesto in cui il valore si concentra sempre più su *asset* strutturati e separabili. In questa tensione si coglie una delle linee evolutive più significative del diritto dell'economia applicato al calcio professionistico.

5. Il caso AC Milan.

Il caso del AC Milan rappresenta, nella direzione che si è tracciata, un laboratorio paradigmatico di tale trasformazione[15]. Lo stadio e le infrastrutture connesse cessano di essere meri luoghi di svolgimento dell'attività sportiva e diventano *asset* strategici, suscettibili di separazione giuridica, cartolarizzazione, finanziamento dedicato. La creazione di valore non dipende più esclusivamente dai risultati sul campo, ma dalla capacità di sviluppare flussi ricorrenti, attività commerciali integrate, progetti di rigenerazione urbana.

L'acquisizione dell'AC Milan da parte di RedBird Capital Partners, perfezionata nell'agosto 2022 tramite il veicolo olandese Acm Bidco B.V., costituisce un caso emblematico di finanziarizzazione del calcio italiano. L'operazione è stata strutturata attraverso un apporto diretto di *equity* pari a 650 milioni di euro e un *vendor loan* di circa 550 milioni concesso dal venditore, Elliott Management Corporation, con condizioni finanziarie significative e scadenza relativamente ravvicinata[16]. La

[15] Per una ricostruzione delle vicende finanziarie e regolamentari dell'AC Milan tra il 2018 e il 2020 si rinvia all'analisi di F. RAIMONDO, *Il diavolo è nei dettagli. Approfondimenti giuridici ed economici sul calcio e sull'AC Milan*, vol. 2, 2020.

[16] Nel calcio italiano, un precedente significativo è rappresentato dall'operazione del 2011 relativa all'AS Roma, quando la società Roma 2000, controllata da UniCredit, concesse un finanziamento di 21,6 milioni di euro nell'ambito del passaggio di controllo al gruppo guidato dall'imprenditore statunitense James Pallotta.

ISSN 2036-7821

combinazione di capitale proprio e debito subordinato al venditore ha determinato sin dall'origine un assetto proprietario fortemente condizionato dalla leva finanziaria.

All'operazione iniziale ha fatto seguito, nei primi mesi del 2026, un rifinanziamento volto a sostituire il debito riconducibile a entità collegate a Elliott con un nuovo finanziamento istituzionale organizzato da Comvest Credit Partners[17]. Tale passaggio non può essere letto come un mero evento tecnico di finanza aziendale o come una semplice alternanza di creditori, ma si inserisce in un più ampio processo di ristrutturazione finanziaria che evidenzia la trasformazione del club in piattaforma di investimento. In questa prospettiva, la società sportiva assume progressivamente la funzione di veicolo giuridico-finanziario funzionale a strategie di accumulazione fondate su leva, rifinanziamento e rivalutazione patrimoniale[18].

Il calcio professionistico si conferma, sotto questo profilo, un settore particolarmente attrattivo per operazioni di estrazione di valore finanziario, anche in assenza di una produzione materiale in senso tradizionale. Il valore economico non deriva esclusivamente dall'attività agonistica, bensì dalla capacità di strutturare flussi finanziari, valorizzare *asset* intangibili e sfruttare opportunità di sviluppo immobiliare e mediatico.

Il *timing* del rifinanziamento appare strettamente connesso al via libera istituzionale per la realizzazione del nuovo stadio nell'area di San Siro, snodo strategico per comprendere la razionalità economica complessiva dell'operazione[19]. Nella letteratura sul *football business*, lo stadio di proprietà è considerato un moltiplicatore di ricavi, idoneo a generare flussi stabili attraverso *ticketing premium*, *naming rights*,

---

Analogamente, nel 2022, la famiglia Percassi, tramite la *holding* Odessa, accordò un *vendor loan* di 23 milioni di euro alla cordata capeggiata da Stephen Pagliuca per l'ingresso nel capitale dell'Atalanta BC. Tali operazioni evidenziano come il trasferimento del controllo dei club non si esaurisca in una mera compravendita di quote, ma si articoli in strutture finanziarie ibride, in cui il venditore assume temporaneamente la veste di creditore, contribuendo alla sostenibilità dell'operazione e mantenendo, al contempo, un interesse economico nella fase successiva al *closing*. Il ricorso a strumenti tipici della finanza strutturata segnala l'integrazione sempre più intensa tra mercato calcistico e mercato dei capitali, con implicazioni rilevanti in termini di *governance*, allocazione del rischio e stabilità patrimoniale delle società sportive.

[17] L'operazione di acquisizione perfezionata nell'agosto 2022 – tramite il veicolo olandese Acm Bidco B.V. – si inserisce in una sequenza di passaggi proprietari che hanno visto il club transitare prima sotto il controllo di Elliott Management Corporation e, ancora prima, nell'operazione promossa da Yonghong Li.

[18] Dal punto di vista strettamente economico, tra prestiti, *vendor loan*, interessi e rifinanziamenti, con l'operazione di *exit* il fondo statunitense avrebbe realizzato, secondo stime convergenti della stampa finanziaria specializzata, un guadagno netto prossimo ai 550–570 milioni di euro nell'arco di circa un decennio. Tale risultato non deriva primariamente da una crescita industriale del club intesa come *performance* sportiva o sostenibilità gestionale, bensì dall'uso sofisticato della leva del debito e dalla valorizzazione prospettica di *asset* futuri.

[19] A chiusura di un confronto pubblico protrattosi per oltre sei anni, nel 2024 il Comune di Milano ha avanzato una proposta di cessione dell'area, subordinando la realizzazione del nuovo stadio a un più ampio intervento di riqualificazione del quartiere a carico degli acquirenti. Al bando hanno risposto soltanto Inter e Milan. Il prezzo è stato determinato sulla base delle valutazioni dell'Agenzia delle Entrate, sebbene comitati cittadini e forze politiche come i Verdi abbiano giudicato troppo contenuta la cifra di 197 milioni di euro.

ISSN 2036-7821

eventi extra-sportivi e sfruttamento commerciale continuativo[20]. Tuttavia, nel contesto urbano contemporaneo, l'infrastruttura sportiva trascende la sua funzione originaria per divenire catalizzatore di operazioni immobiliari e progetti di rigenerazione urbana guidati dal capitale finanziario. Il valore non si esaurisce nel perimetro sportivo, ma si estende alla trasformazione dell'area circostante e alla creazione di rendite immobiliari[21].

Sul piano teorico, il caso italiano sollecita una riflessione più ampia: se l'impresa

[20] In proposito cfr. E. FAROLDI, M.P. VETTORI, *Storia e progetto. Il completamento di Cremona nell'intervento City Hub*, Mimesis, Sesto San Giovanni, 2015; S. GIUDICE, *Il marketing nella gestione di uno stadio moderno*, in *Riv. dir. econ. sport*, 2, 2004, p. 37 ss; G. INZAGHI, *Stadi, corsia veloce alla ristrutturazione ma senza residenziale*, in www.ilsole24ore.com, 2014; H.J. MARKERINK, A. SANTINI, *Stadi e grandi aree di intrattenimento. Il caso Amsterdam ArenA*, in *Sport Management e mercati globali*, 2, 2004, p. 61 ss.; D. TARÌ, *All'ultimo stadio. Il business del calcio: verità, menzogne e numeri*, Informant eBook, 2014; G. TEOTINO, M. UVA, *La ripartenza. Analisi e proposte per restituire competitività all'industria del calcio in Italia*, AREL, Bologna, 2010; M. VULPIS, *Quando lo stadio diventa business*, in *Italia Oggi*, 18 luglio 2008.

[21] L'ultima legge sugli impianti sportivi, il d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 38, prevede che gli investimenti vengano realizzati in maniera prioritaria attraverso il recupero di impianti già esistenti o, comunque, intervenendo in zone già edificate. In Senato è attualmente in discussione un ulteriore disegno di legge (DDL S.1312) denominato "Disposizioni in materia di stadi e impianti calcistici italiani", la cui linea guida prioritaria è 'rendere gli stadi luoghi moderni e integrati, favorendo la rigenerazione urbana e la rinascenza biocreativa nonché migliorando la sostenibilità, anche in vista del Campionato europeo di calcio 2032'. Il legislatore mira a ripensare lo stadio non più come mera infrastruttura sportiva, ma come spazio polifunzionale capace di attivare dinamiche di rigenerazione urbana. L'accento viene posto sul recupero di aree dismesse, sulla limitazione del consumo di nuovo suolo, sulla valorizzazione dei contesti urbani periferici o secondari e sulla produzione di ricadute sociali positive, considerate parte integrante dell'interesse pubblico sotteso a tali investimenti.

Nel 2014, a fronte della sostanziale paralisi nella realizzazione di nuovi impianti e del marcato divario rispetto ai principali ordinamenti europei, il Governo è intervenuto con il d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (conv. in l. n. 116/2014). La c.d. "legge sugli stadi" ha introdotto misure volte a incentivare la costruzione e l'ammodernamento degli impianti sportivi, prevedendo, in particolare, nuove modalità di remunerazione del capitale investito e procedure amministrative semplificate per l'approvazione dei progetti. Nel 2017 il legislatore è nuovamente intervenuto con la l. 21 giugno 2017, n. 96, che all'art. 62 ha riformato in modo organico la disciplina di settore. La riforma ha definito: i) i contenuti e le modalità di redazione dello studio di fattibilità, nonché le tipologie di intervento sugli impianti esistenti (demolizione, demolizione e ricostruzione anche con diversa volumetria e sagoma, riconversione o riutilizzo a fini sportivi); ii) il riconoscimento di una forma di "esclusiva" per le attività commerciali nell'area dell'impianto in favore della società sportiva utilizzatrice; iii) la regolamentazione degli spazi interni destinati ad attività di ristorazione e vendita di articoli sportivi. Si è così delineato un quadro normativo volto a coniugare semplificazione procedurale e sostenibilità economica degli interventi, nella prospettiva di rendere più attrattivi gli investimenti nel settore. In merito cfr. A. DE MARTINI, Gli stadi polifunzionali in Italia: dal confronto con l'Europa spunti di riflessione, in Riv. dir. econ. sport, 2, 2012, p. 97 ss.; F. SPANICCIATI, L'edificazione di nuovi impianti sportivi come chiave del rilancio del settore: obiettivi e risultati ottenuti dalla c.d. Legge sugli stadi, in Riv. dir. spo., 1, 2017, p. 97, che si esprime in senso critico sulla reale capacità dell'impianto normativo vigente di superare gli ostacoli di una legislazione rivelatasi sin dalla sua origine lacunosa e scarsamente efficace, soprattutto perché indatta a "se risolve principale di malfunzionamento dell'intera legislazione sugli stadi: "la non vincolatività di questa procedura su quella di adeguamento degli strumenti urbanistici." Peraltro, secondo l'A., "il diritto amministrativo offriva già gli strumenti sufficienti a rendere perfettamente perseguibile il fine dell'incremento delle dotazioni sportive delle città senza dover introdurre nuove procedure diversificate […] E allora quel che si nota è che tale norma, più che un'utilità giuridica, forse ha avuto, fin dal principio, perlopiù un'utilità politica: dare un visibile sostegno, espresso in norme, agli investitori del settore sportivo e spingere i comuni a facilitare tali investimenti, cercando di imbrigliarli tramite un procedimento speciale".

sportiva assume prevalentemente la fisionomia di veicolo di investimento, quale spazio residua per il diritto sportivo come ordinamento settoriale orientato alla tutela dell'equilibrio competitivo e della funzione sociale dello sport?[22] E quale ruolo resta al diritto societario nel bilanciare l'interesse degli investitori con le istanze, non meramente economiche, che storicamente connotano il fenomeno calcistico?

