

Ricerche giuridiche
Collana diretta da A. Celotto, F. Liguori, L. Zoppoli

IL FINTECH VESTE SPORTIVO

**Digitalizzazione, nuovi confini
del mercato e regole**

a cura di

**Allegra Canepa, Gian Luca Greco
e Ugo Minneci**

Editoriale Scientifica

Ricerche giuridiche

nuovissima serie

Ricerche giuridiche
Collana diretta da

A. CELOTTO, F. LIGUORI, L. ZOPPOLI

Comitato Scientifico

D. Amoroso, I. Caracciolo, M. Delfino, L. Fernandez Del Moral Dominguez
M. Di Francesco Torregrossa, M. D'Onghia
F. Galgano, L. Gatt, A. Guardiano, M. Iovane, V. Luciani
R. Mastroianni, G. Montedoro, M. Orlandi, A. Papa
A. Patroni Griffi, S. Prisco, R. Spagnuolo Vigorita, A. Zito

IL FINTECH VESTE SPORTIVO

**Digitalizzazione, nuovi confini del mercato
e regole**

a cura di

**Allegra Canepa, Gian Luca Greco,
Ugo Minneci**

EDITORIALE SCIENTIFICA

IL presente volume è stato realizzato grazie al contributo del Fondo per il Progetto di Rilevante Interesse Nazionale (PRIN) assegnato al progetto presentato sul bando 2017 e dedicato al tema Fintech: the influence of enabling technologies on the future of the financial markets

Proprietà letteraria riservata

© Copyright 2025 Editoriale Scientifica s.r.l.
Via San Biagio dei Librai, 39 - 80138 Napoli
www.editorialescientifica.com info@editorialescientifica.com

ISBN 979-12-235-0186-3

INDICE

<i>Presentazione</i>	7
----------------------	---

SEZIONE I L'EVOLUZIONE DELLA CORPORATE GOVERNANCE NEL MERCATO CALCISTICO

F. MARI, <i>I Trend attuali nel Calcio: Private Equity e Multi-Club Ownership</i>	11
P. MESSINA, P. BAROMETRO, E. PEA, <i>Investimenti dei fondi di Private Equity nelle società calcistiche italiane</i>	23
F. ZATTI e C. FERRI, "Football sovereignty" e Decentralized autonomous organization (DAO): prospettive economiche e implicazioni giuridiche	49
M.L. GUARDAMAGNA, N. CALCAGNO, <i>L'utilizzo della blockchain nella gestione delle società di calcio: opportunità e regolamentazione</i>	67
S. DE VITIIS, <i>Més que un club: spunti su spunti sull'interesse sociale nelle società calcistiche professionistiche</i>	81
G. GRECO, <i>L'antiriciclaggio "marca stretto" il calcio</i>	103
A. RADRIZZANI, <i>Calcio e tecnologia: le nuove opportunità dei digital media e del data driven advertising</i>	121
M. BERNARDO, <i>Qualche riflessione sul binomio fintech-sport</i>	139

SEZIONE II NUOVE DINAMICHE DI MERCATO TRA FINANZA DIGITALE E INTELLIGENZA ARTIFICIALE

M. NOVELLI, <i>L'intelligenza artificiale ed il fintech tra ottimizzazione delle prestazioni calcistiche, accesso ai servizi finanziari e rischi</i>	151
P. CAPELLO, <i>Le nuove frontiere dell'economia digitale nello sport tra opportunità e rischi. Il caso football sport e le nuove prospettive</i>	159
A. CANEPA, <i>Fan tokens, Nfts e Loot-Boxes fanno "gioco di squadra". I rischi finanziari per l'utente tra gamification e microtransazioni</i>	177
A. MARCHEGGIANO, <i>I Fan Token ed il caso Socios</i>	197
L. SAVASTANO, <i>Fan Token e Sportfi: aspetti definitivi e fiscali</i>	203
F. VEDANA, <i>Profili contabili dei fan token</i>	233
A. MEZZANOTTE, <i>Contenzione tributario e penale nel crypto-calcio</i>	247
U. MINNECI, <i>Società di calcio e (tipologie di) crowdfunding: un connubio possibile?</i>	261
M. NOVARA e J. FINCO, <i>Lo stakeholder-tifoso: problemi vecchi e strumenti nuovi</i>	271

PRESENTAZIONE

La pubblicazione di questo volume è l'ultimo esito di una ricerca sui temi della finanza digitale resa possibile da un finanziamento ricevuto nell'ambito di un Progetto di Rilevante Interesse Nazionale (PRIN) promosso dal Ministero dell'Università e della Ricerca Scientifica nel 2017 sul tema “*FinTech: the influence of enabling technologies on the future of the financial markets*”.

Nello specifico, l'Unità di Milano del progetto ha già pubblicato altri quattro volumi collettanei sul rapporto tra diritto e tecnologia, sui *big data* e le piattaforme, sulla rilevanza degli algoritmi nel mercato finanziario e sulla tassonomia della finanza digitale nonché una monografia sulla proporzionalità nell'ordinamento bancario.

Diversamente dai precedenti, questo volume dedica attenzione ad un segmento di mercato specifico, quello calcistico, apparentemente distante da quello finanziario non solo sul piano dei servizi ma anche della fisionomia e delle regole.

In realtà, gli scritti di seguito proposti evidenziano una crescente sinergia tra “strumenti” della finanza digitale e altri segmenti di mercato, tra i quali quello calcistico appare uno dei più significativi in tale prospettiva. Infatti, negli ultimi si è assistito alla definizione di regole sempre più stringenti di *fair play* finanziario per i club ed a criticità sul piano della disponibilità di risorse, derivanti in particolare dall'emergenza sanitaria del Covid-19 verificatesi qualche anno fa. Ciò ha dato luogo a mutamenti degli assetti societari, a partire dai club di serie A e non solo, con un passaggio da “gestioni familiari” ad ingresso di fondi e ad una crescente attenzione a possibili nuove fonti di finanziamento, compresa la capacità di “monetizzazione” della fidelizzazione calcistica.

In questo volume, caratterizzato da una collaborazione sinergica tra accademici, operatori del mercato finanziario ed esponenti di quello calcistico, vi è l'intento di contribuire alla riflessione su questi aspetti, fornendo un approfondimento di taluni sviluppi nonché individuando possibili correlazioni tra fisionomia proprietaria e capacità di sfruttamento della finanza digitale.

La tematica viene esaminata anche alla luce della normativa europea e nazionale approvata proprio negli ultimi anni in tema di finanza digitale.

Nello specifico il libro è articolato in due sezioni, rispettivamente dedicate all'evoluzione della *corporate governance* nel mercato calcistico ed alle nuove dinamiche di mercato tra finanza digitale e intelligenza artificiale.

La prima sezione si sofferma sui *trend* di *Multi-Club Ownership* e investimenti dei fondi di *private equity* nelle società calcistiche italiane, per poi analizzare alcuni aspetti specifici connessi, quali il possibile ruolo delle *Decentralized Autonomous Organization* e più in generale della *blockchain*, la declinazione dell'interesse sociale, le questioni dell'antiriciclaggio e l'evoluzione della pubblicità negli eventi in *streaming*.

La seconda sezione si occupa più specificamente del rapporto e dell'intreccio tra finanza digitale, tecnologia e calcio, anche in rapporto a quanto sta avvenendo per altri sport. Nel dettaglio i temi trattati sono quelli dello sviluppo del calcio e degli sport in generale in un'economia digitale nonché dell'affermazione e commercializzazione dei *fan token* quale forma di coinvolgimento, anche finanziario, dei tifosi. Proprio i *fan token* e le tecniche di commercializzazione vengono esaminati sotto diversi profili, dalla loro fisionomia fino ai profili fiscali e tributari, senza tralasciare i possibili rischi insiti nell'acquisto, anche alla luce del ricorso a tecniche di *gamification*. Infine, l'ultima parte della sezione è dedicata al possibile contenzioso, sia esso tributario o penale, derivante dall'affermazione del "*crypto-calcio*" ed alle potenzialità di sviluppo per le società offerte dal possibile ricorso al *crowdfunding* ed allo *stakeholderism*.

Allegra Canepa, Gian Luca Greco, Ugo Minneci

SEZIONE I

L'EVOLUZIONE DELLA CORPORATE GOVERNANCE NEL MERCATO CALCISTICO

FEDERICO MARI

I TREND ATTUALI NEL CALCIO: PRIVATE EQUITY E MULTI-CLUB OWNERSHIP

SOMMARIO: 1 Introduzione. – 2. Il Ruolo del Private Equity nel Calcio. – 2.1. Perché i Private Equity investono nel calcio? La Valorizzazione degli asset e la crescita del mercato sportivo. – 2.2. Opportunità di monetizzazione e aumento del valore del club e diversificazione del portafoglio. – 2.3. Maggiore stabilità finanziaria ed espansione del mercato globale. – 2.4 Analisi del caso CVC e LaLiga: perché CVC ha investito nella LaLiga? – 2.4.1 Destinazioni dei finanziamenti CVC e impatti: la modernizzazione delle infrastrutture. – 2.4.2. Espansione internazionale e riduzione del debito. – 2.4.3. Perché le leghe senza finanziamenti rischiano di rimanere indietro? – 2.5 I benefici per i Club tra Miglioramento delle infrastrutture e Digitalizzazione. – 2.6. La sostenibilità finanziaria. – 2.7. Rischi e sfide del Private Equity nel Calcio: la perdita di controllo da parte dei club. – 2.8. Multi-Club Ownership: Il modello del futuro? – 3. I futuri trend del calcio

1. *Introduzione*

Il calcio moderno sta vivendo una profonda trasformazione, con modelli di gestione e investimento che si evolvono rapidamente. Due dei trend più significativi degli ultimi anni sono l'ingresso massiccio dei fondi di **Private Equity (PE)** nel settore e la crescente diffusione della strategia di **Multi-Club Ownership (MCO)**. Questi due modelli stanno ridefinendo il modo in cui i club vengono gestiti, creando nuove opportunità ma anche sfide da affrontare.

Questa evoluzione ha radici profonde nelle trasformazioni economiche e sociali globali. L'aumento della competitività, la globalizzazione del calcio e l'incremento esponenziale dei ricavi da diritti televisivi e sponsorizzazioni hanno attirato nuovi investitori, ridefinendo la governance del settore calcistico.

Insieme analizzeremo in dettaglio il ruolo del Private Equity nel calcio e l'impatto del Multi-Club Ownership. Approfondiremo inoltre casi studio, strategie finanziarie e le possibili implicazioni per il futuro del calcio globale, fornendo una prospettiva sulle future evoluzioni del settore.

2. Il Ruolo del Private Equity nel Calcio

Negli ultimi anni, i fondi di Private Equity hanno iniziato a investire sempre più nel mondo del calcio, con l'obiettivo di trasformare i club in asset redditizi. A differenza degli investitori tradizionali, i fondi PE non puntano solo sulla crescita sportiva, ma vedono le squadre di calcio come **opportunità di business a lungo termine**. Questo porta a strategie di investimento mirate alla sostenibilità economica e alla creazione di valore nel lungo periodo.

2.1. Perché i Private Equity investono nel calcio? La Valorizzazione degli asset e la crescita del mercato sportivo

I club di calcio possiedono asset di grande valore come stadi, centri sportivi, brand e diritti televisivi. Gli investitori di Private Equity vedono un'opportunità nel migliorare e massimizzare il rendimento di questi asset. Ad esempio, l'ammodernamento degli stadi può portare a un incremento significativo delle entrate da matchday, merchandising e hospitality. Molti club con infrastrutture obsolete non riescono a sfruttare appieno il proprio potenziale economico, ed è qui che interviene il PE, fornendo capitali per modernizzare le strutture e migliorare l'esperienza del tifoso. Inoltre, la valorizzazione del marchio attraverso strategie di marketing innovative permette di attrarre nuovi sponsor. Questo ha lo scopo di portare all'aumento del valore del club nel lungo termine.

Il settore calcistico ha registrato una crescita esponenziale negli ultimi decenni, trainata dall'aumento dei ricavi televisivi e dalla crescente popolarità globale del gioco. Mercati emergenti come Cina, India e Stati Uniti hanno mostrato un interesse sempre maggiore per il calcio europeo, generando nuove opportunità commerciali. Gli investitori di Private Equity vedono questa espansione come un'opportunità strategica per acquisire club con potenziale di crescita, migliorando la loro competitività internazionale e posizionandoli per capitalizzare su un pubblico sempre più globale. Inoltre, la crescente digitalizzazione ha reso più accessibile il calcio a livello internazionale, facilitando l'acquisizione di nuovi fan e aumentando il valore commerciale del settore.

2.2. Opportunità di monetizzazione, aumento del valore del club e diversificazione del portafoglio

Uno dei principali motivi che spingono i Private Equity a investire nel calcio è la diversificazione delle fonti di guadagno. Oltre ai ricavi tradizionali derivanti da biglietti e diritti televisivi, il PE sfrutta nuove strategie di monetizzazione, come la creazione di esperienze esclusive per i tifosi, il potenziamento del merchandising e l'integrazione di piattaforme digitali per coinvolgere un pubblico più ampio. L'utilizzo di strumenti di analisi avanzati consente ai club di ottimizzare le vendite di prodotti ufficiali e di massimizzare le entrate da sponsorizzazioni mirate, trasformando il club in un vero e proprio ecosistema commerciale.

Investire in infrastrutture, digitalizzazione e gestione finanziaria non solo migliora la sostenibilità del club, ma ne aumenta il valore complessivo. I fondi di Private Equity puntano a ottenere un ritorno sull'investimento attraverso l'aumento del valore del club nel tempo. Ad esempio, un club che sviluppa una strategia di espansione internazionale e migliora la propria struttura commerciale può attirare nuovi investitori o potenziali acquirenti interessati a un club ben gestito e finanziariamente solido. Questo è il motivo per cui molte società di Private Equity mirano a migliorare la governance interna, introducendo modelli gestionali più efficienti.

Il calcio rappresenta un'opportunità di diversificazione per gli investitori di Private Equity, in un settore che possiamo definire decorrelato da altri come l'immobiliare, la tecnologia e l'industria manifatturiera. Possedere una quota in un club calcistico permette a un fondo di distribuire il rischio, dato che il settore sportivo ha dinamiche proprie e non è direttamente influenzato dalle stesse variabili macroeconomiche degli altri settori. Inoltre, la crescente fusione tra sport, intrattenimento e tecnologia ha creato nuovi modelli di business, come le partnership con aziende di streaming, che aumentano il valore di mercato del club e offrono nuove opportunità di crescita economica.

2.3. Maggiore stabilità finanziaria ed espansione del mercato globale

Uno dei problemi storici del calcio è la gestione finanziaria inefficiente, che ha portato molti club ad accumulare debiti insostenibili. I Private Equity, grazie alla loro esperienza nella ristrutturazione azien-

dale, introducono strategie di gestione rigorose per migliorare la sostenibilità finanziaria dei club. Questo include la riduzione dei costi superflui, l'ottimizzazione dei contratti dei giocatori e l'implementazione di strategie di ricavo a lungo termine. Adottare un modello economico più sostenibile riduce il rischio di fallimento e consente ai club di operare con una maggiore stabilità finanziaria, evitando di dipendere esclusivamente dai risultati sportivi.

L'ingresso del Private Equity nel calcio è anche motivato dalla possibilità di accedere a mercati globali sempre più attraenti. Gli investitori vedono un grande potenziale nell'espansione del marchio di un club a livello internazionale, attraverso tournée estive, partnership con club di altri continenti e accordi con emittenti televisive globali. La globalizzazione del calcio ha reso possibile la creazione di nuove fonti di reddito, come l'esportazione del marchio nei mercati asiatici e americani, dove il calcio sta crescendo rapidamente in popolarità. Questi investimenti strategici permettono ai club di consolidare la propria presenza su scala globale, aumentando la fedeltà dei tifosi internazionali e generando nuove entrate.

2.4. Analisi del caso CVC e LaLiga: perché CVC ha investito nella LaLiga?

CVC ha deciso di investire nella LaLiga perché il calcio spagnolo rappresenta un mercato maturo e altamente competitivo, con una fanbase globale e ricavi da diritti TV in crescita costante. La Spagna vanta alcuni dei club più seguiti al mondo, come Real Madrid e Barcellona, che attraggono milioni di spettatori e garantiscono stabilità commerciale. Inoltre, la struttura economica della lega ha mostrato margini di miglioramento, offrendo al PE un'opportunità per incrementare il valore della competizione attraverso investimenti mirati in infrastrutture e digitalizzazione.

Il calcio spagnolo è uno dei campionati più seguiti al mondo, con una presenza massiccia nei mercati asiatici e americani. La passione per il calcio in Spagna è altissima, con un coinvolgimento attivo dei tifosi, rendendo i club molto appetibili per brand globali che cercano visibilità. La Spagna ha inoltre una solida infrastruttura calcistica, con accademie di alto livello che producono talenti capaci di generare plusvalenze significative nel mercato dei trasferimenti.

2.4.1. Destinazioni dei finanziamenti CVC e impatti: la modernizzazione delle infrastrutture

Un'ampia fetta del finanziamento di CVC è stata destinata alla modernizzazione degli stadi e dei centri sportivi dei club della LaLiga. L'obiettivo era quello di migliorare l'esperienza dei tifosi, rendendo gli impianti più confortevoli e tecnologicamente avanzati. L'ammodernamento degli stadi consente ai club di aumentare le entrate da biglietti e hospitality, migliorando la sostenibilità economica nel lungo periodo.

La digitalizzazione è stata una delle aree chiave di investimento. L'obiettivo era quello di potenziare le piattaforme digitali dei club, migliorare il coinvolgimento dei tifosi e aumentare i ricavi da contenuti online. I club hanno investito in piattaforme di interazione diretta con i fan tramite app e nuovi modelli di monetizzazione basati su dati analitici.