5.1. Il debito come tecnica di governo del club calcistico.

Il rifinanziamento del debito del Milan può essere letto come un passaggio di testimone all'interno di una catena di valorizzazione finanziaria resa possibile dall'aumento atteso del valore dell'*asset* sottostante, ossia il progetto stadio. Per Comvest, l'acquisto del debito rappresenta un investimento razionale in un contesto in cui la crescita del valore del club e dei flussi futuri appare garantita non dai risultati sportivi, ma dall'operazione immobiliare. Per RedBird, invece, la vera fase dell'investimento inizia dal momento in cui il club ha assolto alla sua funzione di "ponte" verso lo stadio e può essere inserito in una strategia di sviluppo urbano-finanziario più ampia.

Il caso *de quo* consente di osservare in modo particolarmente nitido una dinamica ormai ben nota alla dottrina: la progressiva trasformazione del debito da strumento di finanziamento a meccanismo di controllo giuridicamente strutturato. Come messo in luce da Katharina Pistor nella teoria del "legal coding of capital"[23], il diritto non si limita a disciplinare i rapporti economici, ma contribuisce attivamente a trasformare determinate pretese patrimoniali in capitale protetto, durevole e prioritario. Il debito finanziario, soprattutto quando assistito da *covenant* sofisticati e da aspettative di rifinanziamento, rappresenta una delle forme più avanzate di tale codificazione.

Applicata al calcio professionistico, questa dinamica produce una riconfigurazione degli assetti di *governance*[24]. Attraverso il *vendor loan* e i successivi rifinanziamenti, il

---

[22] Come sottolinea F.R. FIMMANÒ, *Sport professionistico e sostenibilità*, cit., p. 736, "la sostenibilità dello sport non può essere affidata esclusivamente alla logica di mercato, ma richiede un modello istituzionale capace di operare una «redistribuzione regolata, trasparente e misurabile». Il rischio che incombe, in assenza di tale modello, è quello della disgregazione dell'ecosistema sportivo, con conseguente concentrazione dei ricavi, marginalizzazione della base e progressivo svuotamento del valore educativo e comunitario dello sport, con l'effetto indiretto della riduzione dell'interesse diffuso del pubblico, per la minore incertezza dei risultati delle contese, con una contrazione dello stesso fine lucrativo".

[23] K. PISTOR, ***Il codice del capitale. Come il diritto crea ricchezza e disuguaglianza***, LUISS University Press, Roma, 2021. La teoria del "legal coding of capital" ha importanti conseguenze poiché spiega perché la disuguaglianza patrimoniale sia strutturalmente radicata nei sistemi giuridici;mostra che la finanziarizzazione non è solo un fenomeno economico, ma giuridico; evidenzia, inoltre, come la globalizzazione abbia consentito di scegliere l'ordinamento più favorevole per "codificare" il capitale (*forum shopping* normativo). In questo senso, il capitale globale è spesso ancorato a pochi ordinamenti particolarmente sofisticati (come quelli di *common law*), che offrono strumenti giuridici altamente protettivi per "incapsulare" beni e flussi finanziari, rendendoli più sicuri, prioritari e difficilmente aggredibili.

[24] Cfr. P.L. MARCHINI, E. LUGLI, *La* corporate governance *delle società di calcio professionistiche: un'analisi empirica nel contesto italiano dal 2012 al 2017*, in *Rass. dir. econ. sport*, 1, 2019, p. 13 ss.; S. HAMIL, M. HOLT, J. MICHIE, C.

ISSN 2036-7821

creditore assume una posizione che la dottrina anglosassone ha descritto come *creditor control* o *shadow governance*, superando la dicotomia tradizionale tra capitale di rischio e capitale di credito. Come osservato da Armour, Hansmann e Kraakman, il diritto societario moderno tende a riconoscere l'azionista come portatore dell'interesse residuale; tuttavia, nei contesti altamente levereggiati, tale ruolo viene di fatto trasferito al creditore, il quale orienta le decisioni strategiche pur restando formalmente esterno alla compagine sociale.

Nel calcio finanziarizzato, questo slittamento è accentuato dall'instabilità strutturale dei flussi di cassa sportivi. Il rischio legato ai risultati sul campo rende l'azionista esposto a una volatilità che il creditore riesce invece a neutralizzare mediante clausole contrattuali e diritti di intervento anticipato. Ne deriva una forma di *governance creditor-oriented*, in cui l'obiettivo primario non è la massimizzazione del valore sportivo o nemmeno del valore d'impresa in senso classico, ma la protezione e rivalutazione del credito in vista di un'*exit* o di una ristrutturazione del debito.

Esempi comparati confermano che il caso Milan non rappresenta un'anomalia, bensì una traiettoria ricorrente. Nel calcio inglese, l'acquisizione del Manchester United da parte della famiglia Glazer ha mostrato come un *leveraged buyout* possa trasformare un *club* storicamente solido in un veicolo di estrazione finanziaria, con il debito posto strutturalmente a carico della società sportiva e governato nell'interesse dei finanziatori. Analogamente, il caso del Chelsea sotto la gestione Abramovich ha evidenziato una forma diversa ma complementare di *creditor dominance*, fondata su prestiti soci formalmente subordinati ma sostanzialmente determinanti per la sopravvivenza del club.

Nel contesto spagnolo, la crisi del Valencia CF ha reso visibile il ruolo delle istituzioni finanziarie e dei fondi nel condizionare le scelte societarie attraverso l'esposizione debitoria, mentre il progetto dello stadio Nou Mestalla ha funzionato come promessa di valore futuro analoga a quella osservabile nel caso di San Siro. Anche nel calcio francese, l'ingresso di fondi come Elliott e Oaktree in club in difficoltà ha mostrato come il credito possa essere utilizzato come strumento di ristrutturazione proprietaria e di cattura del valore immobiliare e mediatico associato al club.

Questi esempi suggeriscono che il debito, nel calcio contemporaneo, opera come dispositivo giuridico di anticipazione del valore futuro, più che come strumento di finanziamento dell'attività corrente. Il club diventa così una piattaforma attraverso cui il diritto consente di rendere giuridicamente credibili aspettative di crescita non ancora realizzate, spostando il baricentro della *governance* dal presente sportivo al futuro finanziario. In questa traiettoria, la distinzione tra controllo societario e tutela del credito perde gran parte della propria rilevanza operativa.

OUGHTON, L. SHAILER, *The corporate governance of professional football clubs, Corporate Governance*, in *The international journal of business in society*, 4(2), 2004, p. 44 ss.

Sul piano sistematico, tale evoluzione interroga la capacità del diritto societario e del diritto sportivo di intercettare forme di potere economico che operano al di fuori delle categorie tradizionali. Il creditore-finanziatore non assume formalmente le responsabilità dell'azionista, ma ne esercita le prerogative decisive. Ciò solleva una questione di legittimazione giuridica e democratica della *governance* del club, soprattutto laddove l'impresa sportiva continui a svolgere una funzione simbolica e territoriale che trascende la logica puramente finanziaria. In questo senso, il debito non rappresenta soltanto una variabile economica, ma un fattore strutturale di riconfigurazione giuridica dell'impresa calcistica, destinato a incidere profondamente sulla natura stessa del club come soggetto di diritto.

5.2. Governance e proprietà.

La mutazione del *corporate purpose* nel settore sportivo suggerisce l'esigenza di ripensare le categorie tradizionali, al fine di allineare la disciplina giuridica alla reale finalità economica dei club e di interrogarsi sulla possibile introduzione di strumenti di tutela per gli *stakeholder* non finanziari, oggi privi di una posizione strutturalmente riconosciuta nella *governance*.

Dal punto di vista giuridico, la questione centrale attiene alla coerenza tra oggetto sociale formalmente dichiarato e attività concretamente svolta. La riflessione sul *corporate purpose*, sviluppata in particolare nella dottrina statunitense[25], riconosce agli organi gestori un'ampia discrezionalità nella definizione dell'interesse sociale, ma presuppone pur sempre che l'oggetto statutario sia effettivamente perseguito. Nel caso dei club calcistici, il possibile disallineamento tra finalità sportiva e prevalenza di operazioni finanziarie solleva interrogativi su due piani: la legittimità sostanziale delle scelte gestorie rispetto all'oggetto sociale e la tutela degli *stakeholder* non finanziari.

Questi ultimi – tifosi, comunità locali, lavoratori, sponsor minori – risultano strutturalmente marginali nei meccanismi di *governance* societaria[26]. Le loro aspettative, pur economicamente e socialmente rilevanti, non trovano adeguata rappresentazione nei modelli decisionali né nei tradizionali strumenti di responsabilità degli amministratori, orientati alla valorizzazione del capitale. La separazione tra proprietà del club e proprietà delle infrastrutture (in particolare lo stadio), nonché la centralità del debito quale leva di controllo, accentuano tale dinamica, trasformando l'impresa sportiva in un contenitore giuridico funzionale alla circolazione del capitale più che alla produzione del bene sportivo in senso stretto.

---

[25] Il riferimento è in special modo alle posizioni di S.M. BAINBRIDGE, ***Corporate Purpose in a Populist Era***, in *Neb. L. Rev.*, 98, 2020, p. 543 ss.

[26] Cfr. V. SANGUIGNI, *La* corporate governance *delle società di calcio professionistiche. Un'analisi sul campo*, Franco Angeli, Milano, 2022; P.L. MARCHINI, E. LUGLI, *La Corporate Governance delle società di calcio professionistiche: un'analisi empirica nel contesto italiano dal 2012 al 2017*, cit., p. 19 s.

ISSN 2036-7821

Esperienze comparate confermano questa tendenza. Il Manchester United, sotto la proprietà della famiglia Glazer, è stato oggetto di operazioni di *leveraged buyout* e successive strategie di rifinanziamento che hanno posto al centro la gestione del debito e l'estrazione di valore finanziario. Diverso, ma non privo di ambiguità, è il modello di Real Madrid e FC Barcelona[27], formalmente organizzati secondo una struttura associativa che attribuisce un ruolo ai soci: anche in tali contesti, tuttavia, le rilevanti operazioni immobiliari e finanziarie evidenziano una crescente subordinazione della funzione sportiva alla valorizzazione economica dell'*asset*[28].

L'ingresso di RedBird Capital Partners quale socio di maggioranza dell'AC Milan ha inciso in modo significativo sugli assetti di *governance* del club. Il fondo, in quanto operatore di *private equity* non quotato, risponde primariamente ai propri investitori istituzionali ed è vincolato a un dovere fiduciario di massimizzazione del rendimento del capitale investito. Tale configurazione può determinare un disallineamento strutturale tra l'interesse finanziario degli investitori e quello della comunità sportiva, dei tifosi e degli *stakeholder* territoriali, tradizionalmente legati alla dimensione identitaria del club.

La presenza del *vendor loan* concesso da Elliott Management Corporation ha ulteriormente rafforzato la dimensione finanziaria della *governance*. In qualità di creditore, il venditore ha mantenuto un potere contrattuale idoneo a incidere su decisioni strategiche, operazioni di rifinanziamento e scelte di mercato, sino alla possibilità di riacquisire il controllo in caso di inadempimento. Si tratta di uno

---

[27] Cfr. F.R. FIMMANÒ, *Sport professionistico e sostenibilità*, in *Amministrativamente*, 2, 2025, p. 766, nt. 106; S. DE VITIIS, *Més que un club: spunti su spunti sull'interesse sociale nelle società calcistiche professionistiche*, in *Il fintech veste sportivo*, cit., p. 81 ss.; F. BOF, F. MONTANARI, S. BAGLIONI, *Il calcio tra contesto locale ed opportunità globali. Il caso del Barcellona FC, més que un club*, in *Riv. dir. econ. sport*, 2, 2007, p. 37 ss.; R. FAVELLA, *Il modello societario partecipativo del Barcellona Fc è esportabile in Italia?* in *Riv. dir. econ. sport*, 3, 2010, p. 168.

[28] Secondo il report ***PitchBook Analyst Note: Private Capital in European Football***, il calcio europeo di vertice è ormai stabilmente inserito nei circuiti della finanza globale. Oltre un terzo dei club militanti nei cinque principali campionati europei (36,5%) registra la presenza nel capitale di fondi di *private equity*, *venture capital* o *private debt*. Il dato segnala non soltanto una crescente attrattività dell'industria calcistica per gli investitori istituzionali, ma anche una trasformazione strutturale del club da associazione sportiva a piattaforma di investimento, capace di generare flussi di cassa diversificati e valorizzazioni patrimoniali. Ancora più significativa è la penetrazione dei capitali statunitensi: quasi il 40% delle società dei cosiddetti "Big Five" – Premier League, La Liga, Serie A, Bundesliga e Ligue 1 – annovera investitori americani, spesso operanti in sinergia con fondi di *private equity*. Tale presenza non si esaurisce in un mero apporto di capitale, ma si traduce nell'introduzione di modelli manageriali tipici dello sport business nordamericano: centralità delle *revenue* commerciali, valorizzazione degli *asset* immobiliari (stadi e infrastrutture), sviluppo di strategie media e digitali, nonché integrazione in *network* internazionali. In merito cfr., *ex plurimis*, F. MARI, *I Trend attuali nel Calcio: Private Equity e Multi-Club Ownership,* in **A. CANEPA, G.L. GRECO, U. MINNECI (a cura di), *Il fintech veste sportivo. Digitalizzazione, nuovi confini del mercato e regole*, Editoriali scientifiche, Napoli, 2025, p. 11 ss.; P.** MESSINA, BAROMETRO, E. PEA, *Investimenti dei fondi di Private Equity nelle società calcistiche italiane*, in ***Il fintech veste sportivo. Digitalizzazione, nuovi confini del mercato e regole*, cit., p. 23 ss.; P.** GOMPERS, W. GORNALL, N. KAPLAN, I. STREBULAEV, *How do Venture Capitalists Make Decisions?*, in *Journal of Financial Economics*, 135(1), 2016, p. 169 ss.; R.S. HARRIS, T. JENKINSON, S.N. KAPLAN, *Private Equity Performance: What do We Know?* in *The Journal of Finance*, 69(5), 2014, p. 1851 ss.; T. HAYDUK, M. WALKER, *Mapping the Strategic Factor Market for Sport Entrepreneurship*, in *International Entrepreneurship and Management Journal*, 14(3), 2017, p. 705 ss.

strumento pienamente legittimo e diffuso nelle operazioni di *leveraged buyout*, che consente al venditore di agevolare il trasferimento dell'*asset* conservando, al contempo, una posizione creditoria privilegiata.

Sotto il profilo sostanziale, il *vendor loan* comporta una rilevante riallocazione del rischio: l'acquirente investe una quota di capitale proprio inferiore rispetto al valore complessivo dell'operazione, mentre la società acquisita diviene, in larga misura, il presidio economico del debito contratto per acquisirla. Parallelamente, il venditore conserva un potere economico indiretto derivante dalla sua posizione di creditore, suscettibile di influenzare le future scelte gestionali. La *governance* si trova così a dover bilanciare le esigenze del fondo proprietario e quelle del creditore, con potenziali tensioni rispetto alla missione sportiva e alla tutela degli *stakeholder* non finanziari.

Sia ben chiaro, non si tratta di una pratica illecita, bensì di un'architettura contrattuale che configura la proprietà del club come un *asset* finanziario potenzialmente reversibile, nel quale controllo e rischio risultano strettamente intrecciati[29].

In tale contesto, la proprietà assume una natura eminentemente finanziaria: il valore e il controllo non dipendono esclusivamente dai risultati sportivi, ma dalla capacità di gestire debito, *equity* e flussi di cassa.

Ciò conduce al tema della qualità degli utili. Un risultato positivo di bilancio derivante da eventi non ricorrenti o da operazioni di ingegneria finanziaria non equivale necessariamente a una capacità durevole di generare reddito[30]. In presenza di un indebitamento significativo, di operazioni di *factoring* su crediti commerciali e di obblighi di rimborso a breve e medio termine – inclusi quelli connessi al *vendor loan* – la sostenibilità prospettica del club risulta fortemente condizionata[31]. Il principio del *going concern*, centrale nel diritto societario e nella disciplina della crisi d'impresa, assume pertanto rilievo decisivo nella valutazione della solidità effettiva della società. Gli utili possono configurarsi come "falsi positivi" qualora non riflettano una stabilità economica sottostante, ma mascherino l'elevata leva finanziaria, i vincoli imposti dal debito e l'esposizione al rischio di tensioni di

[29] Il parallelo con la precedente acquisizione del club da parte di Yonghong Li evidenzia la ricorrenza di una struttura finanziaria analoga: valutazioni elevate, ricorso significativo alla leva e previsione di meccanismi che consentono al creditore di riacquisire il controllo in caso di *default*.

[30] È significativo che, sul piano contabile, la gestione RedBird abbia registrato due esercizi consecutivi in utile (2022–23 e 2023–24). Tuttavia, un'analisi economico-giuridica suggerisce che tali risultati siano stati influenzati in misura rilevante da componenti straordinarie – quali plusvalenze da cessione di calciatori e performance sportive contingenti – più che da una redditività operativa strutturale e stabile.

[31] Sul punto cfr. R. MURA, F. VICENTINI, D. CANINI, G. ROSSI, *Are Italian Football Clubs Embrancing Sustainability?*, in *Corporate Governance and Research & Development Studies*, 2024, p. 15 ss.; N. ATGHIA, A. NAZARIAN, *Economic Sustainability: A Solution to the Financial Problems of Football Clubs*, in *Sport, Business and Management: An International Journal*, 14(1), 2024, p. 56 ss.

ISSN 2036-7821

liquidità o insolvenza[32].
Nell'ambito di una lettura del calcio professionistico come vero e proprio settore economico suscettibile di investimento, risulta particolarmente significativo il richiamo alla "raccomandazione contabile" n. 810, la quale individua con puntualità i criteri di imputazione per competenza dei proventi e degli oneri delle società calcistiche. Tale documento consente di cogliere come la gestione di un club sportivo non si esaurisca nella dimensione agonistica, ma si strutturi secondo logiche economico-aziendali pienamente assimilabili a quelle di qualsiasi altra impresa operante sul mercato[33].

6. Il Rigenerazione urbana a iniziativa privata e sostenibilità economica nel progetto del nuovo stadio del Milan.

Il progetto del nuovo stadio del Milan – con impianti sportivi, strutture ricettive, *retail*, uffici e servizi – configura un'operazione di rigenerazione urbana a iniziativa privata, che richiama istituti tipici del partenariato pubblico-privato, delle convenzioni urbanistiche e delle procedure di pianificazione negoziata.
L'intervento di ristrutturazione dell'impianto sportivo si colloca al crocevia tra politiche pubbliche di infrastrutturazione urbana e strategie private di valorizzazione dell'investimento, rivelando una trama complessa di interessi eterogenei che difficilmente possono essere ricondotti a una logica unitaria. La modernizzazione dello stadio non costituisce più soltanto un'operazione tecnica volta all'adeguamento strutturale dell'edificio, ma rappresenta un passaggio strategico nel processo di ridefinizione del rapporto tra impresa sportiva, mercato dei capitali e territorio.
Ne deriva una progressiva ibridazione tra disciplina sportiva, diritto societario, diritto urbanistico e regolazione dei mercati finanziari. Date queste nuove coordinate, la società calcistica assume una funzione analoga a quella di una società di scopo

[32] Zambelli L., "La natura e il funzionamento dei controlli sulle società di calcio professionistiche in Italia", in Rivista Diritto dello Sport, fasc. ¾ 2015, pp. 301-316Le società calcistiche sono, del resto, tenute al rispetto dei principi contabili nazionali e internazionali, in particolare degli OIC e degli IAS/IFRS, a conferma del fatto che l'attività sportiva professionistica è pienamente inserita nell'ordinamento economico generale. L'aderenza a tali standard non rappresenta un mero adempimento formale, ma costituisce l'indice della rilevanza sistemica dell'industria del calcio, la quale trascende la dimensione strettamente sportiva per collocarsi nell'alveo delle attività imprenditoriali soggette a regole di trasparenza, *accountability* e correttezza contabile. In questa prospettiva, il calcio si configura non soltanto come fenomeno sociale e culturale, ma come comparto economico complesso, che richiede una regolazione tecnico-contabile capace di misurarne e disciplinarne l'impatto finanziario e patrimoniale.

[33] La raccomandazione prende in considerazione le principali componenti della gestione caratteristica, valorizzando la pluralità di rapporti contrattuali che scandiscono la vita economica di una società sportiva. Si pensi ai contratti stipulati per singoli eventi, ai rapporti a corrispettivo fisso, nonché ai contratti a corrispettivo variabile, annuali o pluriennali, che riproducono lo schema tipico del professionista remunerato con una parte fissa e una componente accessoria collegata a bonus, presenze, risultati sportivi o persino alla mera sottoscrizione del contratto. La disciplina contabile di tali fattispecie evidenzia come la dinamica finanziaria del club sia strettamente intrecciata alla *performance* sportiva, ma debba essere comunque ricondotta entro criteri rigorosi di competenza economica e rappresentazione veritiera e corretta in bilancio.

(SPV) integrata in una più ampia operazione di sviluppo territoriale. Il club diviene un *asset* "ancillare" rispetto alla trasformazione fondiaria: la redditività non dipende primariamente dai risultati sportivi, bensì dalla capacità di estrarre valore dalle aree e dalle infrastrutture connesse allo stadio[34].