2.4.2. Espansione internazionale e riduzione del debito

Un altro obiettivo era migliorare la presenza globale della Liga, attraverso tournée, accordi con emittenti televisive estere e partnership con club di altri continenti. Questa espansione ha permesso di incrementare la base di tifosi globali, aumentando le opportunità di merchandising e sponsorizzazioni internazionali.

Parte dei finanziamenti è stata utilizzata per ridurre il debito accumulato da alcuni club spagnoli, migliorandone la stabilità finanziaria. Una riduzione del debito consente alle società di operare con maggiore tranquillità, evitando problemi economici a lungo termine.

Una parte dei fondi è stata destinata al miglioramento della competitività dei club attraverso il rafforzamento della rosa. L'investimento in nuovi talenti e giocatori esperti ha reso il campionato più attraente per gli spettatori e per gli sponsor. Secondo gli accordi con CVC, i club hanno potuto allocare solo il 15% di quanto ricevuto da CVC per l'acquisto di calciatori.

Grazie all'accordo con CVC, i club spagnoli hanno potuto sviluppare progetti di crescita a lungo termine senza dipendere esclusivamente dai ricavi da trasferimenti o dalle vittorie sul campo. Si tratta di un aspetto importante per un club di calcio. La stabilità economica ha permesso loro di pianificare strategie più sostenibili, aumentare la qua-

lità del prodotto calcistico e attirare nuovi investitori. Inoltre, l'espansione internazionale ha rafforzato la posizione della LaLiga come una delle competizioni più seguite al mondo.

2.4.3. Perché le leghe senza finanziamenti rischiano di rimanere indietro?

Le leghe che non riescono ad attrarre investimenti simili rischiano di perdere competitività a livello globale. Senza finanziamenti adeguati, i club di queste leghe avranno difficoltà a modernizzare le proprie strutture, attrarre talenti e sviluppare strategie digitali. Questo potrebbe tradursi in un calo dell'interesse televisivo e nella perdita di valore commerciale. Inoltre, l'assenza di investimenti rende le squadre meno competitive nelle competizioni europee, diminuendo il prestigio della lega stessa. L'effetto cumulativo potrebbe portare a un divario sempre più ampio tra le leghe top e quelle che non riescono a innovare, con conseguenze economiche negative a lungo termine. Le leghe che vogliono competere con la Premier League dovranno valutare se stringere accordi con fondi di Private Equity per accelerare la loro crescita.

2.5. *I Benefici per i Club tra Miglioramento delle infrastrutture e Digitalizzazione*

Uno dei vantaggi principali dell'ingresso del Private Equity nel calcio è la possibilità di modernizzare le infrastrutture sportive. Stadi più moderni e funzionali non solo migliorano l'esperienza dei tifosi, ma permettono anche ai club di generare maggiori entrate attraverso nuove aree VIP, hospitality, e eventi non calcistici come concerti e conferenze. Gli stadi diventano così hub multifunzionali, garantendo ricavi costanti indipendentemente dal calendario calcistico. Inoltre, centri di allenamento all'avanguardia permettono ai giocatori di performare meglio, riducendo il rischio di infortuni e aumentando il valore della rosa. Mai come oggi infrastrutture moderne sono importanti per un club di calcio.

L'investimento in digitalizzazione rappresenta un altro pilastro fondamentale per i club. Le nuove tecnologie permettono di migliorare il coinvolgimento dei tifosi attraverso piattaforme di streaming proprietarie, app interattive e strategie di marketing basate sui dati. Inoltre,

grazie all'analisi avanzata dei dati, i club possono comprendere meglio le preferenze dei propri tifosi, offrendo contenuti personalizzati e nuove forme di monetizzazione, come esperienze digitali esclusive. La digitalizzazione consente anche di ottimizzare le operazioni interne, migliorando la gestione dei biglietti, della sicurezza negli stadi e della comunicazione con i tifosi.

Molti club soffrono di un'indebitamento elevato dovuto a spese eccessive sul mercato dei trasferimenti o alla costruzione di infrastrutture senza un adeguato piano di rientro economico. I fondi di Private Equity forniscono capitali per ristrutturare i bilanci, consentendo ai club di ridurre il debito e di avere una maggiore libertà finanziaria. Questo significa che i club possono investire in progetti di lungo termine senza il costante rischio di default finanziario. Inoltre, una minore esposizione debitoria rende i club più attraenti per altri investitori o sponsor interessati a legarsi a un brand finanziariamente stabile.

Un club con una strategia di espansione internazionale può incrementare le proprie entrate grazie alla crescita del proprio marchio in nuovi mercati. I fondi PE supportano questa espansione attraverso tournée estive nei mercati emergenti, accordi con media internazionali e collaborazioni con club stranieri. Il risultato è un aumento della fanbase globale, che porta a una crescita nelle vendite di merchandising e nella visibilità degli sponsor. L'ingresso nei mercati asiatici e nordamericani, ad esempio, è oggi una priorità per molte società di calcio, che vedono in queste aree un potenziale enorme per i ricavi futuri. Chiaramente l'espansione internazionale vale solo per i club più blasonati. Mentre i club più piccoli possono puntare ad accordi di partnership con altri club.

2.6. *La sostenibilità finanziaria*

L'approccio strutturato dei Private Equity garantisce ai club una migliore gestione delle risorse finanziarie, riducendo la dipendenza dai risultati sportivi per mantenere la stabilità economica. Tradizionalmente, molti club hanno basato la loro strategia finanziaria sulle qualificazioni alle competizioni europee o sulle cessioni di giocatori, ma questo modello è altamente rischioso. Una stagione "sbagliata" può farsi sentire sulle successive tre stagioni. Con un'adeguata gestione del budget, gli investitori PE introducono processi di controllo dei costi e di diver-

sificazione delle entrate, assicurando che il club possa sopravvivere anche in caso di stagioni negative dal punto di vista sportivo.

L'ingresso dei Private Equity nei club calcistici permette loro di scalare rapidamente il proprio modello di business. Grazie a una gestione più efficiente e a strategie commerciali aggressive, i club possono aumentare il proprio valore sul mercato e attrarre nuovi sponsor e investitori. Un club ben gestito con il supporto di un PE può trasformarsi da realtà locale a brand internazionale in pochi anni, grazie a strategie mirate di marketing e alla creazione di sinergie con altri settori dell'intrattenimento e dello sport.

L'utilizzo di strumenti avanzati di data analysis consente ai club di ottimizzare ogni aspetto della propria gestione, dalla selezione dei giocatori alle strategie di mercato. Le decisioni vengono prese sulla base di dati concreti, riducendo il margine di errore negli acquisti e nei rinnovi contrattuali. Inoltre, la gestione delle risorse umane diventa più efficiente, con un focus sulla formazione del personale tecnico e amministrativo per garantire una crescita costante del club nel lungo periodo. Spesso i fondi hanno a disposizione risorse umane che portano competenze che mancano nei club. Infine, una maggiore trasparenza nei bilanci migliora la reputazione del club agli occhi degli investitori e delle istituzioni calcistiche.

2.7. Rischi e sfide del Private Equity nel calcio: la perdita di controllo da parte dei club

Uno dei principali rischi associati agli investimenti dei Private Equity nel calcio è la perdita di controllo da parte dei club sulle proprie decisioni strategiche. I fondi PE, essendo focalizzati sulla massimizzazione del valore economico, tendono a imporre strategie aziendali che privilegiano la redditività a breve termine rispetto agli obiettivi sportivi. Questo può portare a tensioni con i dirigenti tradizionali (che si devono in ogni caso adeguare), con i tifosi e con gli stakeholder del club. In alcuni casi, la governance del club può essere alterata in modo significativo, con investitori finanziari che prendono il controllo delle decisioni chiave, incluse quelle relative agli acquisti dei giocatori e alla gestione del settore giovanile.

I fondi di Private Equity operano con un orizzonte temporale limitato, solitamente compreso tra 5 e 10 anni. Durante questo periodo,

l'obiettivo principale è aumentare il valore del club per poterlo rivendere con un profitto. Questo può generare decisioni orientate ai guadagni immediati, piuttosto che a una crescita sostenibile. Ad esempio, si potrebbero privilegiare operazioni di mercato speculative, riducendo gli investimenti in progetti di lungo periodo come lo sviluppo delle giovanili o il rafforzamento delle infrastrutture. Una volta che il PE decide di uscire dall'investimento, il club potrebbe trovarsi in difficoltà se non è stata implementata una strategia di crescita stabile e sostenibile.

L'ingresso di un fondo PE implica una forte pressione sulla gestione finanziaria per garantire il ritorno sugli investimenti. Questo può tradursi in misure impopolari, come l'aumento del costo dei biglietti, delle quote di abbonamento e dei prezzi del merchandising. Inoltre, potrebbero essere implementate strategie di riduzione dei costi che impattano la competitività sportiva, come la vendita di giocatori chiave o il taglio del budget destinato alla squadra. Queste scelte possono alienare la base di tifosi e compromettere il rapporto tra il club e la sua comunità, rischiando di erodere il valore del marchio nel lungo termine.

Le istituzioni calcistiche, come la UEFA e le leghe nazionali, stanno monitorando attentamente il ruolo dei Private Equity nel calcio per evitare possibili distorsioni del mercato. La preoccupazione principale è che questi investimenti possano creare monopoli finanziari o influenzare in modo sproporzionato la competitività delle competizioni. Ad esempio, i club controllati da fondi PE potrebbero avere accesso privilegiato a risorse economiche rispetto a quelli con una proprietà tradizionale, generando un divario sempre più ampio tra le squadre più ricche e quelle meno dotate finanziariamente. Inoltre, la regolamentazione sui conflitti di interesse diventa una questione cruciale nel caso in cui un fondo PE possieda partecipazioni in più club appartenenti alla stessa competizione.

2.8. Multi-Club Ownership: Il modello del Futuro?

Il modello di **Multi-Club Ownership (MCO)** è diventato una strategia sempre più popolare nel calcio, con gruppi di investitori che acquistano più club in diverse nazioni per creare sinergie sportive ed economiche. Questa pratica promette di ottimizzare la gestione delle risorse, massimizzare i ricavi e migliorare la competitività delle squadre coinvolte. I principali gruppi che operano con questa strategia includono:

- **City Football Group (CFG):** Proprietario di Manchester City e altri 12 club in tutto il mondo, utilizza una strategia di branding globale e sviluppo dei talenti.
- **Red Bull:** Con squadre come RB Leipzig, Red Bull Salzburg e New York Red Bulls, punta su un modello basato sull'innovazione e la formazione giovanile.
- **Altri esempi:** Eagle Football Group, 777 Partners, FC32

I benefici del Multi-Club Ownership possono essere così enucleati:

- **Condivisione delle risorse:** Centri di allenamento, staff tecnico e know-how vengono ottimizzati tra i club dello stesso gruppo.
- **Gestione del mercato trasferimenti:** I giocatori possono essere trasferiti tra i club con maggiore facilità, favorendo lo sviluppo dei giovani talenti. Se i club del gruppo utilizzando lo stesso modello di gioco, i calciatori si adatteranno più facilmente al cambio di club.
- **Espansione del brand:** Un network di club aumenta può aumentare la visibilità globale e attrarre sponsor internazionali.
- **Diversificazione del rischio:** Se un club retrocede o subisce una crisi finanziaria, gli altri possono sostenere il gruppo.

Il modello MCO sta cambiando l'equilibrio del calcio europeo. I club indipendenti rischiano di essere svantaggiati nei trasferimenti e nelle trattative commerciali rispetto ai grandi conglomerati. Inoltre, le autorità calcistiche, come la UEFA, stanno monitorando l'impatto del Multi-Club Ownership per evitare situazioni di conflitto di interesse nelle competizioni europee.

3. *I futuri trend del calcio*

Il calcio è in costante evoluzione, e oltre a Private Equity e Multi-Club Ownership, emergono nuovi trend che plasmeranno il futuro dell'industria calcistica.

L'uso dell'Intelligenza Artificiale (AI) e dei Big Data sta trasformando il calcio sotto diversi aspetti:

- **Scouting avanzato:** L'analisi dei dati permette di individuare talenti con metriche oggettive.
- **Ottimizzazione della performance:** Tecnologie AI aiutano nel

monitoraggio della condizione fisica e nella prevenzione degli infortuni.

- **Tattica e strategia:** I dati analitici forniscono agli allenatori informazioni più dettagliate sulle prestazioni della squadra e degli avversari.

I fondi sovrani di stati come Arabia Saudita e Qatar stanno entrando sempre più nel calcio, investendo in club di alto livello. Questo potrebbe alterare le dinamiche economiche, aumentando il divario tra i club più ricchi e quelli con risorse limitate. Gli esempi più evidenti sono il Fondo Pubblico d'Investimento dell'Arabia Saudita (PIF), che ha acquisito il Newcastle United e ha contribuito alla crescita della Saudi Pro League, e il QIA (Qatar Investment Authority) che possiede il Paris Saint-Germain.

Inoltre l'uso della blockchain e dei token digitali sta rivoluzionando il rapporto tra club e tifosi:

- **Fan Token:** Offrono ai tifosi l'opportunità di partecipare a decisioni del club, come la scelta della maglia o canzoni di ingresso.
- **Smart Contracts:** Possono essere utilizzati per automatizzare pagamenti e accordi contrattuali tra club e giocatori.
- **Tracciabilità dei diritti economici:** La blockchain potrebbe rendere più trasparenti i trasferimenti di giocatori e le commissioni degli agenti.

Infine la sostenibilità ambientale sta diventando una priorità per i club calcistici. Stadi a basso impatto ambientale, riduzione delle emissioni di CO₂ e iniziative sociali per promuovere il calcio nelle comunità meno abbienti sono aspetti che potrebbero influenzare il futuro dell'industria calcistica.

Il calcio sta cambiando rapidamente e l'adozione di modelli di Private Equity e Multi-Club Ownership dimostra che il settore sta diventando sempre più un'industria globale e interconnessa.

PATRIZIO MESSINA – PAOLA BAROMETRO – EDOARDO PEA*

INVESTIMENTI DEI FONDI DI *PRIVATE EQUITY* NELLE SOCIETÀ CALCISTICHE ITALIANE

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Evoluzione storica degli investimenti nel calcio italiano: la crisi del modello tradizionale e l'ingresso dei fondi di *private equity*. – 3. Le operazioni di investimento nel capitale di una società calcistica. – 3.1. La disciplina sugli assetti proprietari: i requisiti di onorabilità e solidità finanziaria. – 3.2. Le limitazioni al modello di *multi-club ownership* (MCO) nel calcio italiano. – 4. Specificità della *due diligence* nel settore calcistico, potenziali criticità e protezioni contrattuali. – 5. La *compliance* regolamentare delle società calcistiche. – 6. Conclusioni.

1. *Premessa*

Il panorama del calcio italiano ha subito una profonda trasformazione nell'ultimo decennio, con l'ingresso significativo di capitali esteri e, in particolare, di fondi di *private equity*. Questa tendenza rappresenta un cambiamento paradigmatico rispetto al modello tradizionale di proprietà familiare che ha dominato il calcio italiano per gran parte della sua storia moderna. L'accelerazione di questo fenomeno, particolarmente evidente negli ultimi cinque anni, riflette sia le sfide economiche sempre più complesse affrontate dai *club* italiani sia le opportunità di valorizzazione identificate dagli investitori istituzionali, anche alla luce dell'esperienza più che ventennale maturata oltreoceano.

Il presente contributo – dopo una breve panoramica sui recenti investimenti del *private equity* in questo mercato volta a definire le dimensioni del fenomeno – si propone di analizzare il quadro giuridico e regolamentare che disciplina tali investimenti e le peculiarità che caratterizzano i relativi accordi contrattuali.

* Sebbene il presente contributo sia frutto di un lavoro comune, a Patrizio Messina vanno attribuiti i paragrafi 1, 2, 5 e 6, a Paola Barometro il paragrafo 4, a Edoardo Pea il paragrafo 3.

2. *Evoluzione storica degli investimenti nel calcio italiano: la crisi del modello tradizionale e l'ingresso dei fondi di private equity*

Il calcio italiano si è storicamente sviluppato attorno a un modello di proprietà dominato da imprenditori e famiglie industriali italiane, che consideravano la proprietà di un *club* calcistico sia come simbolo di prestigio sociale sia come strumento di *marketing* e di consolidamento delle relazioni pubbliche per le proprie attività imprenditoriali. Figure emblematiche come Agnelli (Juventus), Moratti (Inter), Berlusconi (Milan), Sensi (Roma) e Tanzi (Parma) hanno rappresentato per decenni l'archetipo del proprietario-mecenate nel panorama calcistico nazionale.

La sostenibilità economica di questo modello ha iniziato a mostrare segni di cedimento a partire dall'inizio degli anni 2000, quando la combinazione di costi crescenti, concorrenza internazionale per l'acquisto di talenti e inadeguatezza delle infrastrutture ha eroso progressivamente la capacità dei proprietari tradizionali di sostenere finanziariamente i *club*, senza prospettive di incremento del proprio ritorno economico. A tali fattori si sono aggiunti, negli anni più recenti, gli impatti dovuti alla crisi pandemica, che ha comportato una sensibile riduzione dei ricavi.

La fase di transizione verso capitali internazionali è iniziata con acquisizioni pionieristiche come quella della Roma da parte di un gruppo di investitori americani guidati da Pallotta (2011) e dell'Inter da parte di Thohir (2013). Queste prime operazioni hanno aperto la strada a una fase più strutturata e matura di investimenti, caratterizzata dall'ingresso di fondi di *private equity*, *family office* internazionali e altri investitori istituzionali.

La convergenza tra la crisi di liquidità dei *club* calcistici causata dalla pandemia e l'espansione globale del *private equity* ha creato condizioni particolarmente favorevoli per l'intensificarsi di questa relazione d'investimento.