In primo luogo, l'adeguamento agli standard tecnici e regolamentari più recenti assume un rilievo che travalica il mero rispetto di prescrizioni normative. Le federazioni internazionali – quali la FIFA e la UEFA – impongono requisiti infrastrutturali sempre più stringenti quale condizione per l'assegnazione di competizioni di alto livello. L'adeguamento strutturale diviene così presupposto per l'accesso a flussi economici significativi, collegati non solo alla biglietteria, ma ai diritti audiovisivi, alle sponsorizzazioni e all'indotto commerciale. In tale prospettiva, la conformità tecnica si traduce in una condizione di competitività economica, trasformando lo stadio in un *asset* strategico la cui qualità incide direttamente sulla capacità del club di posizionarsi nel mercato globale dell'intrattenimento sportivo.

Sotto il profilo della sicurezza, la ristrutturazione si inscrive in un paradigma che integra tutela dell'incolumità individuale ed esigenze di ordine pubblico. Le soluzioni progettuali contemporanee – dalla compartimentazione degli spazi ai sistemi avanzati di controllo degli accessi e di videosorveglianza – riflettono un approccio preventivo che mira a ridurre il rischio sistemico connesso agli eventi di massa. La sicurezza, tuttavia, non può essere letta esclusivamente in chiave tecnica: essa incide sulla percezione collettiva dell'evento sportivo e sulla sua attrattività, contribuendo a ridefinire il pubblico di riferimento e a trasformare l'esperienza dello stadio in un prodotto compatibile con le logiche del consumo familiare e *corporate*. Anche in questo caso, l'interesse pubblico alla sicurezza si intreccia con l'interesse privato alla massimizzazione dei ricavi, in un equilibrio che non è privo di tensioni.

Infine, la realizzazione di un impianto secondo criteri costruttivi moderni e funzionali incide anche sulla sua sostenibilità economico-finanziaria: la possibilità di

[34] L. SEMERARI, *Calcio, stadi e investimenti delle società sportive*, in *L'Eurispest.it*, 9 settembre 2025; come riportato nello studio di DELOITTE, ***Deloitte Football Money League 2025***, 23 gennaio 2025, rep. al link: https://www.deloitte.com/uk/en/services/financial-advisory/analysis/deloitte-football-money-league.html, con specifico riferimento al calcio europeo, nella stagione 2023/2024 gli investimenti infrastrutturali hanno inciso in modo significativo sui ricavi da stadio. L'ampliamento e l'ammodernamento degli impianti hanno determinato un aumento della capienza, una rimodulazione dei prezzi dei biglietti e un potenziamento dell'offerta premium (*hospitality*, *corporate box*, servizi esclusivi), consentendo ai club di incrementare dell'11% i proventi *matchday* rispetto alla stagione precedente. Per i 30 club più ricchi d'Europa, i ricavi da stadio hanno rappresentato la voce di bilancio con la crescita più sostenuta, superando i 2 miliardi di euro e attestandosi intorno al 18% dei ricavi complessivi. Un esempio paradigmatico è rappresentato dal Real Madrid CF. A seguito del completamento della ristrutturazione dello stadio Santiago Bernabéu Stadium, i ricavi connessi alle attività svolte nell'impianto hanno raggiunto, nella stagione 2023/24, i 248 milioni di euro (circa il 23% dei ricavi totali del club), con un incremento del 103% su base annua. La crescita è stata trainata in larga misura dalla commercializzazione di licenze per posti a sedere personalizzati e premium, che da sole hanno generato un aumento di circa 76 milioni di euro, confermando come uno stadio moderno possa costituire un decisivo moltiplicatore di valore economico.

un utilizzo continuativo e polifunzionale, esteso all'intero arco dell'anno e non limitato alle sole competizioni calcistiche (secondo la logica desueta dell'impianto mono-evento), accresce infatti la capacità di generare ricavi e di valorizzare l'investimento nel medio-lungo periodo.

La sostenibilità economica degli impianti sportivi passa oggi attraverso un ripensamento radicale della loro funzione. Da qui l'esigenza di concepire lo stadio come un'infrastruttura complessa e permanente, capace di integrare attività commerciali, direzionali, ricettive e servizi alla persona, così da garantire continuità di fruizione e stabilità dei flussi di ricavo[35].

In quest'ottica, lo stadio non è più soltanto sede della competizione sportiva, ma diviene un nodo urbano polivalente, inserito in una più ampia strategia di sviluppo territoriale. L'esperienza internazionale evidenzia l'affermazione di modelli fondati su veri e propri distretti sportivo-culturali, progettati come parti organiche della città, caratterizzati da elevati standard tecnologici e attenzione alla sostenibilità ambientale[36]. Tali complessi sono pensati per ospitare una pluralità di eventi – sportivi, culturali, musicali, espositivi – e per offrire servizi diversificati lungo l'intero arco dell'anno. Inoltre, essi svolgono una funzione propulsiva nei processi di rigenerazione urbana, attirando investimenti, favorendo la valorizzazione immobiliare delle aree limitrofe e contribuendo alla trasformazione economica e sociale del contesto in cui si inseriscono.

Siffatto modello solleva interrogativi rilevanti sul piano della *governance* sportiva e urbana. Per inciso, i ricorso al debito per finanziare la realizzazione o la ristrutturazione dell'impianto non si esaurisce in una scelta tecnica di struttura finanziaria, ma può tradursi in un meccanismo di disciplina e di condizionamento strategico. *Covenants* contrattuali, garanzie reali sull'*asset* stadio, clausole di *cash sweep* o di *step-in* attribuiscono ai finanziatori poteri che incidono sulle decisioni industriali del club, ridefinendo gli equilibri tra proprietà e *management*. Il debito, in

[35] Cfr. A. CIPOLLA, *Stadi di proprietà in Italia: quali sono e perché sono pochi*, in *Money*, 2 novembre 2023; M. BELLINZANO, ***Da Milano a Roma, perché l'Italia non riesce a costruire gli stadi,*** in *Il Sole 24 Ore*, 30 marzo 2023; L. SEMERARI, *Euro 2032: un'opportunità per migliorare la situazione degli stadi in Italia*, in *L'Eurispes.it*, 4 luglio 2025. In Italia si discute da tempo dell'obsolescenza di numerosi stadi, una condizione che incide negativamente sull'intero sistema calcistico nazionale. La vetustà delle infrastrutture, infatti, limita non solo la qualità dell'esperienza offerta agli spettatori, ma anche la capacità dei club di sviluppare modelli di *business* sostenibili. In un contesto in cui gli impianti sportivi assumono un ruolo sempre più centrale per la crescita sportiva ed economico-finanziaria delle società, la mancanza di strutture moderne e polifunzionali rappresenta un evidente fattore di svantaggio competitivo rispetto ai principali campionati europei. La normativa sugli stadi per Euro 2032 in Italia (d.l. 24 dicembre 2025) mira, per l'appunto, ad accelerare ammodernamenti e nuove costruzioni tramite la nomina di un commissario straordinario e procedure semplificate. Oltre a norme tecniche per sicurezza, accessibilità, e misure di sicurezza pubblica per i dieci impianti individuati ad ospitare l'evento, il decreto prevede, infatti, l'istituzione di una figura commissariale per gestire le procedure, con poteri di deroga su vincoli urbanistici e ambientali per velocizzare i lavori, spesso criticata per l'impatto sul territorio e la gestione dei privati.

[36] G. GARZIA, *Gli impianti sportivi di interesse storico e artistico. Regime di tutela e necessità di ammodernamento*, in *Pausania. Riv. dir. urb.*, 7 settembre 2021.

tal senso, non è soltanto fonte di capitale, ma strumento di *governance* che orienta le priorità dell'impresa verso obiettivi di stabilità finanziaria e di valorizzazione dell'*asset* infrastrutturale.

I tifosi e la città risultano progressivamente marginalizzati rispetto ai processi decisionali e alla distribuzione dei benefici economici. Il club, pur mantenendo un forte valore simbolico e identitario, non è più il destinatario principale dei profitti generati dal proprio marchio e dalla propria storia. Al contrario, esso diventa una componente fungibile all'interno di strutture societarie complesse, spesso opache, localizzate in giurisdizioni fiscali favorevoli e organizzate attorno alla circolazione del debito.

In tale contesto, l'espressione "més que un club", tradizionalmente associata a un *surplus* di valori civici e sociali, assume un significato paradossale. Il Milan è oggi "più di un club" non perché rappresenti una comunità o un progetto sportivo condiviso, ma perché è diventato un dispositivo finanziario polifunzionale, utilizzato per operazioni che travalicano ampiamente il perimetro del calcio. Questa trasformazione, lungi dall'essere un'eccezione, appare come una delle traiettorie strutturali del capitalismo sportivo contemporaneo, in cui il gioco resta visibile, ma il valore si produce altrove.

6.1. La separazione giuridica tra club e stadio: infrastruttura sportiva o asset finanziario?

Alla luce di queste trasformazioni, si impone una seconda questione di ricerca utile a comprendere quando un'infrastruttura sportiva cessa di essere funzionale all'attività sportiva e diventa primariamente un *asset* finanziario e, soprattutto, quali limiti giuridici possono essere posti alla separazione tra club e stadio quando tale separazione produce una sistematica privatizzazione dei benefici e una socializzazione dei costi urbani e simbolici.

La scelta di separare giuridicamente la proprietà dello stadio dalla società sportiva rappresenta uno degli snodi più rilevanti, e al tempo stesso meno problematizzati, della finanziarizzazione del calcio contemporaneo. Nel modello tradizionale, lo stadio costituiva un'infrastruttura funzionalmente e simbolicamente integrata al club, destinata a sostenere l'attività sportiva e a rafforzare il legame territoriale. Nel modello emergente, al contrario, lo stadio viene estratto dal perimetro dell'impresa sportiva e ricollocato in veicoli societari distinti, tipicamente riconducibili ai fondi di investimento che controllano il club. Questa operazione, apparentemente neutra sul piano tecnico, produce effetti giuridici e distributivi di grande rilievo.

La separazione consente una segmentazione del rischio altamente funzionale alla logica finanziaria. Il rischio sportivo, caratterizzato da incertezza strutturale e volatilità dei ricavi, resta in capo al club; il valore immobiliare, invece, viene isolato in una struttura giuridica che ne consente la valorizzazione indipendentemente dai

ISSN 2036-7821

risultati sul campo. In tal modo, lo stadio diventa un *asset* finanziario autonomo, suscettibile di essere utilizzato come collaterale, oggetto di *project financing* o inserito in operazioni di rifinanziamento e cartolarizzazione. Il club assume la posizione di *anchor tenant* o di utilizzatore contrattuale, piuttosto che di proprietario dell'infrastruttura che ne sostiene l'attività principale.

Questa configurazione trova riscontro in numerosi esempi comparati. Il caso dell'Emirates Stadium dell'Arsenal, finanziato e strutturato attraverso veicoli separati e operazioni immobiliari di vasta scala, ha mostrato come lo stadio possa diventare il perno di una strategia di valorizzazione urbana slegata dall'andamento sportivo. Analogamente, il progetto del Tottenham Hotspur Stadium ha evidenziato una progressiva trasformazione dell'impianto in una piattaforma multiuso orientata a eventi extra-sportivi, con una struttura giuridica e finanziaria pensata per attrarre capitale istituzionale. In Spagna, il rinnovamento del Santiago Bernabéu ha segnato un passaggio ulteriore, in cui lo stadio diventa una vera e propria infrastruttura commerciale e finanziaria, sostenuta da complessi accordi di finanziamento e sfruttamento economico.