Il settore del *private equity* ha registrato una crescita esponenziale a livello mondiale, passando da 2.100 miliardi di euro di capitale gestito nel 2013 ad una cifra quasi raddoppiata nel 2024¹, trovando nelle so-

¹ Per una panoramica sull'andamento del *private equity* nel 2024 a livello mondiale si rinvia al *Global Private Equity Report 2025* elaborato da Bain&Company, disponi-

cietà calcistiche un *target* d'investimento con caratteristiche ideali: elevato indebitamento², significative opportunità di ottimizzazione gestionale, struttura dei costi inefficiente³, concorrenza limitata – dovuta alle elevate barriere all'ingresso nel settore – e potenziale di crescita inespresso. A questi fattori si aggiungono i vantaggi legati alla diversificazione del portafoglio, avendo il *business* calcistico una debole correlazione con l'andamento macroeconomico generale, posto che le principali fonti di ricavo di questo mercato sono solo marginalmente impattate dalle fluttuazioni congiunturali.

Ad oggi, circa la metà delle squadre di calcio di Serie A sono finanziate da fondi di *private equity*, *private debt*, *club deal* o *high-net-worth individual* esteri. Questa tendenza è in linea con quella degli altri quattro principali campionati nazionali europei (Premier League, Bundesliga⁴, La Liga e Ligue 1) in cui gli investimenti di capitali privati – unita-

bile al seguente link: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2025/bain-report_global-private-equity-report-2025.pdf. Per i dati di mercato riguardanti il primo semestre 2024 a livello europeo si rinvia al *report* elaborato da InvestEurope, associazione europea del *private equity* e *venture capital* disponibile al seguente link: https://www.investeurope.eu/media/b4eba4ke/20241108_invest-europe_b1-activity_2024.pdf.

² Secondo i dati pubblicati nel *ReportCalcio2024*, il rapporto annuale sul calcio italiano e internazionale sviluppato dal Centro Studi FIGC in collaborazione con AREL (Agenzia di Ricerche e Legislazione) e PwC Italia, l'indebitamento complessivo del calcio professionistico è stato pari a 5,7 miliardi di euro nella stagione 2022-2023, registrando un +1% rispetto alla stagione precedente, mentre il patrimonio netto aggregato è diminuito a 344 milioni di euro, registrando una riduzione del 21,9% rispetto alla stagione 2021-2022 e del 50,0% rispetto alla stagione 2020-2021. *ReportCalcio2024*, disponibile al seguente link: <https://www.pwc.com/it/it/publications/reportcalcio/2024/reportcalcio2024ITA.pdf>.

³ Secondo i dati pubblicati nel *ReportCalcio2024*, i costi di produzione del calcio italiano professionistico hanno registrato un *trend* in crescita, con un aumento del 5,5% rispetto alla stagione sportiva 2021-2022, raggiungendo i 4,9 miliardi di euro e determinando un disavanzo economico aggregato pari a 0,9 miliardi di euro, in presenza di ricavi aggregati pari a 4,3 miliardi di euro.

⁴ In tale calcolo il peso della Bundesliga è senz'altro marginale, attesa la regola federale che prevede che, ai fini dell'iscrizione ad un campionato professionistico in Germania, la metà più una delle azioni deve essere di proprietà di una *Eingetragener Verein*, associazione registrata regolata da meccanismi decisionali democratici, che nella maggior parte dei casi è rappresentata dai suoi tifosi.

mente alla Serie A – sono complessivamente passati da Euro 66,7 milioni nel 2018 a Euro 4,9 miliardi nel 2023⁵.

In questo contesto si evidenziano due fenomeni in crescita: la predominanza di capitale statunitense negli investimenti calcistici europei e la tendenza a perseguire un modello di cd. *multi-club ownership* (MCO). Su 96 *club* appartenenti ai cinque principali campionati europei, il 36% risulta partecipato, in diversa misura e con diverse tipologie di strumenti, da fondi con sede negli Stati Uniti.⁶

La prevalenza statunitense è sostanzialmente riconducibile a tre fattori: il controllo da parte di soggetti statunitensi del 60% del capitale gestito da fondi di *private equity*, la proliferazione di fondi specializzati nel settore sportivo⁷ e la crescente popolarità del calcio nel mercato americano, da ultimo testimoniata dall'investimento di 1,5 miliardi di dollari da parte di Paramount per l'acquisizione dei diritti televisivi della Champions League per un periodo di sei anni, nonché dagli investimenti della federazione americana per l'organizzazione, insieme a Messico e Canada, dei mondiali di calcio del 2026.

Con specifico riferimento al calcio italiano, ulteriori fattori d'interesse sono legati alle valutazioni ancora favorevoli se comparate a quelle dei *club* delle altre quattro principali leghe europee, alla scarsa concorrenza dell'*audience* sportiva, posto che il calcio domina nettamente la visione degli eventi sportivi in Italia (a differenza di altri Paesi europei, dove il pubblico è suddiviso tra più discipline sportive) e alla pos-

⁵ Dati disponibili su <https://pitchbook.com/news/articles/private-equity-european-football-dashboard>.

⁶ Dati disponibili su <https://pitchbook.com/news/articles/private-equity-european-football-dashboard>.

⁷ Si pensi a 777 Partners, fino a pochi mesi fa proprietario del Genoa, e ALK Capital che vanta diversi investimenti in *club* europei. Questa tipologia di investitori si caratterizza per competenze specifiche nel settore sportivo, per un approccio *multi-club* funzionale alla realizzazione di sinergie operative e per lo sviluppo di modelli di integrazione tecnologica. Accanto a tale tipologia di fondi, si riscontra in Italia la presenza di operatori come Oaktree Capital Management (Inter), Elliott Management e RedBird Capital Partners (Milan), qualificabili come “fondi generalisti” il cui approccio al calcio italiano generalmente si caratterizza per un orizzonte temporale di investimento medio (5-7 anni) ed un focus sulla ristrutturazione operativa e finanziaria, sullo sviluppo del potenziale commerciale inespresso e sulla valorizzazione delle infrastrutture.

sibilità di capitalizzare sulla presenza di visitatori nelle città ad alto flusso turistico.

Con riguardo alla potenziale crescita dei flussi di ricavi, le principali prospettive vengono individuate nello sviluppo di progetti immobiliari⁸, nell'incremento delle attività di *licensing* e *merchandising* e nell'espansione del fenomeno degli *esports*.

Nonostante le forti limitazioni, di carattere normativo e ambientale, all'investimento in infrastrutture sportive in Italia (solo il 10% degli stadi del calcio professionistico italiano non risulta di proprietà pubblica), i fondi di *private equity* ritengono che lo sviluppo di progetti immobiliari possa tradursi in una significativa crescita economica attraverso la costruzione o il rifacimento degli stadi esistenti che consentirebbero di aumentare i ricavi da *matchday*, migliorando l'esperienza degli spettatori attraverso la creazione di nuove aree VIP, *hospitality* e servizi *premium*, nonché l'attrattività per *sponsor* e investitori con lo sviluppo di tecnologie all'avanguardia e soluzioni ecosostenibili. Al contempo, la creazione di aree commerciali, ristoranti, hotel e spazi per eventi all'interno o nelle immediate vicinanze dello stadio favorirebbe un flusso costante di entrate, anche al di fuori dei giorni delle partite.

In aggiunta, i fondi di *private equity* internazionali si pongono in una posizione privilegiata ai fini del rafforzamento del *brand* e della commercializzazione dei prodotti legati ai *club*, sfruttando la loro visibilità internazionale attraverso collaborazioni con *retailer* globali e l'apertura di *store* fisici e digitali in mercati emergenti e sviluppando strategie di *co-branding* attraverso *partnership* con *brand* di moda, lusso e *streetwear*, andando ad intercettare nuovi segmenti di pubblico, oltre i tradizionali tifosi.

Quanto all'espansione degli *esports*⁹, si tratta di una delle aree di

⁸ Attualmente in Italia sono presenti 14 progetti in fase di pianificazione e/o realizzativa, con investimenti complessivi previsti per oltre 3 miliardi di euro che potrebbero avere un potenziale impatto sul PIL pari a 4,8 miliardi, un impatto occupazionale di oltre 12mila nuovi posti di lavoro oltre che un potenziale incremento dei ricavi legati alla maggiore presenza negli stadi, per oltre 200 milioni complessivi. Fonte: CalcioFinanza disponibile al seguente link: http://www.calcioefinanza.it/2024/05/01/progetti-nuovi-stadi-serie-a/?refresh_ce.

⁹ Per una panoramica sullo sviluppo del fenomeno degli *esports* in Italia e sulle prospettive di crescita si rinvia all'*Esports Reputation Report* elaborato dall'Osservato-

maggiore crescita per il settore calcistico, attraendo nuove generazioni di tifosi e creando nuove opportunità commerciali.

A livello europeo, con il supporto dei fondi che hanno investito nel loro capitale, i *club* stanno sfruttando questa nuova tendenza attraverso la creazione di *team esports* ufficiali che, attraverso la partecipazione a competizioni di EA SPORTS FC (già EA SPORTS FIFA) e altri videogiochi sportivi, consente ai *club* di espandere la propria *fanbase* e attrarre *sponsor* tecnologici, e l'organizzazione di eventi e tornei digitali che, attraverso il coinvolgimento di *influencer* e *content creator*, può ampliare il bacino di utenti e generare ricavi attraverso sponsorizzazioni e sfruttamento dei diritti di immagine.

3. Le operazioni di investimento nel capitale di una società calcistica¹⁰

La struttura d'investimento più comune utilizzata dai fondi di *private equity* per acquisire partecipazioni in squadre di calcio italiane prevede l'impiego di uno *special purpose vehicle* (SPV), spesso con sede all'estero per una migliore ottimizzazione fiscale, solitamente costituito *ad hoc* dagli investitori ai fini dell'esecuzione dell'operazione. In tale entità viene realizzato il co-investimento tra almeno un *general partner* (il gestore) e uno o più *limited partners* (investitori passivi), con la possibilità, in alcuni casi, di coinvolgere anche co-investitori strategici locali e il *management team* della società calcistica "target" dell'operazione, al fine di beneficiare di competenze specifiche, facilitare l'interazione con le istituzioni locali e favorire un allineamento di interessi con la linea dirigenziale, sin dalla fase di negoziazione degli accordi definitivi, precedente al perfezionamento dell'operazione.

Nell'articolazione del processo acquisitivo di una società calcistica sono numerosi gli elementi da considerare sotto il profilo giuridico, anche a fronte del coacervo di norme civilistiche e federali applicabili in questo contesto.

rio Italiano Esports ed IZI S.p.A. e disponibile al seguente *link*: <https://www.oiesportst/esports-e-calcio-in-italia-q1-2024/>.

¹⁰ Nel presente contributo non verranno approfondite le strutture di investimento alternative, senz'altro più presenti in altri mercati europei, che prevedono l'utilizzo di strutture ibride, che combinano elementi di *equity* e debito, quali prestiti convertibili o strumenti partecipativi.

Nel prosieguo della trattazione verranno pertanto affrontate alcune delle questioni più rilevanti connesse a detto processo, legate principalmente: (i) ai requisiti previsti dalla normativa federale applicabile ai fini della detenzione di una partecipazione qualificata (*i.e.* almeno pari al 10%) nel capitale sociale di una società calcistica italiana; (ii) alle limitazioni previste in relazione al fenomeno della *cd. multi-club ownership* (MCO); nonché (iii) ai principali rischi connessi all'*asset* oggetto di acquisizione, come individuabili in sede di *due diligence*, e alla clausole contrattuali più caratteristiche.

3.1. *La disciplina sugli assetti proprietari: i requisiti di onorabilità e solidità finanziaria*

Ai sensi di quanto previsto dall'art. 20-*bis* delle Norme Organizzative Interne della FIGC (NOIF), chiunque intenda acquisire – direttamente o indirettamente, anche mediante sottoscrizione di un aumento del capitale sociale – una partecipazione rappresentativa di almeno il 10% del capitale di una società calcistica italiana affiliata alla FIGC e associata a una delle Leghe professionistiche¹¹ deve essere in possesso di specifici requisiti di onorabilità e di solidità finanziaria, previsti rispettivamente dai commi 5 e 6 del medesimo art. 20-*bis* delle NOIF.

Il necessario possesso di detti requisiti – e il relativo controllo da parte della FIGC – sono previsti dalla normativa federale con l'obiettivo principale di garantire la trasparenza degli assetti proprietari delle società calcistiche, oltre che evitare che l'acquisizione di una società calcistica sia posta in essere da soggetti privi di adeguate risorse economiche e finanziarie, con il conseguente rischio di danneggiare la società, ma anche e soprattutto di mettere a repentaglio il corretto svolgimento dell'intero campionato.

Segnatamente, per quanto concerne i requisiti di onorabilità, è richiesto che i soggetti interessati non abbiano riportato condanne penali relativamente a taluni reati espressamente individuati dalle NOIF, tra i quali si segnalano, in particolare, le fattispecie di reato previste in materia antiriciclaggio e anti-corruzione, nonché i reati di bancarotta. Inoltre, la disposizione in parola prevede che i predetti sogget-

¹¹ Sono Leghe professionistiche, facenti parte della FIGC, la Lega Serie A, la Lega Serie B e la Lega Pro.

ti non debbano: (i) essere stati soci o aver ricoperto – nella stagione in corso alla data del perfezionamento dell’acquisizione o nelle cinque precedenti – la carica di amministratore o dirigente in società professionistiche destinatarie di provvedimenti di fallimento, decadenza e/o revoca della affiliazione, non ammissione al campionato di competenza o esclusione dal campionato; (ii) aver effettuato acquisizioni e poi cessioni di partecipazioni qualificate nel corso della medesima stagione sportiva o nel corso di due stagioni sportive consecutive, nelle cinque stagioni precedenti.

È altresì previsto che, nel caso in cui il soggetto intenzionato ad acquisire la predetta partecipazione qualificata sia una società o altro ente, italiano o estero, di qualsiasi genere (ivi inclusi i *trust*), il possesso dei requisiti di onorabilità di cui all’art. 20-*bis*, comma 5, delle NOIF dovrà essere verificato in capo a coloro che ne detengano il controllo – da intendersi, come espressamente chiarito dalle NOIF stesse, quale cd. “controllo di diritto”, ai sensi dell’art. 2359, comma 1, n. 1) e comma 2, c.c.¹² – nonché da coloro che ne esercitino i poteri di rappresentanza ovvero, ancora, che ne risultino i beneficiari effettivi, ai sensi della normativa applicabile.

Una norma di chiusura dispone che, nel caso in cui la predetta acquisizione venga effettuata per il tramite di una società neocostituita (per tale intendendosi una società costituita entro l’anno precedente l’acquisizione), i summenzionati requisiti di onorabilità dovranno essere soddisfatti da tutti i soggetti partecipanti (direttamente o indirettamente), indipendentemente dalla partecipazione detenuta da tali soggetti nel capitale della società “target” dell’operazione.

A tale proposito, appare evidente che il regolatore – nel disciplinare i requisiti necessari ai fini dell’acquisizione di partecipazioni in società professionistiche affiliate alla FIGC – non abbia preso in considerazione la struttura tipica delle operazioni effettuate da fondi di *private equity*,

¹² Ai sensi dell’art. 2359 c.c., “1. Sono considerate società controllate: (1) le società in cui un’altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell’assemblea ordinaria; (2) le società in cui un’altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un’influenza dominante nell’assemblea ordinaria; (3) le società che sono sotto influenza dominante di un’altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

2. Ai fini dell’applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta: non si computano i voti spettanti per conto di terzi”.

molto spesso caratterizzate dalla presenza di una moltitudine di investitori provenienti da diversi Paesi (per la quasi totalità meramente passivi e privi di alcuna possibilità di incidere concretamente sulle decisioni adottate dalle società partecipanti alla catena di controllo), che spesso rende piuttosto complessa l'attività di raccolta della documentazione necessaria ai fini del *filing* presso FIGC (*i.e.* il certificato del casellario giudiziario e dei carichi pendenti, per i soggetti italiani, e, per i soggetti esteri, certificati equipollenti, accompagnati da apposite autodichiarazioni circa il possesso dei requisiti di onorabilità) da parte del *lead investor*.

Quanto invece ai requisiti di solidità finanziaria richiesti ai soggetti acquirenti, il comma 6 dell'art. 20-*bis* delle NOIF dispone che tali soggetti debbano attestare, mediante la produzione di apposite dichiarazioni da parte di uno o più istituti di credito, nazionali o esteri: (i) di intrattenere rapporti ordinari con dette banche, senza che si siano verificate irregolarità o inadempimenti specifici; nonché (ii) che il proprio merito creditizio in relazione all'attività imprenditoriale (o professionale) dai medesimi svolta non sia inferiore a B+ o a una classe di merito di credito equipollente.

Inoltre, con riferimento alle acquisizioni di partecipazioni in società i cui *club* partecipino al campionato di Serie B o di Serie C, i soggetti interessati dovranno presentare apposita fideiussione bancaria a prima richiesta (in misura proporzionale alla partecipazione qualificata acquisita) rilasciata da una banca autorizzata a operare in Italia in favore della rispettiva Lega di appartenenza del *club*, a garanzia di specifici debiti sportivi scaduti per la stagione in corso al momento del perfezionamento dell'acquisizione.

Per la verifica del possesso dei requisiti di onorabilità e solidità finanziaria, i soggetti interessati sono tenuti a depositare presso l'apposita commissione istituita dalla FIGC (*i.e.* la Commissione Acquisizioni Partecipazioni Societarie – Co.A.P.S.), entro il termine perentorio del quindicesimo giorno successivo al perfezionamento dell'acquisizione di una partecipazione qualificata, la documentazione comprovante il possesso di detti requisiti, di cui all'art. 20-*bis*, commi 5 e 6, delle NOIF.

Ai fini del perfezionamento dell'acquisizione di una partecipazione qualificata in una società calcistica italiana non è pertanto richiesto l'ottenimento della previa autorizzazione e/o del nulla osta da parte della FIGC, essendo l'obbligo di depositare la documentazione necessaria a dimostrare il possesso dei requisiti di onorabilità e solidità finanziaria

un adempimento successivo al perfezionamento dell'operazione stessa. La verifica circa il possesso di tali requisiti da parte della FIGC – ferme restando le conseguenze sanzionatorie del mancato rispetto degli stessi, delle quali si dirà a breve – non potrà pertanto inficiare in nessun caso l'efficacia dell'operazione acquisitiva.