Nel caso italiano, la separazione tra club e stadio assume un significato ancora più incisivo, poiché interviene in un contesto storicamente caratterizzato dalla proprietà pubblica degli impianti. Il trasferimento della titolarità dello stadio a veicoli finanziari privati, spesso accompagnato da operazioni di rigenerazione urbana, comporta una ridefinizione profonda del rapporto tra diritto pubblico e finanza privata. Le decisioni urbanistiche, le varianti di piano e le concessioni amministrative non operano più come strumenti di regolazione dell'interesse collettivo, ma come fattori costitutivi del valore dell'*asset*. In questo senso, il diritto urbanistico diventa parte integrante dell'architettura finanziaria dell'operazione.

La separazione giuridica tra club e stadio può essere letta come una forma avanzata di *asset partitioning*, che consente di massimizzare la protezione dei creditori e degli investitori rispetto ai rischi operativi dell'attività sportiva. Come osservato dalla dottrina sulla *special purpose entity*, la creazione di veicoli dedicati permette di rendere il valore immobiliare più stabile, più prevedibile e quindi più facilmente finanziabile. Tuttavia, questa stabilizzazione giuridica del valore avviene a costo di una progressiva marginalizzazione degli interessi non finanziari, in primo luogo quelli dei tifosi e della comunità locale.

La conseguenza sistemica è che lo stadio cessa di essere un bene funzionale allo sport per diventare un nodo di accumulazione finanziaria che utilizza il club come fonte di legittimazione simbolica e contrattuale. Il legame tra infrastruttura e finalità sportiva si indebolisce fino a diventare puramente contingente. Il diritto, in questo processo, non si limita a registrare il mutamento, ma lo rende possibile attraverso strumenti di separazione patrimoniale, allocazione selettiva del rischio e protezione delle aspettative di rendimento.

6.2. Il club come piattaforma finanziario-immobiliare.

La "produzione istituzionale dell'asset stadio" – attraverso varianti urbanistiche, concessioni amministrative, *partnership* pubblico-private – rivela come il valore non sia solo generato dal mercato, ma anche costruito giuridicamente. L'assetizzazione non è un dato naturale: è il risultato di scelte normative, regolatorie e amministrative che rendono l'infrastruttura bancabile e integrabile nei circuiti globali del capitale.

La dottrina della *legal construction of markets* ha chiarito come le regole non si collochino all'esterno dei processi economici, ma ne costituiscano l'architettura portante. Nel modello di finanziarizzazione del calcio centrato sullo stadio di proprietà, l'insieme delle discipline che governano l'uso del territorio e i procedimenti autorizzativi non svolge più una funzione meramente permissiva o di controllo, ma diviene parte integrante della struttura di valore dell'operazione. Il caso del nuovo San Siro mostra con evidenza come varianti di piano, accordi istituzionali e atti di pianificazione agiscano quali dispositivi di produzione del valore, senza i quali l'impianto finanziario dell'investimento resterebbe privo di base economica credibile.

Si assiste così a una trasformazione del ruolo della regolazione territoriale. L'atto autorizzativo non si limita a rimuovere un ostacolo formale, ma contribuisce a rendere giuridicamente affidabile un'aspettativa di valorizzazione futura, suscettibile di essere immediatamente incorporata nei bilanci, nei contratti di finanziamento e nelle operazioni di rifinanziamento del debito. In questo senso, la decisione istituzionale non certifica soltanto la fattibilità del progetto, ma ne anticipa il valore, rendendo finanziariamente operativi *asset* non ancora realizzati.

Nel settore degli impianti sportivi tale funzione assume un'intensità particolare. Le scelte di pianificazione incidono non solo sulla possibilità di costruire, ma sulla configurazione stessa del modello economico: determinano la combinazione tra funzioni sportive e commerciali, la proiezione dei flussi di cassa e, in definitiva, la sostenibilità della leva finanziaria. La disciplina dell'uso del suolo, tradizionalmente orientata a finalità collettive, viene progressivamente integrata in una logica di strutturazione dell'investimento, divenendo parte del dispositivo che rende bancabile il progetto.

L'esperienza comparata conferma questa dinamica. Nel Regno Unito, la realizzazione di impianti di proprietà è stata resa possibile da una stretta interazione tra pianificazione locale e capitale privato, con le autorità territoriali impegnate a garantire infrastrutture e a facilitare operazioni immobiliari complementari. In Spagna, il rinnovamento del Santiago Bernabéu ha richiesto interventi normativi che hanno ridefinito destinazioni d'uso e potenzialità edificatorie, trasformando lo stadio in una piattaforma commerciale permanente. In Francia, i progetti connessi a Euro 2016 hanno mostrato come modelli di partenariato possano redistribuire il rischio

iniziale, preservando tuttavia la rendita generata nella fase di esercizio.
Nel contesto italiano, la storica centralità delle amministrazioni nella gestione delle infrastrutture sportive accentua ulteriormente questa configurazione. Il passaggio verso impianti di proprietà privata non rappresenta soltanto un mutamento nella titolarità dell'*asset*, ma una ridefinizione del rapporto tra decisione territoriale e accumulazione finanziaria[37]. Le autorità locali contribuiscono alla costruzione del valore economico dell'investimento, pur senza partecipare necessariamente alla sua appropriazione. L'apparato regolatorio tende così a operare principalmente come fattore di certezza e stabilizzazione delle aspettative degli investitori.
In prospettiva sistemica, ciò impone una riflessione sulla nozione stessa di interesse collettivo. Come già sopra analizzato, se le scelte di pianificazione vengono valutate soprattutto in base alla loro capacità di attrarre capitale e di rendere finanziariamente sostenibili progetti privati, l'interesse generale rischia di essere riformulato nei termini della compatibilità finanziaria. La regolazione territoriale non si limita, allora, a delimitare la finanziarizzazione: ne diventa condizione di possibilità e fattore di consolidamento.

7. Il caso Atlético Madrid.

Un'analisi comparativa tra il caso dell'AC Milan e quello dell'Atlético Madrid[38]

[37] D. CANINI, R. MURA, F. VICENTINI, *When Stadium Ownership Meets Corporate Social Responsibility: The case of U.C. AlbinoLeffe*, in *Corporate Governance and Research & Development Studies*, 2, 2024; A.E. ALI, J. JOHNSON, *Sustainability, Greenwashing, and the Light Green Approach to Sport Environmentalism*, in B.P. MCCULLOUGH, T.B. KELLISON (Eds.), *Routledge Handbook of Sport and the Environment*, Routledge, London, 2017, p. 319 ss.; C. ANAGNOSTOPOULOS, T. BYERS, D. SHILBURY, *Corporate Social Responsibility in Professional Team Sport Organisations: Towards a Theory of Decision-Making*, in *European Sport Management Quarterly*, 14(3), 2014, p. 259 ss.; T. BREITBARTH, P. HARRIS, *The Role of Corporate Social Responsibility in the Football Business: Towards the Development of a Conceptual Model*, in *European Sport Management Quarterly*, 8(2), 2008, p. 179 ss.; J. BLUMRODT, M. DESBORDES, D. BODIN, *Professional Football Clubs and Corporate Social Responsibility*, in *Sport, Business and Management: An International Journal*, 3(3), p. 205 ss.; G. WALTERS, S. CHADWICK, *Corporate Citizenship in Football: Delivering Strategic Benefits through Stakeholder engagement*, in *Management Decision*, 47(1), 2009, p. 51; G. ZEIMERS, C. ANAGNOSTOPOULOS, T. ZINTZ, A. WILLEM, *Corporate Social Responsibility (CSR) in Football. Exploring Modes of CSR Implementation*, in S. CHADWICK, D. PARNELL, P. WIDDOP, C. ANAGNOSTOPOULOS (Eds.), *Routledge Handbook of Football Business and Management*. Routledge New York, 2019.

[38] Apollo ha acquisito circa il 55% del club, valutando l'operazione complessiva intorno ai 2,5 miliardi di euro. Il club spagnolo è inserito in una struttura di *multi-club ownership* (MCO), modello organizzativo che oggi coinvolge quasi la metà (47,9%) dei principali club europei. La logica dell'MCO supera la dimensione "monoclub" e configura un gruppo societario transnazionale, all'interno del quale le società affiliate condividono strategie di *scouting*, politiche di trasferimento, *know-how* gestionale e talvolta risorse finanziarie. Il fenomeno delle MCO risponde a una duplice razionalità economica. Da un lato, consente di ottimizzare la gestione del rischio sportivo attraverso la diversificazione geografica e competitiva; dall'altro, favorisce economie di scala nella valorizzazione dei giovani talenti, nella negoziazione dei diritti media e nelle *partnership* commerciali globali. In tale prospettiva, il club diviene nodo di una rete integrata, in cui la *performance* sportiva si intreccia con logiche di portafoglio proprie dell'investimento finanziario. Per un approfondimento del fenomeno cfr., tra gli altri, M. BREUER, *Multi-club Ownership*, in M. BREUER, D. FORREST (Eds), *The Palgrave Handbook on the Economics of Manipulation in Sport*, Palgrave Macmillan, 2024, p. 113 ss.; F.R. FIMMANÒ, *Il fenomeno delle "multi-club ownerships" (MCO). Le pluriproprietà delle società di calcio*, in *Riv. dir. sport*, 1, 2022, p. 120 ss.; A. CAPUANO, ***Le multiproprietà delle società professionistiche. Analisi della normativa e ipotesi di riforma del sistema***, in

conferma come il calcio europeo stia evolvendo verso una configurazione economico-finanziaria sempre più complessa, nella quale le società sportive assumono la fisionomia di piattaforme di investimento integrate con strumenti di ingegneria finanziaria e immobiliare.

Il fulcro della strategia di Apollo per l'Atlético Madrid è rappresentato dalla realizzazione della *Ciudad del Deporte*, complesso multifunzionale adiacente al Metropolitano Stadium, del valore stimato di circa 800 milioni di euro. Il progetto denominato *Ciudad del Deporte* rappresenta un intervento di trasformazione urbana e infrastrutturale di eccezionale portata, con un valore stimato di circa 800 milioni di euro, destinato a ridefinire in modo strutturale l'area circostante il Riyadh Air Metropolitano, impianto che costituisce il fulcro identitario e sportivo dell'Atlético Madrid. L'iniziativa non si limita alla realizzazione di nuove strutture sportive, ma si configura come un vero e proprio progetto di rigenerazione territoriale su scala metropolitana, volto a trasformare uno spazio finora prevalentemente connesso all'evento calcistico in un distretto multifunzionale capace di generare valore economico e sociale lungo tutto l'arco dell'anno.