In considerazione di quanto precede, non si renderà dunque necessario inserire nel contratto di acquisizione alcuna condizione sospensiva relativa alla documentazione da depositare presso la Co.A.P.S., che anzi procederà all'analisi della stessa esclusivamente a seguito del perfezionamento dell'acquisizione, dovendo l'acquirente depositare presso la FIGC anche l'atto (sia esso l'annotazione delle girate sui certificati azionari o l'atto di trasferimento sottoscritto per atto pubblico o scrittura privata autenticata) dal quale risulti l'effettivo acquisto della partecipazione da parte del nuovo socio.

Il rispetto degli obblighi previsti dalle NOIF in materia di requisiti di onorabilità e solidità finanziaria è di importanza fondamentale nel contesto dell'investimento in una società calcistica italiana, in quanto la violazione di detti obblighi può risultare nell'applicazione di considerevoli sanzioni, previste dall'art. 32 del Codice di Giustizia Sportiva (CGS), che spaziano dall'applicazione di una sanzione pecuniaria per la società tra i diecimila e i centomila euro – a fronte del mero ritardo nel deposito della documentazione richiesta presso la FIGC – sino all'applicazione nei confronti della società interessata della sanzione di non meno di due punti di penalizzazione in classifica.

Da ultimo, il mancato possesso dei predetti requisiti da parte di un soggetto obbligato a rispettarli potrebbe determinare, ai sensi dell'art. 32, comma 5-*sexies*, del CGS, il sorgere dell'obbligo per l'investitore di trasferire tempestivamente la partecipazione oggetto di acquisizione in favore di soggetti terzi che siano in possesso dei requisiti prescritti dalle NOIF, con la necessaria ed espressa esclusione del mantenimento a favore del soggetto cedente di qualsivoglia ruolo nella società o nei soggetti che – direttamente o indirettamente – partecipano ad essa.

3.2. Le limitazioni al modello di multi-club ownership (MCO) nel calcio italiano

Un ulteriore aspetto di particolare attenzione nel contesto delle valutazioni relative a un investimento in una società calcistica italiana è

determinato dalla disciplina normativa prevista in materia di cd. *multi-club ownership* (MCO)¹³.

Il fenomeno della MCO, ossia della “pluriproprietà” di più società di calcio professionistico¹⁴, è generalmente definibile come la circostanza in cui un medesimo soggetto – sia esso persona fisica o giuridica – eserciti il controllo o un influenza notevole su più di una società calcistica. Trattasi di un fenomeno particolarmente diffuso nel panorama globale, se si considera che, alla fine del 2024, le società calcistiche partecipate da investitori *multi-club* erano 342 (delle quali 123 società – ossia circa il 17% del totale – appartenenti ai principali campionati nazionali europei), contro le circa 60 di un decennio prima¹⁵.

Questa tendenza ha indotto gli investitori a cogliere l’opportunità di investire in più squadre in diversi Paesi, al fine di sfruttare al meglio le sinergie generate tra dette società partecipate dai medesimi investitori *multi-club* (in maniera sostanzialmente analoga ai servizi *intercompany* prestati da una società in favore di una o più società del medesimo gruppo), razionalizzando altresì i relativi costi e rafforzando la relativa *brand awareness*.

Tuttavia, se da un lato sono innegabili i vantaggi e benefici generati dalla MCO, al contempo la concentrazione della proprietà di più *club* nelle mani di un numero limitato di soggetti determina, dall’altro lato, il sorgere di taluni rischi connessi a tale fenomeno, quali potenziali conflitti di interessi relativi all’ipotesi in cui due *club* partecipati dai medesimi investitori dovessero affrontarsi in campo – creando eventuali rischi di integrità per le competizioni calcistiche –, così come potenziali criticità sotto il profilo di possibili condotte anticoncorrenziali, tali da determinare il generarsi di posizioni dominanti capaci di alterare il libero gioco della concorrenza.

¹³ Per un’analisi maggiormente approfondita del fenomeno delle cd. *multi-club ownerships*, si rinvia a F.R. FIMMANÒ, *Il fenomeno delle “multi-club ownerships” (MCO). Le pluriproprietà delle società di calcio*, in *Rivista di Diritto Sportivo*, 1/2022, p. 120-162.

¹⁴ Un esempio per tutti, a tale riguardo, è rappresentato dalla società britannica City Football Group Ltd, proprietaria di 13 diversi *club* nel mondo, tra i quali il Manchester City, il Girona e il Palermo.

¹⁵ Dati risultanti dal report UEFA “*The European Club Finance and Investment Landscape*” (ed. 2024), disponibile al seguente *link*: <https://cdn.vev.design/private/aTCxVXgBbmVmw45NvpIseApVuy2/1joo9t-uefa-benchmarking-ecfil-report-2024.pdf>

Tenuto conto dei predetti rischi e al fine di arginare gli stessi, nonché alla luce dell'esponentiale crescita del fenomeno a livello globale, la MCO è stata oggetto di specifica regolamentazione, tanto a livello internazionale¹⁶ ed europeo (come meglio precisato nel prosieguo), quanto a livello nazionale.

Con specifico riferimento alle società calcistiche italiane del settore professionistico, la MCO trova la propria disciplina normativa nell'art. 7 dello Statuto della FIGC e negli artt. 16-*bis* (relativamente alle società di calcio maschile) e 16-*ter* (con riferimento alle società di calcio femminile) delle NOIF.

Segnatamente, in linea con quanto disposto dall'art. 7, comma 7, dello Statuto della FIGC¹⁷, ai sensi dell'art. 16-*bis*, comma 1, delle NOIF, *“non sono ammesse partecipazioni, gestioni o situazioni di controllo, in via diretta o indiretta, in più società del settore professionistico da parte del medesimo soggetto, del suo coniuge o del suo parente ed affine entro il quarto grado”*; il medesimo divieto è altresì esteso anche alle società di calcio femminile, ai sensi dell'art. 16-*ter* delle NOIF.

La disposizione di cui all'art. 16-*bis*, comma 1, delle NOIF vieta pertanto la contemporanea partecipazione del medesimo soggetto in più società calcistiche del settore professionistico, lasciando invece impregiudicata la possibilità di detenere contemporaneamente partecipazioni in una società professionistica e in una dilettantistica, anche al fine di incentivare l'investimento nel calcio non professionistico.

Il comma 2 della disposizione in parola prevede altresì che, qualora un soggetto titolare di partecipazioni di controllo sia in una società dilettantistica che in una del settore professionistico incorra nel predetto divieto di MCO a seguito del passaggio della prima società dal settore dilettantistico a quello professionistico per meriti sportivi, il socio delle due società dovrà porre rimedio a tale situazione – a pena di decadenza

¹⁶ L'art. 20, comma 2, dello Statuto FIFA prevede l'obbligo per le associazioni membri della FIFA (tra le quali rientra la FIGC) di garantire – mediante l'implementazione di un'apposita disciplina a livello nazionale – che nessuna persona fisica o giuridica eserciti in qualsiasi modo il controllo su più di un *club*, qualora tale circostanza possa risultare tale da compromettere l'integrità di una competizione calcistica.

¹⁷ Ai sensi dell'art. 7, comma 7, dello Statuto della FIGC (da ultimo approvato dalla Giunta Nazionale del CONI con deliberazione n. 479 del 20 novembre 2024), *“Non sono ammesse partecipazioni, gestioni o situazioni di controllo, in via diretta o indiretta, in più società del settore professionistico da parte del medesimo soggetto”*.

della affiliazione della società proveniente dal settore dilettantistico – entro e non oltre il quinto giorno antecedente la scadenza fissata dalle norme federali per la presentazione della domanda di ammissione al campionato professionistico di competenza, trasferendo la partecipazione dal medesimo – o dai relativi stretti familiari – detenuta in una delle due società.

Senza pregiudizio per quanto precede, una deroga specifica al divieto di MCO è espressamente prevista dal comma 1-*bis* dell'art. 16-*bis* delle NOIF, ai sensi del quale il divieto in parola non trova applicazione in relazione alle ipotesi di conclusione di accordi di licenza o di acquisizione di partecipazioni di controllo, che vedono interessate, nel contesto di una sola operazione, società professionistiche di calcio maschile e società operanti nel calcio femminile.

Fatta esclusivamente salva la deroga appena richiamata, la normativa federale nazionale impedisce pertanto ai medesimi soggetti di investire contemporaneamente in più società italiane del settore professionistico.

Fermo restando il divieto imposto a livello nazionale, gli investitori in società calcistiche italiane potranno comunque beneficiare dei vantaggi tipici della MCO effettuando investimenti in società professionistiche partecipanti a campionati esteri – come ampiamente dimostrato dal sempre maggior numero di società calcistiche partecipate da investitori *multi-club* a livello globale sopra richiamato –, tenendo tuttavia a mente quanto previsto, relativamente agli investimenti in società calcistiche europee, dall'art. 5 dei regolamenti UEFA disciplinanti rispettivamente la UEFA Champions League, la UEFA Europa League e la UEFA Conference League, che – con una disposizione sostanzialmente analoga in ciascuno dei tre regolamenti – vieta ai *club* partecipati dai medesimi investitori *multi-club* di prendere parte alla stessa competizione europea, con la conseguenza che solamente uno di tali *club* potrà partecipare, mentre gli altri ne rimarranno esclusi, secondo le modalità espressamente previste dai predetti regolamenti.

4. *Specificità della due diligence nel settore calcistico, potenziali criticità e protezioni contrattuali*

Un'operazione di investimento nel settore calcistico richiede un'analisi particolarmente approfondita durante la fase di *due diligence*, sia

di natura legale che economico-finanziaria e fiscale. L'unicità di questo mercato impone infatti agli investitori una comprensione di dinamiche che difficilmente trovano paragoni in altri settori economici.

La complessità dell'analisi deriva innanzitutto dalla natura stessa del valore delle società calcistiche, in cui predomina una componente immateriale. I diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, che costituiscono spesso uno degli *asset* principali di un *club*, rappresentano un bene la cui valutazione è intrinsecamente volatile, influenzata da fattori tecnici, atletici e persino mediatici che sfuggono alle tradizionali metriche valutative. Inoltre, la redditività generata attraverso le plusvalenze derivanti dalla compravendita di calciatori può rappresentare un ulteriore fattore di rischio, specialmente in circostanze in cui tali operazioni siano state condotte con criteri poco trasparenti o al di fuori di una strategia finanziaria sostenibile. In questo contesto, una corretta analisi della sostenibilità del modello di *business* e della gestione dei diritti sui calciatori diventa essenziale per garantire la solidità economico-finanziaria del *club* nel lungo periodo nonché la piena conformità alla disciplina regolamentare.

Sempre restando nel mondo degli *intangibles*, il marchio costituisce una risorsa di enorme valore, ancora in parte inespressa. Il marchio non rappresenta infatti solo l'identità visiva del *club*, ma è strettamente collegato a strategie di *merchandising* e *licensing* che generano flussi di ricavi aggiuntivi. In un contesto in cui la maggior parte dei *club* non possiede uno stadio di proprietà, il marchio costituisce altresì un *asset* rilevante non solo ai fini valutativi ma anche ai fini della possibile costituzione di garanzie a supporto di linee di finanziamento, rendendolo dunque un elemento chiave nell'attrattività per gli investitori e nella costruzione di un modello di *business* sostenibile.

Per tali motivi l'attività di *due diligence* sui marchi assume particolare rilievo per un fondo ed è volta principalmente a verificare l'effettiva titolarità dei marchi, la loro validità e la loro copertura territoriale e merceologica, l'assenza di opposizioni o di altre azioni promosse da parte di terzi, vincoli derivanti da accordi con sponsor tecnici che limitino l'uso dei marchi su prodotti di *merchandising*, limitazioni derivanti da accordi con licenziatari esclusivi in determinati territori o categorie merceologiche, possibili limitazioni nell'interazione tra marchi del *club* e diritti di immagine dei singoli calciatori.

Nel corso della *due diligence* è anche rilevante cercare di determi-

nare se i marchi sono utilizzati per tutti i prodotti e i servizi rivendicati e se vi sono rischi di decadenza per non uso, totale o parziale, che potrebbero diminuire il valore dell'investimento prospettato. Allo stesso modo, andrà verificata la trascrizione di eventuali atti di pegno (o di cessione/licenza) che potrebbero avere un impatto sul trasferimento o sul godimento dei titoli.

Quanto agli accordi con terzi, l'importanza dei marchi si manifesta non solo nel *licensing* attivo, ossia nella concessione a terzi di licenze sul marchio della squadra, ma anche per il *licensing* passivo, che ricomprende i casi in cui è la squadra a stipulare accordi per l'utilizzo di marchi di terzi, in particolare degli sponsor. Particolarmente rilevanti sono gli accordi con gli sponsor di maglia, sia in considerazione della grande visibilità loro riservata, sia per i vincoli imposti dai regolamenti di settore, per esempio in relazione al *positioning* e alle dimensioni dei loghi da apporre sulla maglia da gioco, sulla maglia da *training*, sui capi di abbigliamento *pre-match*, e così via. In molti casi, tali accordi includono clausole di esclusiva che devono essere coordinate con i contratti di *marketing* sportivo, limitando, ad esempio, la possibilità di concludere intese per specifici mezzi promozionali – come i led a bordo campo – con società attive in un determinato settore. Il *puzzle* di esclusive concesse e imposte può limitare fortemente la libertà della squadra, con evidenti conseguenze sulla possibilità di espandere il proprio *network* di *partnership* commerciali e di massimizzare le opportunità di valorizzazione del *brand*.

Un ulteriore elemento di complessità – che va attentamente valutato in sede di *due diligence* – deriva dal peculiare sistema normativo in cui operano le società calcistiche. Come accennato, queste si trovano infatti ad agire all'interno di un doppio ordinamento: quello codicistico e quello sportivo, con le sue regole autonome e i suoi organi di giustizia dedicati. Gli investitori devono quindi conoscere entrambi i sistemi per valutare correttamente i rischi legali connessi all'acquisizione, non sottovalutando l'impatto che il mancato rispetto delle normative sportive può avere sul valore dell'investimento.

In particolare, le società di calcio sono tenute al rispetto delle disposizioni relative ai requisiti economico-finanziari e organizzativi richiesti per l'iscrizione alle competizioni nazionali ed europee organizzate rispettivamente dalla FIGC e dalla UEFA, che hanno introdotto progressivamente delle regole di controllo dei costi e dell'indebitamento finalizzate a prevenire (o meglio ridurre gli squilibri economico fi-

nanziari) delle squadre di calcio, prima sotto forma di linee guida e poi come requisiti veri e propri di accesso alle competizioni UEFA e ai campionati nazionali.

Limitandoci alla disciplina introdotta dalla FIGC, il rilascio della licenza per la partecipazione al campionato di Serie A è subordinato al rispetto di una serie di criteri legali, economico-finanziari, infrastrutturali, sportivi ed organizzativi, come delineati nel “Sistema Licenze Nazionali”, approvato di anno in anno dalla FIGC¹⁸ e nelle già citate NOIF che verranno descritti nel prosieguo.

Al di là della sanzione più grave rappresentata dal mancato rilascio della licenza per la stagione successiva, laddove la società non rispetti anche solo uno degli adempimenti previsti dalla suddette norme, le conseguenze sono comunque significative, potendo concretarsi nell’applicazione di ammende, penalizzazioni di punti in classifica e limitazioni alle operazioni di acquisizione di diritti alle prestazioni sportive dei calciatori.

Per tali motivi, anche in questo ambito la *due diligence* non solo legale ma anche finanziaria e contabile assume rilevanza essenziale e si pone come obiettivo quello di intercettare potenziali criticità rispetto al contesto regolamentare, potenzialmente idonee ad avere effetti dirompenti sul valore dell’*asset* oggetto di acquisizione.

Uno degli aspetti più delicati da valutare in un’operazione di M&A su un *club* calcistico riguarda poi i contratti con il personale sportivo, in particolare quelli stipulati con calciatori e *staff* tecnico. Questi accordi non solo rappresentano una delle principali voci di costo per la società, ma possono anche costituire elementi di rigidità contrattuale e di potenziale rischio finanziario, incidendo in maniera determinante sul valore complessivo dell’operazione.

Un primo elemento di criticità è costituito dalla natura particolarmente onerosa di molti contratti con i calciatori: spesso, gli stipendi concordati sono estremamente elevati e garantiti su base pluriennale, indipendentemente dal rendimento dell’atleta o dalle condizioni economiche della società. Questo significa che, in caso di difficoltà finan-

¹⁸ Il Sistema Licenze Nazionali per l’ammissione ai Campionati Professionistici di Serie A, di Serie B e di Serie C per la stagione sportiva 2025/2026 è stato approvato dalla FIGC in data 20 dicembre 2024 ed è disponibile al seguente *link*: https://www.figc.it/media/257616/all-al-cu-145-manuale-licenze-nazionali_-2025-2026.pdf.

ziarie o di retrocessione, il *club* potrebbe trovarsi a sostenere ingaggi insostenibili, fatta salva la possibilità di cessione.

Molti accordi prevedono poi il pagamento di penali in caso di interruzione anticipata, sia per il calciatore che per il *club*. Ciò significa che l'acquirente, nel contesto dell'operazione, deve valutare con attenzione il potenziale costo di eventuali esoneri di *staff* tecnico o la cessione di calciatori non più ritenuti strategici.

Per tali accordi è poi prevista una disciplina federale specifica il cui mancato rispetto può comportare conseguenze rilevanti, in alcuni casi con impatti sulla validità stessa degli accordi.