In questo contesto si inserisce l'intervento finanziario di Apollo Global Management, che assume un ruolo determinante nel sostenere la fase di sviluppo e implementazione dell'intero complesso. L'operazione non ha una mera finalità infrastrutturale, ma risponde a una logica industriale più ampia: dotare il club di un ecosistema immobiliare e commerciale integrato, in grado di stabilizzare e ampliare le fonti di ricavo oltre la dimensione, fisiologicamente variabile, dei risultati sportivi. Il capitale investito, pertanto, non finanzia soltanto edifici o impianti, ma contribuisce alla costruzione di un modello di *business* evoluto, fondato sulla continuità dei flussi economici e sulla valorizzazione patrimoniale dell'area. Accanto, infatti, alla dimensione sportiva, il progetto prevede un consistente sviluppo immobiliare e commerciale, comprendente strutture ricettive alberghiere, aree *retail*, ristorazione e spazi destinati a concerti ed eventi culturali. L'obiettivo è creare un polo urbano autosufficiente e dinamico, capace di attrarre visitatori, turisti e investitori indipendentemente dal calendario calcistico, favorendo una fruizione continuativa

---

https://www.coni.it/images/rivistadirittosportivo/dottrina/Capuano.pdf; E. CAGGIANO, ***Il divieto di multiple partecipazioni societarie alla luce dell'art. 16 bis NOIF***, in www.deiustitia.it/cms/cms_files /20210730110126_srfo.pdf; D. GEEY, ***Multiple football club ownership***, in www.danielgeey.com/post/multiple-football-club-ownership-disparities-between-rules. Al riguardo è opportuno precisare che la regolamentazione in materia di proprietà plurima di società calcistiche a livello europeo è stata progressiva e riflette l'evoluzione del mercato del calcio. Già da tempo, la UEFA aveva introdotto requisiti di indipendenza tra club partecipanti alle proprie competizioni, ma l'ultimo ciclo normativo, applicato alle stagioni 2023/24, 2024/25 e successive, ha rafforzato tali regole tramite l'articolo 5 – intitolato «Independence of clubs» – delle Regolamentazioni per le competizioni per club. In proposito, si veda pure UEFA, *The CFCB decides on multi-club ownership cases for the 2024/25 UEFA club competitions*, 12 June 2025; ID., *The CFCB First Chamber renders decisions on multi-club ownership cases …*2023/24, 7 June 2023.

degli spazi e una diversificazione dei ricavi[39].
In tale modello, il club non è più soltanto impresa sportiva, ma centro di valorizzazione patrimoniale e infrastrutturale. La creazione di valore si realizza attraverso la combinazione tra flussi sportivi e rendimenti immobiliari, in un quadro di pianificazione di lungo periodo reso possibile dalla struttura del capitale permanente.
Entrambe le esperienze di Milan e Atlético Madrid testimoniano, seppur con modalità differenti, la trasformazione del club calcistico in soggetto ibrido, collocato all'intersezione tra diritto dell'economia, finanza strutturata e governo del territorio. La differenza non risiede nella presenza o meno della finanziarizzazione, bensì nella forma che essa assume: nel primo caso come leva e reversibilità del controllo; nel secondo come integrazione stabile tra infrastruttura, capitale e pianificazione strategica di lungo periodo. Rispetto allo schema del *vendor loan* Apollo ha operato attraverso un veicolo dedicato, *Apollo Sports Capital*, concepito come fondo di capitale permanente (*permanent capital vehicle*), discostandosi così dallo schema tradizionale del *private equity* a durata predeterminata.
Nel modello classico il fondo è caratterizzato da un orizzonte temporale definito e dall'obbligo di dismettere gli investimenti entro un termine stabilito, al fine di distribuire i proventi agli investitori. Tale struttura genera un incentivo alla massimizzazione del valore nel breve-medio periodo, spesso mediante strategie di leva finanziaria, ristrutturazioni incisive e operazioni di rifinanziamento. Dimostrazione ne è che nel caso del Milan il club è stato utilizzato prevalentemente come veicolo finanziario, con una centralità della gestione del debito e una significativa incidenza delle plusvalenze da cessione di calciatori nella formazione dell'utile contabile. Tale configurazione può generare risultati positivi nel breve periodo, ma espone la società ai rischi connessi all'elevata leva finanziaria e alla dipendenza da componenti straordinarie.
Il capitale permanente, al contrario, non impone un vincolo temporale alla restituzione delle risorse raccolte, consentendo una pianificazione più coerente con la natura di lungo periodo degli investimenti infrastrutturali. Nello schema madrileno, infatti, l'Atlético Madrid si configura come piattaforma integrata di investimento, nella quale la creazione di valore è ancorata allo sviluppo infrastrutturale e immobiliare della *Ciudad del Deporte*. La redditività prospettica non dipende in via primaria da eventi straordinari o dalla pressione di un creditore-venditore, ma da una strategia di consolidamento patrimoniale e commerciale coerente con un

[39] L'estensione prevista supera il milione di metri quadrati e comprende un nuovo centro di allenamento per la prima squadra, concepito secondo standard tecnologici e sportivi d'avanguardia, nonché uno stadio secondario da circa 6.000 posti destinato a ospitare competizioni minori, attività giovanili e iniziative sportive collaterali. L'integrazione tra sport professionistico, pratica amatoriale e intrattenimento costituisce uno dei tratti qualificanti dell'intervento.

orizzonte di lungo periodo.

Sotto il profilo giuridico-economico, tale configurazione produce almeno tre conseguenze rilevanti: in primo luogo, attenua la pressione alla distribuzione immediata di dividendi[40]; in secondo luogo, allinea l'orizzonte dell'investimento ai tempi lunghi tipici dei progetti immobiliari e infrastrutturali; in terzo luogo, consente di internalizzare strategie di sviluppo che maturano rendimenti progressivi e non immediatamente monetizzabili[41]. L'assenza di vincoli temporali sulla restituzione del capitale agli investitori consente all'acquirente di sviluppare progetti infrastrutturali complessi, senza la pressione tipica del rifinanziamento forzoso attraverso dismissioni di *asset* o operazioni speculative. Si tratta di un'evoluzione che avvicina il *private equity* a modelli di investimento tipici di fondi sovrani o *holding* patrimoniali, pur mantenendo la centralità dell'obiettivo di rendimento.

Restano, tuttavia, sostanzialmente invariate in entrambi i modelli a confronto questioni relative alla responsabilità fiduciaria, alla trasparenza e alla tutela degli *stakeholder*. Anche in presenza di capitale permanente, il fondo risponde primariamente agli investitori istituzionali; al contempo, il club continua a svolgere un ruolo rilevante nella comunità locale e nel sistema sportivo professionistico. Le scelte strategiche devono pertanto confrontarsi con le normative nazionali e internazionali in materia di sostenibilità patrimoniale, *fair play* finanziario e corretta gestione societaria.

8. Regolazione territoriale, de-risking e assetization: la produzione istituzionale dell'asset stadio.

Se si guarda al fenomeno attraverso la lente della *legal construction of markets*, il punto non è semplicemente che le regole consentono l'investimento[42], ma che esse trasformano un bene materiale in un *asset* finanziario. Nel caso degli stadi di

[40] Minore, infatti, è l'esposizione a rischi di rifinanziamento ravvicinati e senza la pressione del venditore come creditore privilegiato, che caratterizza il modello Milan.

[41] Nel caso di specie, l'assenza nell'operazione di una leva finanziaria significativa – secondo le ricostruzioni giornalistiche – rafforza l'idea di un investimento orientato alla stabilizzazione dell'*asset* immobiliare piuttosto che alla pura estrazione finanziaria.

[42] La disciplina di riferimento per la realizzazione e la riqualificazione degli impianti sportivi è contenuta nel d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 38. La normativa, tuttavia, presenta profili di non piena armonizzazione con principi generali dell'ordinamento, generando incertezze interpretative che richiedono un'applicazione sistematica e coerente, idonea a rendere effettive le misure di sostegno alle iniziative private su beni pubblici.

Un primo nodo riguarda la natura giuridica degli impianti sportivi. Quando appartenenti a enti pubblici, essi sono qualificabili come beni patrimoniali indisponibili, in ragione della loro destinazione funzionale. Tale indisponibilità, tuttavia, non esclude la possibilità di atti dispositivi, purché compatibili con la destinazione pubblica o preceduti dalla sua formale modifica. Nella prassi, specie per impianti economicamente valorizzabili, prevalgono strumenti a titolo oneroso (concessione o alienazione); solo in casi residuali si ammettono schemi gratuiti. Ne consegue che, nell'applicazione della disciplina agli interventi di nuova costruzione o ammodernamento, deve operare quale criterio guida il principio della massima valorizzazione del bene pubblico, inteso come obbligo per l'amministrazione di perseguire soluzioni capaci di coniugare interesse pubblico e sostenibilità economica.

proprietà, la disciplina dell'uso del suolo e i procedimenti autorizzativi operano come dispositivi di *assetization*: rendono cioè appropriabile, separabile e capitalizzabile un flusso futuro di rendite.

Uno stadio, in sé, è un'infrastruttura ad alta intensità di costo e a redditività incerta. Diventa un *asset* solo quando i flussi di cassa attesi sono giuridicamente stabilizzati, temporalmente estesi e contrattualmente strutturabili. La regolazione territoriale svolge esattamente questa funzione: delimita l'orizzonte delle destinazioni d'uso, consolida la legittimità delle attività ancillari (commerciali, ricettive, direzionali), estende nel tempo le condizioni di sfruttamento economico[43]. In questo passaggio, il valore non è semplicemente scoperto, ma istituzionalmente prodotto.

Qui interviene la categoria del *de-risking*. Ogni operazione di *project financing* o di *leveraged buyout* infrastrutturale presuppone una drastica riduzione dell'incertezza regolatoria. Il rischio politico e amministrativo – che in assenza di stabilizzazione renderebbe l'operazione non finanziabile – viene trasformato in rischio calcolabile attraverso atti pianificatori, accordi istituzionali e meccanismi procedurali di coordinamento. Il *de-risking* non è solo una tecnica economica; è una funzione normativa. Le istituzioni territoriali agiscono come soggetti che assorbono o neutralizzano una parte dell'incertezza sistemica, consentendo agli investitori di prezzare il rischio residuo[44].

In questo senso, la pianificazione non è un vincolo esterno al mercato, ma un segmento della catena di produzione dell'*asset*. Essa opera come dispositivo di conversione: converte una decisione politico-amministrativa in una grandezza finanziaria. Una variante urbanistica o un accordo di programma non sono meri atti autorizzativi; sono eventi di mercato, poiché incidono direttamente sulla valutazione dell'*asset* e sulla sua capacità di sostenere leva finanziaria.