Un altro fattore critico è legato alla gestione dei diritti d'immagine. Molti contratti prevedono clausole che regolano lo sfruttamento commerciale dell'immagine dei calciatori, determinando se questi diritti siano detenuti dalla società o dal giocatore stesso (fermi restando i limiti imposti dai regolamenti in materia per alcuni tipi di utilizzi, per esempio in relazione a diritti TV). In alcuni casi, ciò può influenzare significativamente le entrate derivanti da *sponsorship* e accordi pubblicitari, riducendo il potenziale commerciale del *club*. A volte, questi contratti prevedono specifiche regole in tema di uso dell'immagine del calciatore a fini pubblicitari, volti a valorizzare la notorietà del calciatore, specialmente *online*, dove questi può anche assumere le vesti di vero e proprio *influencer*.

Infine, non si può trascurare l'impatto della normativa sul *fair play* finanziario su tale tipologia di contratti. Le regole imposte da UEFA e federazioni nazionali limitano la percentuale di spese per il personale rispetto ai ricavi, imponendo ai *club* di mantenere un certo equilibrio finanziario. Contratti eccessivamente onerosi o mal gestiti possono compromettere la conformità alle normative e, di conseguenza, esporre la società a sanzioni, esclusioni da competizioni o restrizioni nel mercato dei trasferimenti.

Un altro aspetto di fondamentale importanza nelle operazioni di M&A su squadre di calcio riguarda la concessione dello stadio. La disponibilità di un impianto adeguato non è solo una questione di prestigio sportivo, ma anche un elemento chiave nella sostenibilità finanziaria del *club*. Tuttavia, la gestione di uno stadio può presentare diverse criticità, che vanno analizzate con attenzione nella *due diligence*.

Uno dei primi elementi da considerare è la durata e la natura del contratto di concessione. Più del 70% dei *club* calcistici in Italia non

sono proprietari degli impianti in cui giocano, ma li utilizzano grazie a concessioni pubbliche o contratti di locazione con soggetti privati. La durata della concessione è limitata (sebbene in molti casi il termine sia particolarmente lungo), e pertanto la società potrebbe trovarsi in una situazione di incertezza rispetto alla disponibilità futura dello stadio, elemento peraltro imprescindibile per l'iscrizione al campionato.

Un ulteriore aspetto da valutare è l'eventuale presenza di vincoli di utilizzo. Alcuni contratti di concessione limitano la possibilità di ospitare eventi non sportivi, come concerti o altre tipologie di eventi sportivi, riducendo le opportunità di monetizzazione dello stadio. In alcuni casi, il *naming right* dell'impianto non è gestito direttamente dal *club*, impedendo alla società di sfruttare un'importante fonte di ricavo.

Un altro elemento di rischio riguarda la manutenzione e gli investimenti infrastrutturali. Spesso, il *club* concessionario è tenuto a coprire le spese di manutenzione ordinaria e, in alcuni casi, anche di quella straordinaria. Se lo stadio è datato e richiede lavori di ristrutturazione, questi costi possono pesare notevolmente sul bilancio del *club*. Inoltre, un impianto obsoleto potrebbe non rispettare gli standard richiesti per competizioni internazionali, limitando le opportunità di crescita sportiva e commerciale.

Infine, è fondamentale considerare il rischio di revoca o modifica delle condizioni della concessione. Se l'impianto è di proprietà pubblica, un cambiamento nelle amministrazioni locali o nelle politiche di gestione potrebbe portare a una revisione degli accordi, con possibili ripercussioni negative sul *club*.

Nel complesso, la concessione dello stadio rappresenta un elemento strategico che può influenzare significativamente il valore di un *club* calcistico. Un'analisi approfondita delle condizioni contrattuali di utilizzo, dei costi associati e delle potenzialità di sfruttamento commerciale è essenziale per garantire la stabilità economica del *club* e il successo dell'operazione di M&A.

Infine, un ultimo elemento di possibile criticità strettamente legato alla tipologia di *asset* oggetto di investimento è data dai contratti di finanziamento, anche in considerazione dell'ammontare dell'indebitamento che per molti *club* raggiunge cifre ingenti¹⁹. Al di là degli aspetti

¹⁹ Sulla base dei bilanci relativi all'esercizio chiuso al 30 giugno 2024, emerge che le prime tre squadre in termini di indebitamento (comprensivo dei debiti verso i soci)

legati alla sostenibilità del debito, oggetto di *due diligence* finanziaria, i contratti di finanziamento ed i contratti di *factoring* – di cui i *club* calcistici fanno largamente uso – contengono clausole di cd. *change of control* che prevedono la facoltà per l'istituto bancario di estinguere anticipatamente il contratto, accelerando il rimborso del debito, in caso di cambio di controllo negli assetti proprietari del *club*.

A fronte di questa panoramica sui rischi specifici che un investitore è chiamato a valutare, è importante sottolineare come numerosi possano essere i meccanismi a protezione dell'investimento.

Tra questi un primo meccanismo di protezione può senz'altro essere rappresentato da clausole di prezzo con meccanismi premiali di “*earn – out*” legati al raggiungimento di obiettivi sportivi o comunque volti a colmare eventuali *gap* valutativi, il più delle volte derivanti da incertezze sulle fonti di ricavo al momento del perfezionamento dell'acquisizione. A titolo esemplificativo, si consideri il caso in cui il *closing* avvenga mentre il *club* occupi una posizione in classifica che potrebbe garantirgli l'accesso alle competizioni europee, con la conseguente prospettiva di ulteriori ricavi derivanti dai diritti televisivi. In tale scenario, il valore economico del *club* e la sostenibilità dell'investimento potrebbero essere strettamente legati al mantenimento di questa posizione fino al termine della stagione. Altra fattispecie rilevante potrebbe essere rappresentata dal raggiungimento di una certa soglia di plusvalenze a fronte del trasferimento, in una o più finestre di mercato, dei giocatori del *club*, ovvero l'incremento dei ricavi connesso alla conclusione di uno o più contratti di *sponsorship*.

Al contrario, laddove il *club* sia a rischio retrocessione, è di tutta evidenza che il mancato raggiungimento dell'obiettivo sportivo potrebbe incidere significativamente sulle entrate previste, e questo non solo in relazione alla riduzione dei ricavi derivanti dai diritti televisivi ma anche in relazione a contratti di *sponsorship* i cui proventi siano legati alla *performance* sportiva, con conseguente possibile disapplicazione dell'*earn-out* anche in caso di raggiungimento degli obiettivi posti alla base del suo riconoscimento. È bene tuttavia sottolineare che, anche nella definizione di tali clausole, occorre considerare la disciplina fede-

sono l'Inter, con 734,8 milioni di euro, la Juventus con 638,9 milioni e la Roma, con un indebitamento lordo di 636,3 milioni.

rale italiana ed europea che potrebbe porre dei limiti alla definizione di clausole di *earn-out* particolarmente “creative”²⁰.

Un ulteriore elemento di protezione è costituito dalla previsione di condizioni sospensive al cui verificarsi è legato il perfezionamento dell’operazione. Come chiarito in precedenza, lo *screening* a cura della Co.A.P.S. sul possesso da parte dell’acquirente dei requisiti di onorabilità e solidità finanziaria non può costituire una condizione sospensiva, in quanto la commissione è chiamata ad effettuare tale valutazione solo a seguito del perfezionamento dell’operazione.

Risulta invece senz’altro consigliabile prevedere tra le condizioni sospensive il rilascio da parte degli istituti bancari con cui il *club* abbia un’esposizione finanziaria di un’apposita rinuncia a far valere il diritto di cessazione anticipata dei contratti di finanziamento e/o *factoring* in essere a fronte del verificarsi di un cd. cambio di controllo negli assetti partecipativi. Tra le ulteriori condizioni sospensive non è insolito prevedere la permanenza nel *club* di figure chiave quali ad esempio il direttore sportivo o altre figure di *staff* ritenute dall’investitore imprescindibili al fine di preservare la continuità del *club* o ancora l’adempimento da parte del *club* di obbligazioni richieste dalla disciplina federale (e ciò al fine di evitare che il *club* possa incorrere in sanzioni particolarmente gravi quali la penalizzazione in classifica prima del *closing* quando l’investitore non abbia ancora il controllo sulla società).

Quanto alla gestione del calcio mercato, è bene tenere a mente che, laddove il cd. *interim period* (i.e. il periodo intercorrente tra il *signing* ed il *closing* dell’operazione) si posizionasse nel corso di una finestra di calcio-mercato, potrebbe essere opportuno prevedere quanto meno degli obblighi informativi a beneficio del potenziale acquirente aventi

²⁰ A titolo meramente esemplificativo, si pensi alla disciplina di cui all’art. 18-ter del “Regolamento FIFA sullo status e il trasferimento dei calciatori”, relativo alla cd. *third party ownership* (TPO) che – sia pure in via del tutto residuale e comunque strettamente dipendente dal contenuto specifico della clausola – potrebbe venire astrattamente in rilievo in relazione a clausole di *earn-out* connesse al trasferimento di singoli giocatori. Per una disamina sulla disciplina delle TPO si rinvia a N. CAVALLARO, *La cessione dei diritti economici dei calciatori. In tema di third party ownership e third party investment*, in *Quaderni di Diritto delle attività motorie e sportive*, a cura di C. BOTTARI, 2021, Fondazione Bologna University Press.

ad oggetto i trasferimenti di giocatori in corso di negoziazione, anche in questo caso nel rispetto della normativa federale²¹.

Per tutti gli altri rischi che non possano essere gestiti con i rimedi summenzionati, è possibile proteggere l'investimento attraverso specifiche dichiarazioni e garanzie e connessi obblighi di indennizzo, oltre che attraverso obblighi di indennizzo specifici legati a rischi già noti.

Nel contesto appena delineato è evidente che gli investitori di *private equity* sono tenuti ad integrare le tradizionali analisi economico-finanziarie con valutazioni specifiche delle componenti sportive, regolamentari e reputazionali. Solo attraverso una comprensione profonda di queste dinamiche peculiari è possibile strutturare operazioni di acquisizione che contemplino adeguati meccanismi di protezione dell'investimento.

5. La compliance regolamentare delle società calcistiche

Le società calcistiche professionistiche, oltre a essere soggette alla disciplina ordinaria prevista in materia di società di capitali, devono altresì conformarsi alla disciplina specifica dell'ordinamento sportivo, essendo tenute a operare nel rispetto di rigidi vincoli normativi, finalizzati a garantire la sostenibilità economica, la trasparenza e l'equità del sistema calcistico italiano.

Segnatamente, per partecipare ai campionati professionistici italiani, le società calcistiche devono ottenere, di anno in anno, apposita licenza nazionale, per l'ottenimento della quale è necessario soddisfare una serie di requisiti relativi ad aspetti economico-finanziari, requisiti infrastrutturali di adeguatezza dell'impianto sportivo, oltre che requisi-

²¹ Si pensi ad esempio all'art. 18-bis del "Regolamento FIFA sullo status e il trasferimento dei calciatori" sulla cd. *third party influence* (TPI) che sostanzialmente vieta ai club, tra l'altro, di sottoscrivere accordi con terzi con i quali vengano attribuiti a questi ultimi poteri di ingerenza nelle scelte connesse ai trasferimenti dei calciatori. Per una disamina sulla disciplina delle TPI si rinvia a N. CAVALLARO, *op.cit.* nonché al manuale pubblicato dalla FIFA al fine di fornire una valida guida operativa sulle possibili applicazioni pratiche della disciplina della TPI e della TPO. FIFA, *Manual on 'TPI' and 'TPO' in football agreements*" (ed. 2021), disponibile al seguente link: <https://digitalhub.fifa.com/m/6413cca6d9bc5032/original/MANUAL-ON-TPI-AND-TPO-IN-FOOTBALL-AGREEMENTS-Dec-2021-Update.pdf>

ti organizzativi, genericamente disciplinati dalle NOIF e declinati in maggior dettaglio nel già citato Sistema Licenze Nazionali approvato annualmente dalla FIGC, che prevede specificamente i requisiti e le tempistiche che i *club* sono tenuti a rispettare ai fini dell'ammissione ai campionati professionistici di Serie A, di Serie B e di Serie C per la stagione sportiva successiva.

Sin dai primi momenti a seguito del perfezionamento dell'operazione acquisitiva, pertanto, risulta di fondamentale importanza per i nuovi soci subentrare nella gestione della società preservando – in piena continuità con la precedente gestione – il costante rispetto dei requisiti previsti dalle norme applicabili, anche e soprattutto ai fini dell'iscrizione al campionato della stagione successiva.

Con specifico riferimento ai requisiti previsti in ambito economico-finanziario, nell'ottica di garantire il regolare svolgimento dei campionati e l'equa competizione tra i *club* partecipanti agli stessi, le NOIF attribuiscono alla Commissione di Vigilanza sulle Società di Calcio Professionistiche (Co.Vi.So.C.), istituita presso la FIGC, specifiche competenze di controllo sull'equilibrio economico e finanziario delle società di calcio professionistiche e sul rispetto dei principi di corretta gestione previsti dalla normativa applicabile.

Con lo scopo di consentire alla Co.Vi.So.C. di svolgere le proprie attività di controllo, gli artt. 84 e 85 delle NOIF prevedono specifici obblighi per le società associate alle leghe professionistiche, rispettivamente in materia di (i) contabilità e bilancio e (ii) adempimenti periodici presso la Co.Vi.So.C., il mancato rispetto dei quali può comportare l'applicazione delle sanzioni previste dall'art. 90 delle NOIF.

Più nel dettaglio, per quanto concerne gli adempimenti in materia di contabilità e bilancio, l'art. 84 delle NOIF prevede l'obbligo per le società professionistiche di predisporre – oltre al bilancio d'esercizio, che deve essere sottoposto alla revisione di una società di revisione che negli ultimi tre esercizi abbia svolto incarichi di revisione per società quotate o per società di calcio professionistiche – la relazione semestrale e apposite situazioni patrimoniali intermedie con cadenza trimestrale (anch'esse sottoposte a revisione contabile, seppur limitata), nel rispetto dei principi e dei requisiti minimi contabili e di contenuto previsti per la redazione del bilancio d'esercizio.

In relazione agli adempimenti periodici da effettuarsi presso la Co.Vi.So.C., invece, l'art. 85 delle NOIF impone alle società calcistiche di

depositare presso la Co.Vi.So.C., entro i termini espressamente previsti dalla medesima disposizione: (i) il bilancio d'esercizio, la relazione semestrale, le situazioni patrimoniali intermedie e le informazioni economico-finanziarie previsionali (*budget*), su base trimestrale o semestrale; (ii) evidenza periodica (a) dell'avvenuto pagamento di tutti gli emolumenti dovuti dalla società in favore dei tesserati, dei lavoratori dipendenti e dei collaboratori addetti al settore sportivo, nonché degli incentivi all'esodo dovuti ai tesserati, e (b) dell'adempimento dei debiti tributari della società; (iii) evidenza della documentazione relativa ad acquisizioni internazionali e nazionali con rilevanza internazionale di calciatori.

La disposizione in parola prevede altresì che, unitamente al deposito del bilancio, della relazione semestrale e delle informazioni patrimoniali intermedie, le società calcistiche debbano depositare presso Co.Vi.So.C. anche specifici prospetti relativi ai seguenti "indicatori di controllo": (a) l'Indicatore di liquidità, ossia il rapporto tra le attività correnti (*i.e.* le disponibilità liquide e i crediti esigibili entro i successivi dodici mesi) e le passività correnti (*i.e.* i debiti in scadenza entro i successivi dodici mesi); (b) l'Indicatore di indebitamento, ossia il rapporto tra i debiti e i ricavi periodici della società; (c) l'Indicatore del costo del lavoro allargato, ossia il rapporto tra il costo del lavoro allargato (che comprende i costi del personale, gli ammortamenti e le svalutazioni dei diritti pluriennali alle prestazioni dei calciatori e i costi relativi agli agenti sportivi) e i ricavi periodici della società.

Tra i predetti Indicatori di controllo, assume particolare rilievo l'Indicatore di liquidità, il cui periodico controllo da parte della Co.Vi.So.C. risponde all'esigenza di verificare costantemente la capacità di ciascun *club* di rispettare i propri impegni finanziari a breve termine. A tale proposito, spetta al consiglio federale della FIGC, su proposta della Co.Vi.So.C., determinare tempo per tempo la misura minima dell'Indicatore di liquidità che deve essere rispettata dalle società professionistiche italiane, il mancato rispetto della quale – facendo riferimento all'Indicatore calcolato sulla base dei dati della società al 31 marzo o al 30 settembre – può determinare l'applicazione da parte della Co.Vi.So.C. della considerevole sanzione del "blocco" del mercato calcistico estivo o invernale (a seconda dei casi) della società, disponendo la non ammissione della stessa a operazioni di acquisizione del diritto alle prestazioni dei calciatori durante le sessioni di mercato interessate da detto blocco.

Tenuto conto degli specifici obblighi previsti dalla normativa di set-

tore di cui sopra e, in particolare, delle sanzioni potenzialmente applicabili in caso di mancato rispetto della soglia minima dell'Indicatore di liquidità nonché dei requisiti minimi di capitale, risulta di fondamentale importanza che i soci di società calcistiche abbiano la concreta possibilità di ricapitalizzare la propria società all'occorrenza, per garantire la continuità nel rispetto dei requisiti previsti dalla normativa di settore in materia economico-finanziaria, anche ai fini dell'iscrizione al campionato della stagione successiva, come disciplinati dal Sistema Licenze Nazionali tempo per tempo approvato.

In tale contesto, i fondi di *private equity* risultano soggetti potenzialmente più idonei a soddisfare nel tempo i requisiti di natura economica-finanziaria introdotti dalla normativa federale. Tuttavia, è fondamentale, già prima del perfezionamento dell'investimento, poter disporre di una proiezione del fabbisogno finanziario e di capitale che copra almeno la stagione successiva, al fine di poter destinare all'investimento somme in eccedenza rispetto a quanto si renda necessario a copertura del prezzo di acquisto.