La finanziabilità del progetto dipende, infatti, dalla possibilità di incorporare nei

[43] La *ratio* del recupero dell'edificato esistente è in perfetta sintonia con l'obiettivo di partenza della rigenerazione urbana del contrasto al consumo di suolo. Si vedano, in proposito, L. ALBIONE, *La rigenerazione urbana: dal contenimento del consumo di suolo alle «città intelligenti»*, in *Amministrativamente*, 2, 2024, p. 858 ss.; R. DIPACE, *La rigenerazione urbana a guida pubblica*, in *Riv. quad. dir. amb.*, 2, 2022, p. 27 ss.; G.A. PRIMERANO, *Il consumo di suolo e la rigenerazione urbana, La salvaguardia di una matrice ambientale mediante uno strumento di sviluppo sostenibile,* Editoriale scientifica, Napoli, 2022, p. 402 ss.; G. GARDINI, *Alla ricerca della città giusta. La rigenerazione come metodo di pianificazione urbana*, in *Federalismi.it*, 5 agosto 2020, p. 69 ss.; C. VENTIMIGLIA, *Territorio e comunità nel prisma della rigenerazione urbana: tendenze evolutive e nuovi modelli giuridici*, ivi, 19, 2019, p. 23 ss.; L. FERRARA, *La frammentazione della disciplina della rigenerazione urbana, tra micro interventi di sussidiarietà orizzontale e grandi progetti nazionali*, in *Amministrativamente*, 1-2, 2018, p. 1 ss.; E. CHITI, *La rigenerazione di spazi e beni pubblici: una nuova funzione amministrativa?*, in F. DI LASCIO , F. GIGLIONI (a cura di), *La rigenerazione di beni e spazi urbani. Contributo al diritto delle città*, Bologna, 2017, p. 15 ss.; A. CAPPUCCITTI, *Le diverse "velocità" del Piano urbanistico comunale e il Piano strutturale*, cit. Sul Convegno I.N.U., p. 2 e p. 7 ss., in *https://inu.it/wp-content/uploads/astengo/download/corsi/Corso_Piani_Strutturali_maggio2008/Cappuccitti.pdf*.

[44] Nell'operazione dello stadio San Siro il Comune di Milano ha previsto una clausola di "earn out", che riconosce all'ente una percentuale sulle eventuali plusvalenze in caso di rivendita a terzi entro cinque anni. Nel dossier presentato da Inter e Milan si quantifica un investimento complessivo pari a 1,2 miliardi di euro, di cui 700 milioni destinati alla sola costruzione dell'impianto.

ISSN 2036-7821

modelli di valutazione flussi di cassa giuridicamente garantiti o altamente probabili. Il passaggio da "progetto edilizio" ad "asset bancabile" è un passaggio di qualificazione istituzionale. Solo quando le condizioni regolatorie risultano sufficientemente stabili, il progetto può essere oggetto di *financial engineering*: emissioni obbligazionarie, cartolarizzazioni dei ricavi futuri, rifinanziamenti strutturati, operazioni di separazione tra proprietà immobiliare e gestione operativa.

La sequenza è quindi tripartita: 1) *assetization*: la regolazione rende appropriabile e capitalizzabile un flusso di rendite future; 2) *de-risking* istituzionale: l'incertezza politico-amministrativa viene ridotta o redistribuita; 3) *financial engineering*: il valore così stabilizzato viene strutturato in strumenti finanziari e utilizzato come base per operazioni di leva.

Nel settore degli stadi questa dinamica è particolarmente evidente perché la redditività dipende dall'integrazione tra funzione sportiva e funzione immobiliare. Senza la possibilità di sviluppare spazi commerciali, *hospitality*, aree direzionali e servizi permanenti, l'impianto resterebbe un'infrastruttura a ritorno limitato. È la configurazione regolatoria che consente di trasformarlo in una piattaforma di rendita urbana continuativa.

Da un punto di vista sistemico, ciò implica una ridefinizione del ruolo delle istituzioni territoriali. Esse non si limitano a controllare l'uso del territorio, ma partecipano alla costruzione delle condizioni di bancabilità dell'investimento. L'atto pianificatorio diventa una forma di co-produzione del valore: riduce il rischio a monte e consente l'estrazione di rendita a valle.

Questa dinamica genera una asimmetria strutturale. Il *de-risking* tende a essere socializzato nella fase iniziale – attraverso stabilizzazione normativa, infrastrutture di accesso, coordinamento istituzionale – mentre la rendita prodotta dall'*assetization* è appropriata in prevalenza dall'operatore privato. La regolazione agisce quindi come leva di valorizzazione senza necessariamente tradursi in meccanismi di partecipazione alla rendita.

Il punto teoricamente più rilevante è che l'interesse collettivo rischia di essere progressivamente interpretato in chiave di compatibilità finanziaria. La qualità della decisione territoriale viene misurata in base alla sua capacità di rendere il progetto bancabile, attrarre capitale e sostenere operazioni di ingegneria finanziaria. In questa prospettiva, la regolazione non è antagonista della finanziarizzazione, ma ne è la condizione strutturale di possibilità.

Lo stadio contemporaneo emerge così come oggetto ibrido: non solo infrastruttura fisica e non solo bene immobiliare, ma *asset* istituzionalmente costruito, il cui valore dipende dalla stabilità delle aspettative normative che lo circondano. La produzione dello spazio urbano e la produzione di strumenti finanziari convergono in un'unica architettura di accumulazione, nella quale decisione territoriale e ingegneria finanziaria operano come momenti integrati di un medesimo processo.

ISSN 2036-7821

8.1. Il caso San Siro come laboratorio di assetization urbana.

Il progetto di rifunzionalizzazione dell'area di San Siro costituisce un laboratorio particolarmente significativo di *assetization urbana*, perché rende visibile in modo quasi didattico il passaggio da infrastruttura pubblica a piattaforma finanziaria. L'operazione non riguarda soltanto la costruzione di un nuovo stadio, ma la riconfigurazione complessiva di un'area urbana strategica, attraverso una sequenza di decisioni pianificatorie, valutazioni tecnico-amministrative e atti di coordinamento istituzionale che incidono direttamente sulla struttura economica del progetto.

Il punto centrale non è la mera autorizzazione dell'impianto, bensì la definizione del perimetro funzionale ed economico dell'intervento: volumetrie ammesse, *mix* tra destinazioni sportive e commerciali, durata dei diritti di sfruttamento, condizioni di accessibilità infrastrutturale. È in questa fase che si compie l'operazione di *assetization*. L'area non è più soltanto uno spazio urbano disciplinato da strumenti di pianificazione; diventa il supporto di un flusso di rendite future strutturabili finanziariamente[45].

Nel caso milanese, la discussione sulla vendita dell'area, sulla demolizione o rifunzionalizzazione dello stadio esistente e sulla configurazione del nuovo complesso non ha soltanto una dimensione urbanistica o simbolica, ma incide direttamente sulla valutazione dell'*asset* nei modelli finanziari dei club coinvolti. Ogni elemento di stabilizzazione – dalla definizione del regime proprietario alla chiarezza sulle destinazioni d'uso – riduce il rischio regolatorio e incrementa la capacità dell'operazione di sostenere leva finanziaria. La decisione istituzionale diventa così un evento valutativo: modifica la capitalizzazione attesa del progetto.

San Siro mostra con chiarezza anche il meccanismo di *de-risking* istituzionale. La lunga interlocuzione tra società sportive e amministrazione comunale, la ricerca di soluzioni condivise, la predisposizione di varianti e accordi procedurali non sono soltanto espressioni di dialettica politico-amministrativa; sono fasi di un processo di riduzione dell'incertezza. L'obiettivo implicito è trasformare un progetto esposto a rischio politico, opposizione sociale e contenzioso in un'operazione sufficientemente stabilizzata da poter essere strutturata finanziariamente.

Una volta raggiunto un livello adeguato di certezza, si apre lo spazio per il *financial engineering*. Il nuovo stadio – integrato con funzioni *retail*, *hospitality*, *entertainment* e servizi permanenti – diventa una piattaforma di generazione di flussi prevedibili e diversificati. Tali flussi possono essere oggetto di cartolarizzazione, di emissioni

[45] Il nuovo stadio si inserisce in un più ampio progetto di rigenerazione urbana che interesserà circa 281 mila metri quadrati. Le parti hanno inoltre concordato che per gli interventi collaterali – bonifiche, realizzazione del verde profondo e riqualificazione del tunnel Patroclo – Palazzo Marino contribuirà con 22 milioni di euro. Le attività ricettive e commerciali saranno infine subordinate all'approvazione di specifici Piani attuativi da parte del consiglio comunale.

ISSN 2036-7821

obbligazionarie o di operazioni di rifinanziamento, incidendo direttamente sulla struttura patrimoniale e sull'indebitamento dei club. Il valore dell'*asset* non coincide più con il costo di costruzione, ma con la capacità di produrre rendite urbanamente legittimate e finanziariamente anticipabili.

La vicenda del nuovo stadio di San Siro evidenzia, inoltre, una tensione strutturale: la trasformazione di un bene storicamente percepito come patrimonio collettivo in un *asset* suscettibile di appropriazione privata. La decisione territoriale contribuisce in modo determinante alla creazione del valore economico, ma la partecipazione pubblica alla rendita non è automatica né strutturalmente garantita. Il processo di *assetization* urbana comporta così una redistribuzione implicita di rischio e di valore: la stabilizzazione iniziale è frutto di un investimento istituzionale, mentre la capitalizzazione avviene prevalentemente a favore degli operatori.

Quando il valore principale dell'operazione risiede nello sviluppo immobiliare, l'interesse sociale della società sportiva rischia di essere ridefinito in senso funzionale alla valorizzazione fondiaria. Si apre così una possibile tensione tra interesse sportivo (competitività, sostenibilità finanziaria, tutela dei tifosi) e interesse immobiliare-finanziario (massimizzazione del valore dell'area e delle infrastrutture).

In questa prospettiva, San Siro non è solo un progetto infrastrutturale controverso; è un caso paradigmatico di come la produzione normativa dello spazio urbano si intrecci con le logiche della finanziarizzazione[46]. La pianificazione territoriale, lungi dall'essere un fattore esterno al mercato, diventa la condizione di possibilità della trasformazione dello spazio in titolo, della città in *asset class*, dell'infrastruttura in leva finanziaria. È in questa convergenza tra decisione urbana e ingegneria finanziaria che si manifesta con maggiore evidenza la natura istituzionalmente costruita del valore.

In assenza di specifici vincoli normativi, la prevalenza dell'azionista di controllo consente di orientare le scelte strategiche in funzione del progetto immobiliare. Ciò sollecita una riflessione sul ruolo delle federazioni calcistiche e delle leghe

[46] La costruzione di nuovi stadi costituisce non di rado il punto di accesso per operazioni di trasformazione e di profonda ri-progettazione urbanistica delle città. Per maggiori spunti di riflessione cfr. J. BALE, *Sport, Space and the City*, The Blackburn Press, Caldwell, 2001; A. BARILE, L. RAFFINI, L. ALTERI, *Il tramonto della città. La metropoli globale tra nuovi modelli produttivi e crisi della cittadinanza*, DeriveApprodi, Roma, 2019; C.T. NICHOLS, *The City as an Entertainment Machine*, Lexington Books, New York, 2019; K.J. DELANEY, R. ECKSTEIN, *Public Dollars, Private Stadiums: The Battle over Building Sports Stadiums*, Rutgers University Press, New Brunswick, 2004; M.C. Hall Michael, *Urban Entrepreneurship, Corporate Interests and Sports Mega-Events: The Thin Policies of Competitiveness within the Hard Outcomes of Neoliberalism*, in *The Sociological Review*, 54, 2006, p. 59 ss.; S. TOSI, *Il calcio, gli stadi e la città*, in *Riv. studi pol.*, 2, 2020, p. 17 ss.; ID., *Le politiche urbane e gli stadi*, in *Riv. pol. soc.*, 1, 2016, p. 151 ss.; ID., *Cultural stadi. Calcio, città, consumi e politiche*. Milano: Ledizioni, 2018; ID., *Milano è San Siro. Osservare La Città Dal Suo Stadio*, in F. ZAJCZYK, S. MUGNANO (a cura di), *Milano. Città poliedrica tra innovazione e sostenibilità*. Rubettino, Soveria Mannelli, 2019, p. 101 ss.; S. TOSI, P. PALVARINI, *Globalisation, Stadiums and the Consumerist City. The Case of the New Juventus Stadium in Turin*, in *European Journal for Sport and Society*, 10(2), 2010, p, 161 ss.; R.C. TRUMPBOUR, *The New Cathedrals: Politics And Media in the History of Stadium Construction*, Syracuse University Press, Syracuse, 2006.