A tale ultimo proposito si segnala che il Sistema Licenze Nazionali per la stagione 2025-2026, in continuità con le due stagioni precedenti, prevede al punto 15 che le società calcistiche depositino, alla fine della stagione in corso e ai fini dell'iscrizione al campionato per l'anno successivo, la documentazione attestante l'avvenuto superamento della situazione prevista dall'art. 2447 c.c. o dall'art. 2482-ter c.c., eventualmente risultante dalla situazione patrimoniale intermedia al 31 marzo, non considerando tuttavia le perdite eventualmente maturate dalla società di cui all'art. 6 del D.L. n. 23/2020, come successivamente modificato dall'art. 1, comma 266 della Legge n. 178/2020, dall'art. 3, comma 1 ter del D.L. n. 228/2021 e dall'art. 3, comma 9 del D.L. n. 198/2022 (*i.e.* le perdite per la quali è prevista la sospensione degli obblighi civilistici di ricapitalizzazione ai sensi della normativa speciale emanata nel corso della pandemia da Covid-19).

Pertanto, le società calcistiche che pur trovandosi in una situazione rilevante ai sensi della disciplina di cui agli artt. 2446, 2447, 2482-bis o 2482-ter c.c. abbiano beneficiato di tale possibilità e non abbiano proceduto ad intraprendere le azioni richieste dagli articoli summenzionati nelle stagioni precedenti, si troveranno di fronte ad un'esigenza di ricapitalizzazione importante a partire dalla prossima stagione calcistica e ciò, da un lato, potrebbe determinare la richiesta di ulteriori risorse nei

confronti di soggetti che abbiamo già investito nel capitale della società e, dall'altra, creare nuove opportunità per nuovi fondi di investire in *club* nei quali l'attuale proprietà non sia più in grado di investire.

6. Conclusioni

Il sistema calcistico italiano si trova di fronte a una fase di transizione che richiede un ripensamento del suo modello di *business* e delle sue strutture giuridico-organizzative. Questa transizione si inserisce in un contesto più ampio di cambiamento che coinvolge l'intero panorama calcistico europeo, caratterizzato dall'aumento dei costi operativi e dalla crescente competizione internazionale. La sfida consiste nel coniugare la necessaria modernizzazione e professionalizzazione con la preservazione dei valori culturali e dell'identità che rendono il calcio italiano unico nel panorama internazionale, come la tradizione sportiva, la passione dei tifosi e il forte legame territoriale dei *club*.

L'adozione di strategie innovative nel settore immobiliare, in particolare la costruzione di stadi di proprietà multifunzionali sul modello inglese e tedesco, nel *licensing* e *merchandising* – ancora sottosviluppati rispetto ai principali campionati europei – e nel fenomeno emergente degli *esports*, che attrae soprattutto il pubblico più giovane, può trasformare il modello di *business* del calcio italiano, riducendo la dipendenza dai tradizionali ricavi da diritti televisivi e trasferimenti dei calciatori. Il *private equity*, con la sua capacità di apportare capitali e competenze manageriali, può svolgere un ruolo chiave nel favorire questa evoluzione e rendere i *club* più sostenibili e competitivi nel lungo termine, come già dimostrato da operazioni simili in altri campionati europei, quali la Premier League inglese o La Liga spagnola.

Questa trasformazione richiederà anche un cambiamento culturale nella *governance* dei *club*, tradizionalmente caratterizzata da una visione a breve termine e da strutture manageriali non sempre allineate con le *best practice* internazionali.

In questo mutato scenario, la capacità di bilanciare obiettivi finanziari (tipici del *private equity*) e sportivi – spesso percepiti come contrapposti nell'ambiente calcistico italiano –, rispettare le peculiarità culturali del calcio italiano e districarsi in un quadro regolamentare in costante evoluzione determinerà il successo in futuro di questa tipologia di investimenti.

“FOOTBALL SOVEREIGNTY” E DAO: PROSPETTIVE
ECONOMICHE E IMPLICAZIONI GIURIDICHE*

SOMMARIO: 1. Calcio e DAO: fra *football sovereignty* e decentralizzazione. – 2. Ipotesi di un modello di *governance* alternativo: le *Decentralized Autonomous Organizations* (DAOs). – 2.1 Verso i primi tentativi di codificazione (cenni) – 3. Rilevanza della qualificazione giuridica dei membri di una DAO e dei tifosi di società calcistiche. – 4. Prospettive e considerazioni iniziali

1. *Calcio e DAO: fra football sovereignty e decentralizzazione*

Il calcio moderno sta affrontando da tempo sfide strutturali in termini di *governance* e sostenibilità finanziaria dei modelli di business, senza che si sia ancora individuata una soluzione efficace e duratura. Negli ultimi decenni, numerosi club hanno vissuto crisi finanziarie, registrando, inoltre, nella maggior parte dei casi, un concomitante allontanamento tra dirigenza sportiva e tifoseria organizzata. Le cause dell'aumento delle patologie societarie nel calcio sono state attribuite a una combinazione di fattori sia endogeni sia esogeni al settore. Tra questi fattori emergono nella maggior parte dei casi una cattiva gestione finanziaria, elevati livelli di debito, inadeguatezza delle entrate e *shock* esterni, come è stato per la pandemia COVID-19, in particolare, per le società di calcio quotate¹. In ogni caso, sia i club quotati sui mercati sia quelli non *public* mostrano una significativa dipendenza dai ricavi derivanti dagli incassi, dai diritti radiotelevisivi e dagli accordi di sponsorizzazione. Durante la pandemia di COVID-19, la chiusura degli stadi ha portato a un calo significativo degli incassi, aggravando le difficoltà fi-

* Sebbene il presente contributo sia frutto di una riflessione scientifica condivisa, essendo entrambi gli Autori membri di BABEL-Blockchains and Artificial intelligence for Business, Economics and Law, unità di ricerca del Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa dell'Università degli Studi di Firenze, i §§ 1 e 4 sono attribuibili al prof. Filippo Zatti, mentre i §§ 2 e 3 alla dott.ssa Chiara Ferri.

¹ M. FAN et al., *An analysis of financial risk assessment of globally listed football clubs*, in *Heliyon*, fasc. 9, 2023.

nanziarie dei club² solo parzialmente mitigate dai diritti radiotelevisivi e dalle sponsorizzazioni, ed evidenziando l'importanza di una diversificazione dei flussi finanziari in entrata. Media digitali, *branding* e partnership strategiche sono alternative sempre più battute, specialmente all'estero, come suggerisce, l'iniziativa della *English Premier League (EPL)*³. Da un recente studio sui club italiani della Serie A emerge come una migliore qualità della governance, intesa anche come insieme delle procedure interne finalizzate a garantire la trasparenza dell'attività e la modalità di composizione del consiglio di amministrazione delle società calcistiche, sia associata a una maggiore redditività e sostenibilità finanziaria⁴. Allo stesso modo, i club dovrebbero adottare pratiche complete di gestione del bilancio e mantenere la disciplina finanziaria per garantire la stabilità a lungo termine. Una supervisione finanziaria più rigorosa e il sostegno ai club in difficoltà è la soluzione individuata dal calcio francese per prevenire i fallimenti delle società calcistiche⁵ mentre quello brasiliano ha creato un programma ad hoc – *Programma di responsabilità finanziaria e gestione moderna del calcio (PROFUT)*⁶ – allo scopo di migliorarne la gestione finanziaria e ridurre i livelli di debito⁷. L'adozione di misure che promuovano la responsabilità finanziaria include l'implementazione di meccanismi di controllo dei costi, come i tetti alle perdite accettabili, e la limitazione delle spese complessive come per-

² A. Н.ДОХ, *The Changing Business of Football: The Impact of the Lockdown on the English Premier League*, in *Sports Economics, Management and Policy*, 2023, p. 293–312.

³ İ. ÖNER *et al.*, *Financial sustainability in football clubs*, in *Mustafa Kemal Üniversitesi Eğitim Fakültesi Dergisi*, vol. 8, 2024, p. 291; BURAIMO, B., SIMMONS, R., & SZYMANSKI, S., English football. In W. Andreff & S. Szymanski (Eds.), *Handbook on the economics of sport*. Edward Elgar Publishing, 2006, pp. 435–447.

⁴ A. MANZARI *et al.*, *The Impact of Corporate Governance on Financial Performance in Professional Sports Clubs: The Case of Italian Serie A*, in *International Journal of Business and Management*, fasc. 19, 1, 2024, p. 173.

⁵ Y. CARIN-J.-F. BROCARD, *Preventing club bankruptcy: exploring new financial regulation approaches in French football*, in *Sport, Business and Management: An International Journal*, fasc. 14, 2, 2024, p. 236–260.

⁶ LEI N° 13.155, DE 4 DE AGOSTO DE 2015, in <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13155.htm> (consultato 22/02/25).

⁷ A. GRANZOTTO *et al.*, *Impact of the football management modernization and fiscal responsibility program on the financial and sporting performance of Brazilian clubs*, in *Revista Universo Contábil*, fasc. 19, 1, 2024.

centuale delle entrate⁸. Queste misure possono contribuire a ridurre la dipendenza da salvataggi esterni e a promuovere una cultura della prudenza finanziaria. Aumentare la trasparenza e l'alfabetizzazione finanziaria è un ulteriore obiettivo da perseguire per garantire la sostenibilità a lungo termine delle società calcistiche. La pubblicazione di dati finanziari dettagliati, inoltre, non si esaurisce negli obiettivi di vigilanza prudenziale ma consente di migliorare il processo decisionale creando anche le condizioni per una maggiore attrattività verso investitori e sponsor e alimentando così ulteriori opportunità di ricavo dei club⁹.

In questo contesto, la tecnologia basata su registri distribuiti offre potenziali soluzioni innovative con l'implementazione delle c.d. Organizzazioni Autonome Decentralizzate (DAO). L'uso delle DAO nella governance del calcio è intrigante per le possibilità che le caratteristiche tipiche delle soluzioni basate su Blockchain offrono rispetto alle rilevanti sfide che attanagliano questo sport. L'instabilità finanziaria, la mancanza di trasparenza e i fallimenti della governance possono trovare nell'innovazione tecnologica un alleato. Questo scritto vuole agevolare il dibattito e con esso l'attenzione verso questa soluzione esplorando in termini di fattibilità, benefici, sfide e direzioni future che l'introduzione delle DAO nel calcio.

A tal fine ci si prefigge qui di analizzare il potenziale delle DAO nel risolvere problematiche strutturali del calcio moderno; ovvero, di valutare i vantaggi e le sfide della loro implementazione nel contesto calcistico; di proporre un framework per l'integrazione delle DAO nelle strutture di governance calcistica esistenti; di delineare le riforme normative necessarie per facilitare questa transizione.

2. *Ipotesi di un modello di governance alternativo: le Decentralized Autonomous Organizations (DAOs)*

La dimensione globale del fenomeno calcistico pone interessanti spunti di riflessione in tema di sperimentazione giuridica, intesa come

⁸ S. MONDAL *et al.*, *Spending money is like water soaking into the sand: anticipating financial distress in Japanese professional football clubs*, in *Journal of Applied Accounting Research*, fasc. 26, 1, 2025, p. 171-193.

⁹ M. ANDREWS-P. HARRINGTON, *Off Pitch: Football's Financial Integrity Weaknesses, and How to Strengthen Them*, in *SSRN Electronic Journal*, 2016.

possibilità di utilizzo di concetti e discipline trasversali. Una fra tutte, al cuore della presente analisi, prende le mosse dalla non univoca corrispondenza tra le nozioni di *political sovereignty* e *football sovereignty*¹⁰. E ciò ancor più nel momento in cui il concetto di sovranità viene a rivestire un ruolo fondamentale nella riflessione sull'utilizzo delle c.d. tecnologie a registro distribuito (*Distributed Ledger Technologies*, DLTs).

Il concetto di *Decentralized Autonomous Organization* (DAO) muove invero dalla filosofia ispiratrice di Bitcoin, seguendo la quale è possibile creare una nuova forma di società digitale, dove le regole di *governance* vengono distribuite fra tutti i nodi di una rete *blockchain* al fine di sottrarsi alla “corruzione” del mondo fisico¹¹. In tale riflessione, il ruolo ipotizzabile per una forma organizzativa, con regole, di una *governance* decentralizzata viene a intersecarsi con la loro qualificazione giuridica – individuata o individuabile – che trae le proprie regole in un diritto concepito in funzione di un sistema sociale fondato sull'accentramento delle decisioni di governo¹².

Il termine DAO appare per la prima volta nel *whitepaper* di *Ethereum*¹³ come estensione dell'esperienza degli *smart contract*¹⁴ e viene

¹⁰ Si individuano diversi gradi di sovranità correlati alla capacità di un territorio di disciplinare lo sport ove, dunque, il riconoscimento della sovranità calcistica (*football sovereignty*) si identifica con la affiliazione alla *Fédération Internationale de Football Association* (FIFA, ente privato di diritto elvetico), assistita dalle confederazioni. Si va dunque a distinguere fra *football sovereign*, (membri della FIFA) quasi-*football sovereign* (qualora si tratti di membri o associati di una Confederazione continentale, ma non appartenenti alla FIFA stessa), *football dependent* (per i territori che giocano sotto l'egida di un'Associazione nazionale di un altro territorio) and *football isolated* (completamente esclusi dal calcio sostenuto dalla FIFA). Sul punto, si v. S. DÜERKOP, R. GANO HARITI, *Sovereignty in Sports: Non-Sovereign Territories in International Football in International Journal of Sport Policy and Politics*, vol. 13/2021.

¹¹ S. RIVA, *Decentralized Autonomous Organizations (DAOs) as Subjects of Law – the Recognition of DAOs in the Swiss Legal Order*, in SSRN <https://papers.ssrn.com/abstract=3515229>.

¹² F. ZATTI, *Nuove tecnologie e modelli di governance nello sport: le Decentralized Autonomous Organisation* in *Il Nuovo Diritto delle Società*, Fasc. 11/2022 pp. 2155 ss.

¹³ V. BUTERIN, *Ethereum: A Next-Generation Smart Contract and Decentralized Application Platform* (2014), consultabile su https://ethereum.org/content/whitepaper/whitepaper-pdf/Ethereum_Whitepaper_-_Buterin_2014.pdf,

¹⁴ Sebbene ripresa successivamente, la prima definizione di smart contract risale al 1994 ad opera del computer scientist Nick Szabo, che li definisce gli come «a compu-

approfondito successivamente dallo stesso Autore che la definisce come un'entità che vive in rete ed esiste autonomamente, pur dovendo fare affidamento sul reclutamento di soggetti in grado di svolgere compiti e mansioni che non possono essere del tutto svolte in maniera automatica¹⁵.

Invero, individuare una definizione univoca e universalmente accettata di DAO non appare privo di difficoltà, giacché in tale operazione definitoria devono coesistere da un lato, la natura e le logiche informatiche e, dall'altro, la possibile adesione a modelli giuridici diversi in considerazione del singolo ordinamento.

In estrema sintesi, una DAO opera a livello informatico attraverso un modello di consenso distribuito che rende possibile a coloro che ne fanno parte (grazie al possesso di *tokens*) di determinare l'agito della struttura organizzativa¹⁶: sono dunque costituite da *cryptoassets* e go-

terized transaction protocol that executes terms of a contract. The general objectives of smart contract design are to satisfy common contractual conditions (such as payment terms, liens, confidentiality, and even enforcement), minimize exceptions both malicious and accidental, and minimize the need for trusted intermediaries. Related economic goals include lowering fraud loss, arbitrations and enforcement costs, and other transaction costs.» Si v. N. SZABO, *Smart Contracts*, 1994, consultabile su <https://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html>.

¹⁵ «An entity that lives on the internet and exists autonomously, but also heavily relies on hiring individuals to perform certain tasks that the automaton itself cannot do», V. BUTERIN, *DAOs, DACs, DAs and More: An Incomplete Terminology Guide*, 6 maggio 2014 consultabile su <https://blog.ethereum.org/2014/05/06/daos-dacs-das-and-more-an-incomplete-terminology-guide>.

¹⁶ Autori sostengono che la circostanza che il potere decisionale venga attribuito ai possessori dei *tokens* sia diretto a impedire agli utenti di gestire in modo scorretto i fondi degli investitori. Infatti, per impedire che un utente di maggioranza con <51% dei *token* trasferisca i fondi a se stesso, la DAO può dividersi in modo tale che gli utenti di minoranza in disaccordo con la proposta avanzata possano ricevere la loro parte di Ether su quell'investimento prima della formazione di una nuova DAO. Si v. M. MEHAR *et al.*, *ibid.* Un ulteriore aspetto attiene invece alla necessità di allineare gli incentivi verso uno scopo condiviso attraverso l'uso di rappresentazioni digitali di diritti aventi valore di mercato, trasferibili e negoziabili, così come la loro stessa modalità di rappresentazione e strumenti giuridici per la loro protezione. C. GOLA *et al.*, *La governance delle blockchain e di sistemi basati sulla tecnologia dei registri distribuiti* in Banca d'Italia - *Questioni di Economia e Finanza*, Vol. 773/2023 p. 7.

verenate attraverso e grazie a una serie predefinita di regole.¹⁷ Tale capacità di modulare il proprio assetto organizzativo rende possibile avere DAO fra loro diverse per quanto attiene alla determinazione del contenuto dei diritti partecipativi ai propri membri, con le conseguenti riflessioni in tema di codificazione e classificazione giuridica¹⁸, nel momento in cui la partecipazione all'organizzazione sociale può essere modulabile secondo il ruolo e la tipologia di interesse specifico di ciascun membro.

Di talché, l'affermazione che ne consegue è che essa possa operare seguendo logiche diverse rispetto alle entità giuridiche e associazioni come tradizionalmente note e riconoscibili¹⁹.

Muovendo dall'esperienza fattuale, sebbene il primo esperimento di creazione di una DAO venga fatto risalire al 2013 con la creazione dell'*exchange market place* BitShares, è tuttavia nel 2016 che l'attenzio-

¹⁷ S. RIVA, *Decentralized Autonomous Organizations (DAOs) as Subjects of Law – the Recognition of DAOs in the Swiss Legal Order*, cit.

¹⁸ P. DE FILIPPI, A. WRIGHT, *Blockchain and the Law: The Rule of Code*, Harvard University Press, 2018.