ISSN 2036-7821

professionistiche nel presidiare l'integrità competitiva e la sostenibilità economica dei club, nonché sull'eventuale necessità di rafforzare obblighi di trasparenza e tutela degli *stakeholder* (tifosi, comunità locali, enti pubblici coinvolti nei procedimenti urbanistici).

8.2. Allocazione del rischio e socializzazione delle perdite: chi sopporta il downside della finanziarizzazione?

Uno degli snodi centrali di ogni operazione finanziaria riguarda l'allocazione del rischio. Nel caso dei progetti infrastrutturali legati agli stadi, tale allocazione non è il risultato di un processo neutrale o puramente economico, ma discende direttamente da scelte giuridiche che determinano chi sopporta il rischio e a quali condizioni. Il modello emergente nel calcio europeo suggerisce che, mentre i benefici della valorizzazione vengono privatizzati, una parte significativa del rischio viene implicitamente o esplicitamente socializzata[47].

Il tema non è soltanto se il rischio venga trasferito, ma come il diritto contribuisca a renderlo invisibile o politicamente accettabile. Garanzie pubbliche, investimenti infrastrutturali accessori, interventi urbanistici e flessibilità regolatoria riducono il rischio per gli investitori privati senza che ciò venga formalmente qualificato come aiuto di Stato o come assunzione diretta di passività[48]. Il rischio non scompare, ma viene redistribuito lungo la catena istituzionale, spesso scaricandosi sulle finanze pubbliche o sul territorio[49].

La letteratura sulla *risk shifting* e sulla *public-private risk allocation* ha evidenziato come i partenariati pubblico-privato tendano strutturalmente a trasferire il rischio sistemico al settore pubblico, lasciando al privato il rischio operativo limitato. Nel caso degli stadi, questa dinamica assume una forma peculiare: il rischio di fallimento sportivo o di *underperformance* commerciale resta formalmente in capo al club, ma il rischio territoriale, reputazionale e infrastrutturale viene assorbito dall'ente pubblico. Un progetto di stadio non realizzato o non redditizio produce costi politici e

[47] Nell'accordo di concessione dello stadio di San Siro, il Comune ha previsto una clausola di "earn out", che riconosce all'ente una percentuale sulle eventuali plusvalenze in caso di rivendita a terzi entro cinque anni.

[48] In proposito v. M. CAPPA, M. COSTANTINI, Gli aiuti di stato e il calcio, in Riv. dir. sport, 2, 2015, p. 368 ss. La Commissione Ue ha chiarito che la realizzazione di un'infrastruttura pubblica destinata a ospitare eventi aperti alla collettività e funzionale a una pluralità di attività può essere ricondotta alla sfera delle tipiche responsabilità pubbliche nei confronti della cittadinanza. In questa prospettiva, la costruzione di uno stadio non è necessariamente qualificabile come intervento a favore di una specifica impresa, ma può configurarsi come investimento pubblico volto a soddisfare esigenze di interesse generale. È stato inoltre osservato come uno stadio rappresenti un'infrastruttura caratterizzata da un rischio di investimento particolarmente elevato, che il mercato, in assenza di sostegno pubblico, potrebbe non essere in grado di sostenere integralmente. Ne deriva che il finanziamento pubblico di tali opere potrebbe non integrare aiuto di Stato ai sensi dell'art. 107, paragrafo 1, TFUE, qualora sia dimostrato che l'operazione non attribuisce un vantaggio selettivo a una o più imprese o produzioni.

[49] P. CHIERICI, *Sviluppo e valorizzazione degli stadi per il calcio. Strategie, strumenti e opportunità per la definizione di un modello italiano*, in *Techne* (*http://www.fupress.com/techne*), 11, 2016, p. 165 ss.

ISSN 2036-7821

urbanistici che difficilmente possono essere reversibili.

In prospettiva comparata, il *pattern* è ricorrente. Negli Stati Uniti, dove gli stadi sono da tempo strumenti di *urban redevelopment*, la dottrina ha mostrato come i costi pubblici superino sistematicamente i benefici economici promessi, mentre i club mantengono un elevato potere di *exit* credibile. In Europa, il caso francese di Euro 2016 e quello britannico dei grandi impianti multifunzionali mostrano come la finanza privata operi all'interno di un perimetro di rischio fortemente mitigato dall'intervento pubblico, anche in assenza di una formale compartecipazione proprietaria.

Nel contesto italiano, la questione è ulteriormente complicata dalla debolezza finanziaria strutturale dei club e dalla rilevanza simbolica del calcio come bene collettivo. Ciò rafforza la posizione negoziale delle società sportive nei confronti delle amministrazioni locali, che si trovano spesso a giustificare interventi pubblici in nome della "salvaguardia" del club o dell'interesse della comunità. Il rischio economico dell'operazione viene così narrativamente trasformato in un rischio politico, la cui gestione ricade sull'ente pubblico.

Sotto il profilo giuridico, questa dinamica solleva interrogativi rilevanti anche in relazione al diritto dell'Unione europea. La distinzione tra sostegno legittimo allo sviluppo urbano e aiuto di Stato distorsivo della concorrenza appare sempre più sottile. La giurisprudenza e la prassi decisionale della Commissione mostrano una crescente attenzione alle forme indirette di sostegno pubblico, ma faticano a intercettare meccanismi di allocazione del rischio che operano *ex ante*, attraverso la pianificazione e la regolazione, piuttosto che *ex post* mediante trasferimenti finanziari espliciti[50].

Da una prospettiva teorica, il problema non è solo distributivo, ma costituzionale in senso lato. Quando il diritto consente una sistematica asimmetria tra privatizzazione dei profitti e socializzazione delle perdite, esso incide sul rapporto tra democrazia, finanza e responsabilità politica. La finanziarizzazione dello sport diventa così un laboratorio privilegiato per osservare come il diritto contribuisca a stabilizzare regimi di accumulazione che scaricano il rischio sui soggetti meno mobili e meno organizzati.

[50] In una comunicazione indirizzata alla Rappresentanza Permanente della Germania presso le istituzioni europee, con riferimento allo stadio di Hannover 96, la Commissione Ue ha esplicitato i criteri di compatibilità degli interventi pubblici destinati alla costruzione di stadi o di altre infrastrutture sportive. In particolare, tali interventi possono non costituire aiuto di Stato ove si dimostri che l'infrastruttura in questione non è normalmente fornita dal mercato perché economicamente non sostenibile; che essa non sia strutturata in modo tale da favorire selettivamente una specifica impresa, risultando invece accessibile a una pluralità di utenti e attività; e che l'utilizzo da parte delle imprese avvenga dietro corresponsione di un prezzo coerente con il valore di mercato. Rileva, inoltre, la circostanza che la struttura sia destinata a fornire un servizio riconducibile alle ordinarie responsabilità pubbliche verso la collettività.

9. Considerazioni finali.

L'analisi dei casi del Milan e dell'Atlético Madrid consente di osservare come il calcio contemporaneo non sia più solo un'attività sportiva, ma un ecosistema finanziario regolato dal diritto.

La crescente integrazione del calcio nei mercati globali dei capitali richiede un equilibrio tra libertà d'investimento e regole che garantiscano continuità gestionale, protezione dei creditori e salvaguardia della funzione sociale e identitaria dei club.

Il passaggio da fondi a termine a veicoli di capitale permanente modifica gli incentivi temporali dell'investimento, ma non elimina la logica estrattiva: essa si sposta dal breve periodo sportivo al lungo periodo immobiliare.

Il debito, tradizionalmente concepito come strumento di provvista, emerge come vera e propria tecnica di *governance*, in grado di determinare le scelte strategiche del club senza che il creditore assuma formalmente la titolarità della società.

Il quadro complessivo mette in luce una progressiva socializzazione del rischio e privatizzazione dei profitti, in cui i club diventano contenitori giuridici funzionali alla circolazione del capitale, e gli *stakeholder* non finanziari – tifosi, comunità locali, lavoratori – perdono progressivamente influenza e tutela. La funzione d'impresa si ridefinisce così in termini finanziari: il club non è più principalmente un soggetto sportivo, ma un veicolo di investimento, capace di attrarre e organizzare capitale attraverso debito, stadio e diritti associati.

La separazione giuridica tra club e stadio trasforma le infrastrutture sportive in *asset* autonomi, suscettibili di valorizzazione finanziaria indipendente dall'attività sul campo, mentre il diritto pubblico e urbanistico funge da tecnologia abilitante, creando certezza giuridica e anticipando valore per gli investitori privati.

Operazioni di tal specie segnano un ulteriore passo nella trasformazione del calcio professionistico in settore integrato nei circuiti della finanza globale. La società sportiva non è più soltanto impresa di spettacolo, ma piattaforma di valorizzazione immobiliare e di ingegneria finanziaria.

L'analisi comparativa dei due modelli – Milan e Atlético Madrid – mette in luce un aspetto centrale: il valore di un club sportivo, nell'era della finanziarizzazione, non è più solo sportivo o commerciale, ma finanziario e strategico. La sostenibilità a lungo termine dei club dipende dalla capacità dei regolatori, dei manager e dei fondi di bilanciare gli interessi economici con la funzione sociale e culturale che il calcio continua a rappresentare nelle comunità locali e globali[51].

A fronte di tali cambiamenti il diritto dell'economia è dunque chiamato a commisurarsi con un oggetto ibrido – il club-stadio-progetto urbano – che sfugge alle categorie tradizionali e impone un ripensamento dei confini tra regolazione sportiva,

[51] Per una riflessione profonda sul tema della sostenibilità nel mondo dello sport e, in particolare,del calcio, con il suo peculiare modello economico, normativo e valoriale, si rinvia a F.R. FIMMANÒ, *Sport professionistico e sostenibilità*, in *Amministrativamente*, cit., p. 731 ss., e dottrina ivi citata.

disciplina societaria e governo del territorio.

La sfida regolatoria consiste nel garantire trasparenza, sostenibilità e tutela degli *stakeholder*, evitando che l'evoluzione finanziaria del settore si traduca in instabilità patrimoniale o nella progressiva erosione della funzione economica e sociale che storicamente caratterizza le società calcistiche.

In prospettiva, la regolamentazione futura potrebbe, dunque, essere chiamata a rafforzare obblighi di *disclosure* per fondi non quotati, introdurre strumenti di analisi della sostenibilità finanziaria a lungo termine e promuovere norme volte a tutelare gli interessi dei tifosi e delle comunità locali. Il calcio moderno, con la sua complessità finanziaria, rappresenta così un laboratorio privilegiato per il diritto dell'economia, mettendo in luce le interazioni tra finanza, *governance* e funzione sociale di imprese atipiche.