¹⁹ Per una più ampia disamina: A. SIMS, *Blockchain and Decentralised Autonomous Organisations (DAOs): The Evolution of Companies?* In *New Zealand Universities Law Review*, Vol. 28/2019, pp. 423-458; C. BELLAVITIS, C. FISCH, P.P. MONTAZ, *The rise of decentralized autonomous organizations (DAOs): a first empirical glimpse in Venture Capital*, 25(2)/2022, pp. 187-203; F. GUILLAUME, S. RIVA, *Dao, Code Et Loi - Le Régime Technologique Et Juridique De La Decentralized Autonomous Organization*, cit.; S. HASSAN, P. DE FILIPPI, *Decentralized Autonomous Organization in Internet policy review*, Vol. 10/2021; S. WANG, W. DING, et al., *Decentralized Autonomous Organizations: Concept, Model, and Applications*, in *IEEE Transactions on Computational Social Systems*, vol. 6(5)/2019, pp. 870-878; M. SCHILLIG, *Decentralized Autonomous Organizations (DAOs) under English Law* in *Social Science Research Network* 16 September 2022 consultabile su <https://papers.ssrn.com/abstract=4221221>; M.C., BALLANDIES, D. CARPENTRAS, E. POURNARAS, *DAOs of Collective Intelligence? Unraveling the Complexity of Blockchain Governance in Decentralized Autonomous Organizations* in *arXiv*, 3 September 2024, consultabile su <http://arxiv.org/abs/2409.01823>; T. NIELSEN, *Cryptocorporations: A Proposal for Legitimizing Decentralized Autonomous Organizations* Note in *Utah Law Review*, Vol. 5/2019, pp. 1105-1129, C.J. BRUMMER, R. SEIRA, *Legal Wrappers and DAOs* consultabile su <https://ssrn.com/abstract=4123737>; C. GOLA et al., *La governance delle blockchain e di sistemi basati sulla tecnologia dei registri distribuiti in Banca d'Italia*, *Questioni di Economia e Finanza*, Vol. 773/2023.

ne si concentra attorno tale nuova forma organizzativa, in seguito al c.d. “The DAO Project”²⁰.

Ricostruendo brevemente la vicenda, detta DAO²¹ nasceva con l’idea di consentire a chiunque avesse un progetto di presentare la propria idea alla comunità e potenzialmente ricevere finanziamenti da The DAO che si presentava dunque come una forma di organizzazione no-profit. Chiunque avesse investito in tali attività (ossia avesse fatto un versamento a The DAO) avrebbe ottenuto un “DAO Token”²², grazie al quale esercitare diritto di voto sulle modalità di investimento e ricevere un ritorno economico nel momento in cui i progetti finanziati avessero realizzato un profitto²³.

Tale esperienza è stata tuttavia ben presto rinominata “The DAO Hack” quando con un attacco hacker vennero trafugati circa 55 dei

²⁰ S. RIVA, *Decentralized Autonomous Organizations (DAOs) as Subjects of Law – the Recognition of DAOs in the Swiss Legal Order*, cit.

²¹ Nel report della Security and Exchange Commission (SEC) il termine DAO descrive una organizzazione “virtuale” contenuta all’interno di un codice ed eseguito su una DLT o blockchain. La definizione giuridica, con le conseguenze da essa derivanti, trovano però un limite nel fatto che, di fatto, The DAO non avesse mai iniziato a finanziare un progetto e, per ciò, è stato ritenuto che non potesse essere considerata una società di investimento. Si v. SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION, *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*, consultabile su <https://www.sec.gov/files/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

²² Fra il 30 aprile e il 28 maggio 2016 The DAO offrì e vendette circa 1,15 miliardi di DAO Token per un totale approssimativo di 12 milioni di Ether (ETH, la criptovaluta utilizzata sulla blockchain di Ethereum). Al termine della chiusura del periodo di offerta a pubblico dei DAO Token, era dunque stato raccolto (con il valore ETH dell’epoca) circa 150 milioni di dollari.

²³ Il progetto prevedeva la creazione di un corpus di asset digitali, i cc.dd. DAO Tokens, che sarebbero stati venduti a coloro avessero voluto investire in tale progetto; i possessori di tali DAO Tokens sarebbero dunque stati messi nelle condizioni di ricevere i dividendi dei progetti finanziati grazie ai fondi raccolti e investiti dalla DAO in via prioritaria, fornendo in tal modo un rientro del loro investimento iniziale, potendo inoltre anche monetizzare i propri The DAO Token rivendendoli su piattaforme che consentissero il trading secondario in The DAO Tokens. Si v., C. SANTANA, L. ALBAREDA, *Blockchain and the emergence of Decentralized Autonomous Organizations (DAOs): An integrative model and research agenda in Technological Forecasting and Social Change*, Vol. 182/2022, consultabile su <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0040162522003304>.

milioni di dollari raccolti²⁴. La vicenda si concluse con la decisione, presa da coloro che facevano parte della comunità (*network*) di utilizzare un *hard fork*²⁵ coordinato, che permise di rientrare nella disponibilità della criptovaluta Ether e riscrivendo il registro Ethereum. Tuttavia, tale vicenda ha messo in luce le criticità di un tale scenario e ha posto l'urgente domanda di quali fossero – qualora vi fossero – gli strumenti giuridici che si sarebbero potuti utilizzare, le responsabilità individuabili e in capo a quali soggetti²⁶.

2.1 Verso i primi tentativi di codificazione (cenni)

I tentativi di ricostruzione delle caratteristiche delle DAO sono invero principalmente di natura tecnologica²⁷; tuttavia, la crescente rile-

²⁴ Il 17 giugno 2016 infatti, un anonimo attacco hacker individuò un punto vulnerabile del codice sorgente, che consentiva di trasferire i fondi verso altre destinazioni. In tal senso, si segnala che il termine “hack” è invero fuorviante, giacché l’hacker si limitò a chiamare la funzione a un uso non intenzionale (ossia non per quello per il quale era stato pensato dai programmatori), ma senza violare o manomettere il codice sorgente. Si v. J. MEIER, B. SCHUPPLI, *The DAO Hack and the living law of blockchain* in A. DAL MOLIN et al., *Digitalisierung - Gesellschaft - Recht: Analysen und Perspektiven von Assistierenden des Rechtswissenschaftlichen Instituts der Universität Zürich*, Auflage. Zürich, Dike, 2019, pp. 27-40.

²⁵ Con il termine *hard fork* si descrive un cambiamento del network non compatibile con le versioni precedenti del registro e che, pertanto, richiede a tutti i nodi di aggiornarsi alla nuova versione, spesso risultando in una divisione permanente della blockchain. Tale situazione ha sollevato in taluni casi dibattiti sulla effettiva immutabilità della blockchain, J. MEIER, B. SCHUPPLI, *ibid.*

²⁶ Con la decisione di utilizzare un *hard fork* (riportando dunque lo stato del network Ethereum a un momento precedente all’attacco hacker, restituendo gli Ether agli investitori e chiudendo The DAO) la comunità di Ethereum ha di fatto proceduto ad una operazione di *bailout*. Ironia della sorte, Bitcoin era stato concepito come una reazione contro il *bailout* delle banche statunitensi del 2008. Sul punto: M. MEHAR et al., *Understanding a Revolutionary and Flawed Grand Experiment in Blockchain: The DAO Attack* in *Journal of Cases on Information Technology* 21(1) 2017, pp. 19-32 consultabile su <https://ssrn.com/abstract=3014782>.

²⁷ P.K. MAKODE et al., *Governance and Maintenance for a DAO with Physical Assets-An Agent-based Model*, in 2024 IEEE International Conference on Omni-layer Intelligent Systems (COINS); M. JUNJIE et al., *Demystifying the DAO Governance Process* in arXiv, consultabile su <https://arxiv.org/abs/2403.11758>; C. ZIEGLER et al., *Clas-*

vanza del fenomeno ha fatto sì che operatori e studiosi del diritto si interrogassero su tale questione²⁸.

Viene sottolineato, in tal senso, che diversi sono gli elementi da tenere in debita considerazione, quali la struttura e il ruolo dei *tokens* che consentono l'attribuzione ai possessori di potere di *governance* (c.d. *governance tokens*²⁹), sostanzandosi nell'assegnazione dei diritti amministrativi, di controllo e di delega, con la volontà di evitare la concentrazione dei poteri e garantire (o cercare di garantire) a soggetti "atomistici" una forma implicita di coordinamento³⁰.

Un'interessante classificazione proposta è basata sulle modalità attraverso le quali vengono in essere le decisioni di *governance*: si viene così a delineare una categoria di cc.dd. DAO partecipative (*participatory DAOs*), nelle quali il software è uno strumento mediante il quale vengono aggregati i voti o le referenze espresse dai membri (possessori dei *governance tokens*) su base continuativa; e una seconda categoria nella quale invece le decisioni avvengono puramente su base algoritmica (*algorithmic DAOs*). In tale seconda ipotesi dunque, è lo stesso software a strutturare e coordinare le interazioni fra i possessori di *governance tokens*³¹.

sifying Proposals of Decentralized Autonomous Organizations Using Large Language Models in arXiv, consultabile su <https://arxiv.org/abs/2401.07059>.

²⁸ F. GUILLAUME, S. RIVA, *Dao, Code Et Loi - Le Régime Technologique Et Juridique De La Decentralized Autonomous Organization* in *Revue de droit international d'Assas* (RDIA), n. 4/2021.

²⁹ Il settore sportivo porta già l'esperienza di un altro elemento nato con la tecnologia *blockchain*, i cc.dd. *Non-Fungible Tokens* (NFT), diversi dai menzionati *governance tokens* e per il cui approfondimento si rinvia a R.G. BARRESI, *I Digital Asset: un ponte tra il settore finanziario ed il mondo dello sport* in *Il Nuovo Diritto delle Società*, Fasc. 11/2022 pp. 1991 ss.; M. GALASSO, M.B. SCANNAPIECO, *NFT e Sport. Prospettive applicative e ostacoli da superare*, *ibid*.

³⁰ Sul punto, si segna il dibattito scientifico attorno alla questione del reale livello di decentralizzazione raggiungibile, nella struttura della DAO. A titolo esemplificativo su tale questione: T. SHARMA *et al.*, *Unpacking How Decentralized Autonomous Organizations (DAOs) Work in Practice* in *IEEE International Conference on Blockchain and Cryptocurrency (ICBC)*, Dublin, Ireland, 2024; H. PARK *et al.*, *Developing Dimensions and Indicators to Measure Decentralization in Decentralized Autonomous Organizations* in *Administrative Sciences*, Vol. 13(11) /2023.

³¹ A. WRIGHT, *The Rise of Decentralized Autonomous Organizations: Opportunities*

Sebbene vi siano esperienze di rilievo oltreoceano, dove si è cercato di ricondurre le DAO a categorie giuridiche esistenti³² (siano esse società di capitali, anche a responsabilità limitata, società cooperative senza scopo di lucro, fondazioni, fiduciarie, *partnership*, *joint ventures*, e financo associazioni senza personalità giuridica), manca una unitaria collocazione del fenomeno³³.

È stato infatti sottolineato come la maggior parte delle DAO note travalichino i confini giurisdizionali classici, andando ben oltre gli esistenti limiti giurisdizionali del diritto dei singoli stati, circostanza per la quale i legislatori non hanno ancora delineato un regime giuridico applicabile. Da qui, dunque, le incertezze relative alla qualificazione giuridica delle DAO, allo status dei loro membri e di coloro con i quali vadano instaurandosi relazioni contrattuali.

Muovendo da tale assunto, una recente proposta di un gruppo di lavoro internazionale ha disegnato un modello di legge (*Model Law*) sulle DAO, volto a predisporre un regime giuridico in grado di poter disciplinare detta struttura decentralizzata³⁴, al fine di mostrare ai legislatori nazionali che i principi di equivalenza funzionale e normativa, su cui si basa il modello, consentono di salvaguardare gli interessi pubbli-

and Challenges in Stanford Journal of Blockchain Law & Policy, 30 giugno 2021, consultabile su <https://stanford-jblp.pubpub.org/pub/rise-of-daos>.

³² Tre stati americani (Vermont, Wyoming and Tennessee) attualmente riconoscono le DAO come una tipologia di LLC (*Limited Liability Company*). Nello specifico, la legislazione dello stato del Vermont (emanata nel 2018) pur non menzionando apertamente le DAO, permette tuttavia alle società che operano utilizzando la tecnologia blockchain per una porzione rilevante della propria attività di registrarsi come “*blockchain-based LLC*” (BBLLC). Diversamente, la legislazione dello stato del Wyoming (emendata da ultimo nel marzo 2022) e del Tennessee (emanata nell’aprile 2022) riconoscono specificamente la formazione delle DAO quale LLC. Per un maggior approfondimento, sia consentito rinviare a A. GHAVI *et al*, *A Primer on DAOs in The Harvard Law School Forum on Corporate Governance* consultabile su <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/09/17/a-primer-on-daos/>.

³³ F. GUILLAUME, S. RIVA, *Model Law for DAOs - a legal regime adapted to a new type of digital company*, in *LexTech Institute*, 25 January 2022 consultabile su <https://www.lextechinstitute.ch/loi-type-sur-les-daos-un-regime-juridique-adapte-aux-nouvelles-formes-de-societes-numeriques/?lang=en>.

³⁴ COALA (Coalition of Automated Legal Applications), *Model law for decentralized autonomous organizations (DAOs)*, 2021, consultabile su <https://coala.global/wp-content/uploads/2022/03/DAO-Model-Law.pdf>.

ci degli Stati garantendo e promuovendo al contempo l'innovazione e la flessibilità dei modelli di business³⁵.

Tale proposta muove dalla considerazione che per poter qualificare una DAO come un ente giuridicamente riconosciuto deve potersi prevedere un livello minimo di diritti, obblighi e strumenti di protezione come generalmente riconosciuti nel diritto interno. Da ciò, il progetto individua gli elementi nevralgici dell'esperienza e della struttura di una DAO³⁶ – quali la sua formazione e i requisiti per fornire una c.d. *proof of existence*, la responsabilità dei suoi membri con i relativi diritti e obblighi e l'organizzazione interna – al fine di fornire ai singoli Stati un modello da poter adattare all'interno dei singoli ordinamenti, modulandolo in base alle specificità di ognuno di essi.

Al di là della componente economica – pur di rilievo – ciò che appare di interesse attiene al modello di *governance* sperimentabile nell'esperienza DAO. Di fatto, l'assenza di una definizione in base al diritto vigente va a delineare la concreta possibilità che esse vengano qualificate, come è avvenuto per le criptoattività, sulla base di un criterio funzionalistico, sancendone o meno la legittimità, o anche la liceità, in relazione a quella che è la natura degli obiettivi associativi³⁷.

Tale proposta rappresenta invece un serio tentativo per cercare un rimedio alla frammentazione delle diverse soluzioni giuridiche a oggi esistenti. È proprio nella possibilità di modulare il recepimento della *Model Law* all'interno dei singoli Stati che viene a rimarcarsi come l'esperienza DAO si confermi una organizzazione a vocazione sistemica.

³⁵ Per comprendere la nozione di equivalenza funzionale e normativa, il gruppo di lavoro muove dalla disciplina delle società anonime (*société anonyme*, SA – *Aktiengesellschaft*, AG) disciplinate dal diritto elvetico: come la società anonima diventa persona giuridica unicamente tramite l'iscrizione nel registro pubblico di commercio, l'esistenza giuridica della DAO trova la sua ragion d'essere nel fatto che essa esiste su un registro pubblico (*public blockchain*). F. GUILLAUME, S. RIVA, *Model Law for DAOs - a legal regime adapted to a new type of digital company*, cit.

³⁶ Solamente con riferimento a DAO basate su *permissionless blockchains* (*blockchain* pubbliche), capaci di consentire a una pluralità di partecipanti di coordinarsi su base decentralizzata, per cui il controllo della DAO risulti istituito fra membri diversi su un sistema basato su *tokens*.

³⁷ F. ZATTI, *Nuove tecnologie e modelli di governance nello sport: le Decentralized Autonomous Organisation*, cit.

3. *Rilevanza della qualificazione giuridica dei membri di una DAO e dei tifosi di società calcistiche.*

Conseguenza di quanto sopra è che la determinazione della definizione di una DAO porta con sé l'assoggettamento a *framework* normativi più ampi, che si muovono trasversalmente non solo fra diverse giurisdizioni ma, anche all'interno del singolo ordinamento, fra diversi settori del diritto.

In tal senso, e pur con le debite distinzioni, la territorialità virtuale richiama fortemente il principio di a-statalità del diritto sportivo.

Come già sottolineato, la possibilità di modellare la partecipazione in una DAO in base ai singoli interessi consente di uscire dagli schemi della condivisione della proprietà della società sportiva³⁸. Il focus si sposta dunque sul progetto sportivo in sé, dove i partecipanti possono interagire per dare il proprio contributo – vedendosi ricompensati a vari livelli, dall'esercizio del potere decisionale derivante dal possesso di *token* di *governance*, fino al semplice godimento di eventi di comunità³⁹.

L'analisi di discipline particolari aiuta a comprendere la rilevanza del singolo elemento quando inserito in un più ampio framework legislativo, ma di ben più ampio respiro sono le questioni correlate alla nascita e qualificazione della struttura delle DAO. La questione emerge, ad esempio, in relazione alla possibilità di riconoscere in capo alle associazioni di tifosi la titolarità di posizioni giuridiche soggettive qualificabili come interessi legittimi nei confronti degli atti degli organismi sportivi.

In tal senso, si è sostenuto che mentre sembra mancare la possibilità di rinvenire un indice di qualificazione per le associazioni di tifosi⁴⁰,

³⁸ Il diritto sportivo è stato recentemente interessato dal d.lgs. 28 febbraio 2021 n. 36, che non ha tuttavia modificato la possibilità per le società sportive professionistiche di costituirsi optando per la forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata.

³⁹ F. ZATTI, *Nuove tecnologie e modelli di governance nello sport: le Decentralized Autonomous Organisation*, cit.

⁴⁰ G. MANFREDI, *Associazioni di tifosi sportivi e interessi legittimi*, in *Rivista di Diritto Pubblico*, 3/2011. La questione sollevata è di ampio respiro, mentre altri Autori si interrogano su situazioni specifiche, ad esempio se le associazioni di tifosi possano o meno vantare una posizione giuridica soggettiva nei confronti dei provvedimenti della F.I.G.C. di non ammissione al campionato delle relative società affiliate: si v. L. STAN-

ciò potrebbe invece mutare per quelle associazioni legalmente riconosciute disciplinate dal comma 4 dell'art. 8, d.l. n. 8/2007⁴¹.

Il rapporto fra tifosi e società calcistiche non si esaurisce dunque nel semplice, seppur vitale, supporto durante le partite, ma deve essere considerato come parte di un più complesso ecosistema che, sempre di più, viene a intrecciarsi con novità legislative e innovazioni tecnologiche.

Recenti interventi del legislatore europeo, invero, sono stati mossi dalla presa di coscienza che il diritto debba appropriarsi di nuovi strumenti in grado di aderire al mutamento della realtà dovuta alle tecnologie emerse; dette innovazioni tecnologiche – fra le quali le *Distributed Ledgers Technologies* – infatti, ben si prestano a essere innestate su schemi tradizionali mutandone tuttavia i caratteri e, di conseguenza, rendendole sfuggibili agli attuali *framework* normativi.

Infatti, sebbene liquidare il fenomeno delle DAO costituite a emulazione dei modelli di raccolta e investimento dei capitali sottoposti a regolazione come strumento di elusione delle regole giuridiche sia sminutivo del fenomeno, appare comunque da tenere in debita considerazione. In tal senso, la Commissione europea in un report dell'ottobre 2022 ha segnalato come la complessa organizzazione del gioco del calcio e la sua evoluzione negli anni rappresenti terreno fertile per il proliferare di attività illecite interne ed esterne, che ne vanno a sfruttare dinamiche e strutture⁴², soprattutto nel momento in cui tali attività vengono rese ancor più attraenti grazie all'utilizzo delle nuove tecnologie.

GHELLINI, *Gli interessi delle associazioni di tifosi di calcio tutelati nel diritto sportivo*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli-Roma, 2009.

⁴¹ La norma in commento prevede «Le società sportive possono stipulare con associazioni legalmente riconosciute, aventi tra le finalità statutarie la promozione e la divulgazione dei valori e dei principi della cultura sportiva, della non violenza e della pacifica convivenza, come sanciti dalla Carta olimpica, contratti e convenzioni in forma scritta aventi a oggetto progetti di interesse comune per la realizzazione delle predette finalità, nonché per il sostegno di gemellaggi con associazioni legalmente riconosciute dei sostenitori di altre società sportive aventi i medesimi fini statutari (...)» – quel che di interessante si rileva, è la previsione contenuta nella menzionata proposta di *Model Law* per le DAO, che al suo primo articolo individua nella natura delle DAO quelle di poter essere riconosciute come «a legal entity that can be used for commercial, mutualistic, social, environmental or political purpose, the nature of which will be specified in its By-Laws»

⁴² *Commission staff working document accompanying the document report from the Commission to the European Parliament and the Council on the assessment of the risk of*

Specifico per quanto attiene al rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, detto report si inserisce nella più ampia attività legislativa europea del c.d. *Anti-Money Laundering and Counter Terrorist Financing* (AML/CFT) *package*, che fra le molte novità vede l'inserimento del settore del calcio professionistico nell'ambito di applicazione del nuovo Regolamento (UE) 2024/1624⁴³. In particolare, fra i nuovi soggetti obbligati dal summenzionato Regolamento vengono individuate le categorie delle società calcistiche professionistiche e degli agenti calcistici⁴⁴.

Tale estensione pone dunque l'accento sulla codificazione della qualifica delle società calcistiche professionistiche, posta la loro conseguente possibilità di essere individuate quali soggetti obbligati alle norme AML/CFT⁴⁵; di talché, ben si comprende perché l'inquadramento giuridico delle DAO calcistiche sia rilevante.

Sia consentito infine rammentare che il cuore delle norme antiriciclaggio attiene alla *compliance* ai presidi AML/CFT, fra cui primariamente quello della adeguata verifica della clientela che, nel caso di specie, può essere costituita da determinati categorie di tifosi fra le quali è possibile individuare quelli degli abbonati.

Risulta quindi rilevante non soltanto la qualificazione giuridica di una DAO, ma anche quella del rapporto con i suoi partecipanti.

money laundering and terrorist financing affecting the internal market and relating to cross-border activities, COM(2022) 554 final, consultabile su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52022SC0344>.

⁴³ Regolamento (UE) 2024/1624 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2024, relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, GU L, 2024/1624, 19.6.2024, consultabile su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?qid=1739463347681&uri=CELEX%3A32024R1624>.

⁴⁴ Come definiti ai sensi dell'art. 2, nn. 52) e 53) del Regolamento (UE) 2024/1624.

⁴⁵ In particolare, la definizione data dal Regolamento individua la società calcistica professionistica come «qualsiasi persona giuridica che è, che possiede o che gestisce una società calcistica cui è stata concessa una licenza e che partecipa al o ai campionati nazionali di calcio in uno Stato membro, i cui giocatori e il cui personale sono assunti contrattualmente e remunerati in cambio dei loro servizi». Per una più ampia trattazione, sia consentito rinviare a S. MEZZACAPO, *Antiriciclaggio e contrasto del finanziamento del terrorismo nel "settore del calcio professionistico" ai sensi del nuovo EU Single Rulebook AML/CFT di cui al Regolamento (UE) 2024/1624* in *Rivista di Diritto Bancario*, Fasc. 2, 2024, pp. 447-477.

4. *Prospettive e considerazioni iniziali*

La governance del calcio professionistico ha subito significative trasformazioni nel corso degli anni, creando le condizioni, almeno per quanto riguarda i club professionistici delle leghe più importanti, di un passaggio da modelli associativi a vocazione locale a entificazioni societarie a vocazione commerciale e globalizzata. Questa evoluzione ha portato a una progressiva concentrazione del potere decisionale e a una crescente disconnessione tra club e comunità di riferimento⁴⁶. Le DAO rappresentano potenzialmente una risposta alle necessità che la prossima fase evolutiva degli attuali modelli di governance sembrano richiedere, reintroducendo elementi di partecipazione collettiva grazie all'uso degli strumenti che la tecnologia mette oggi a disposizione. Allo stesso tempo, però, data l'attuale fase di *infancy* delle soluzioni *blockchain-based*, l'analisi di un siffatto modello organizzativo può sembrare velleitaria o anacronistica. L'idea qui, tuttavia, è quella di promuovere soluzioni ibride che consentano di sviluppare piani di risposta distinti rispetto a necessità non più rinviabili pena la questione della sopravvivenza di un movimento sportivo più ampio rispetto al progetto di realizzare superleghe riservate a pochi blasonati club. Certamente, non si può non considerare il fatto che sinora le DAO sono state estranee a un serio interesse politico e giuridico, almeno a livello UE. Pochi sono i contributi della ricerca e, in molti casi, non destinati ad attrarre l'attenzione del legislatore rispetto a un fenomeno che scala l'impatto della tecnologia blockchain a un livello ancora più alto e significativo di quanto non sia accaduto con le soluzioni già implementate o in via di attuazione, circoscritte soprattutto al settore finanziario.

Anche nel settore calcistico i più immediati benefici riguardano le soluzioni di natura finanziaria e con esse l'insieme del quadro regolativo di contorno. Le DAO, infatti, offrono innovative opportunità di finanziamento attraverso il fenomeno della c.d. *tokenizzazione*, ovvero della possibilità di trasformare valori e diritti in beni digitali basati sulla tecnologia blockchain e trasferibili secondo le regole garantite da quest'ultima. Le potenzialità, come detto, sono davvero molteplici. Solo per citarne alcune, si pensi all'investimento diffuso nella società

⁴⁶ D. HASSAN-S. HAMIL, *Who Owns Football? The Governance and Management of the Club Game Worldwide*, Routledge, 2011.

calcistica da parte dei tifosi, alla creazione di nuovi flussi di entrate attraverso i c.d. *utility* token, allo sviluppo di sistemi di *reward* per i tifosi più attivi, sino alla monetizzazione di *asset* intangibili come la fedeltà dei *supporter*. Quello del coinvolgimento dei tifosi è un tema estremamente delicato, considerate anche le recenti vicende giudiziarie⁴⁷. Tuttavia, l'adozione di modelli di governance basati su DLT potrebbe essere l'occasione per rendere trasparenti anche quelle relazioni che hanno tratto sinora vantaggio dall'assenza di strumenti naturali di contrasto all'esercizio di attività illecite. La DLT, e, in particolare le *blockchain permissionless*, consentono un concreto miglioramento nella trasparenza dell'attività finanziaria, e con essa la riduzione dei rischi di corruzione, malversazione e cattiva gestione delle risorse presenti nel calcio da sempre⁴⁸. I potenziali benefici non si esauriscono alla prospettiva dei rapporti con la tifoseria, ma si allargano anche a quelli con le leghe di appartenenza e gli organi federali di governo e vigilanza, come suggerisce la possibilità di utilizzare la tecnologia blockchain per monitorare l'allocazione delle risorse da parte dei club stessi facilitando la verifica della compliance alle regole poste dall'ordinamento sportivo, come, per esempio, in relazione alla verifica del rispetto del *Fair Play Finanziario*⁴⁹. I benefici non si esauriscono soltanto in vantaggi indiretti per i club, ma come detto abbracciano anche quelli di più diretto interesse delle proprietà dei club calcistici riguardanti l'efficienza economica anche attraverso l'automazione dell'attività. Grazie alla possibilità di utilizzare gli *smart contract*, le società calcistiche potrebbero gestire in

⁴⁷ Il riferimento è all'inchiesta della Procura della Repubblica di Milano sugli ultras delle curve di San Siro. Il fenomeno in questione presenta una dimensione più ampia e complessa. Dall'analisi della documentazione parlamentare e delle relazioni elaborate dalle Direzioni Distrettuali Antimafia emerge che le associazioni di tifosi di diverse società calcistiche hanno sviluppato articolati sistemi economici illeciti. Tali attività spaziano dalla rivendita non autorizzata di biglietti (c.d. *secondary ticketing*), alla gestione non regolamentata di servizi all'interno degli impianti sportivi, al traffico di sostanze stupefacenti, fino a configurare, in taluni casi, fattispecie delittuose riconducibili alle ipotesi di cui all'art. 416-bis del codice penale.

⁴⁸ J.-M. GERMING *et al.*, *Decentralised Governance in Football: Feasibility of DAO Implementation*, in *The Journal of the British Blockchain Association*, fasc. 8, 1, 2024, p. 1-10.

⁴⁹ D. BIDDER-POTTS, *To what extent is the regulation of sport effective in terms of financial management of clubs*, fasc. 1, 2020, p. 82-104.

maniera più efficiente non solo la distribuzione dei ricavi da diritti televisivi, ma anche i pagamenti destinati a giocatori e staff, i bonus e gli incentivi basati sulla performance, nonché i trasferimenti e le negoziazioni contrattuali. Ne risulterebbe non solo una riduzione dei costi di natura amministrativa ma anche la possibilità di allocare i fondi secondo regole predefinite e trasparenti, limitandone la discrezionalità⁵⁰.

La qualificazione giuridica delle DAO, come detto, risulta ancora di incerta interpretazione in molte giurisdizioni. Se si fa eccezione per alcuni Stati degli Stati Uniti d'America, nella gran parte degli ordinamenti le DAO sono ancora lasciate al diritto comune. La mancanza di una disciplina generale delle DAO non favorisce ovviamente l'ipotesi di una sua adozione. Nel caso, poi, delle società calcistiche le questioni giuridiche aperte sono ben più ampie di quelle che si ricollegano al diritto societario non limitandosi, evidentemente, agli aspetti tipici del contratto ovvero alle questioni della responsabilità e delle forme di tutela in caso di controversie. Come è tipico del diritto sportivo l'analisi giuridica si muove su un filo sottile, alla ricerca di un equilibrio più delicato da individuare rispetto a quello che ritroviamo nella composizione degli interessi di natura meramente privatistica. La peculiarità delle forme dell'autonomia che il fenomeno sportivo può assumere è molto più ampia di quella che sinora è stata delineabile dal diritto. La conformità delle società calcistiche, in particolare di quelle professionistiche, alle normative vigenti, e l'integrazione ai regolamenti delle federazioni calcistiche nazionali e internazionali pongono, da un lato, un ulteriore livello di difficoltà all'analisi ma, dall'altro, aprono la prospettiva di un sistema di governance basato sulla decentralizzazione. La transizione da un sistema di governance basato su modelli tradizionali a uno che si affida a soluzioni decentralizzate pone sfide significative sotto vari profili. Dal bilanciamento degli interessi di *stakeholder* con diverso potere decisionale alla gestione dei conflitti di interesse e delle dinamiche di potere, le questioni giuridiche che si aprono sono tali da richiedere un approccio pragmatico all'implementazione delle DAO nel calcio basato su modelli ibridi che combinino elementi tradizionali e decentralizzati. Lo sviluppo di un quadro giuridico favorevole è essenziale per l'adozione diffusa delle DAO nel calcio così come in qual-

⁵⁰ H. DIETL-E. FRANCK, *Governance failure and financial crisis in German football*, in *Journal of Sports Economics*, fasc. 8, 6, 2007, p. 662-669.

siasi altro settore. Tuttavia, lo sport costituisce un laboratorio giuridico naturale per la sua capacità di coniugare elementi tradizionali e decentralizzati, traendo vantaggio dalle maggiori opportunità implementative, in particolare, per quanto detto, del calcio.

MARIA LAURA GUARDAMAGNA – NICOLÒ CALCAGNO

L'UTILIZZO DELLA BLOCKCHAIN NELLA GESTIONE DELLE SOCIETÀ DI CALCIO: OPPORTUNITÀ E REGOLAMENTAZIONE

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Smart contracts, fan token e NFT – 3. Aspetti normativi della blockchain nel calcio 4. La tokenizzazione dei diritti economici dei calciatori

1. *Premessa*

La *blockchain* è un sistema di registrazione digitale decentralizzato che garantisce sicurezza, trasparenza e immutabilità delle informazioni. Inizialmente concepita per supportare le criptovalute, oggi trova applicazione in diversi settori, incluso lo sport e, in particolare, per quanto riguarda l'ambito che nel nostro Paese interessa la maggior parte degli appassionati, il calcio.

Grazie alle sue caratteristiche, di cui si è già dato ampiamente atto nei capitoli che precedono¹, la *blockchain* sta rivoluzionando il modo in cui le società calcistiche gestiscono le transazioni finanziarie, i contratti, i diritti di immagine e l'interazione con i tifosi. Tuttavia, con l'adozione crescente di questa tecnologia emergono anche questioni regolamentari e legali complesse, che richiedono un veloce adeguamento normativo per garantirne un utilizzo sicuro, nel rispetto dei principi dell'ordinamento.

Come ormai noto da qualche anno, specie dagli anni della pandemia da Covid-19, "l'industria del calcio" sta adottando sempre più strumenti basati su *blockchain*, tra cui *smart contracts*, *fan token*, NFT e *tokenizzazione* dei diritti economici dei giocatori. Questi strumenti innovativi offrono, da un lato nuove opportunità di guadagno per i club, ma dall'altro lato migliorano e implementano l'interazione con i tifosi e aumentano la trasparenza nelle transazioni finanziarie.

¹ Cfr. Mari e Zatti in questo volume.

2. *Smart contracts*, *fan token* e NFT

Gli *smart contracts* sono protocolli informatici che automatizzano l'esecuzione di accordi contrattuali senza la necessità (o quasi)² di intermediari. L'ordinamento italiano offre una definizione all'art. 8 ter co. 2 D.L. 135/2018: “*Si definisce smart contract un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse*”.

Nel calcio, possono essere utilizzati per gestire sponsorizzazioni sportive, come nel caso della piattaforma ChainOn³, un intermediario che agevola l'incontro tra offerta (organizzatori, club e testimonial) e domanda (sponsor, *broadcaster* e centri *media*) nella sponsorizzazione sportiva e che semplifica e velocizza la definizione degli accordi proprio mediante utilizzo degli *smart contracts*. Questi ultimi sono anche utilizzati per regolare la vendita di biglietti digitali, prevenendo (o comunque cercando di arginare) il fenomeno del c.d. *secondary ticketing* e le frodi, ma anche per amministrare i diritti televisivi e pubblicitari, garantendo pagamenti automatici ai club sulla base di visualizzazioni e abbonamenti.

Nonostante i vantaggi in termini di efficienza e sicurezza, gli *smart contracts* sollevano alcune criticità legali, tra cui la validità giuridica di un contratto scritto in codice informatico e la difficoltà di modificarne i termini una volta registrato su *blockchain*.

Quando si guarda a questi strumenti digitali l'accento è posto sull'esecuzione automatica (conclusione ed effetti), ma viene spesso tralasciato o quantomeno accantonato, un altro elemento – se non forse il principale – nella formazione di un contratto secondo le regole del nostro ordinamento civilistico: il momento dell'incontro delle volontà dei contraenti (art. 1325 n. 1) cod. civ.). Solo laddove lo *smart contract* fosse definito in esito ad una trattativa tra le parti e ad un vero e proprio accordo sarebbe rispettato il tradizionale principio consensualistico

² È opinione di chi scrive che anche gli *smart contracts*, così tools di c.d. “Intelligenza artificiale” in ambito legale, debbano essere utilizzati con la consapevolezza di un professionista che possa comprenderne le dinamiche e che soprattutto possa fornire alla “macchina” i corretti input e leggere in modo conforme al dettato normativo e giurisprudenziale di riferimento gli output che questa fornisce.

³ <https://www.chainon.it/home>.

nella formazione del contratto stesso, mentre invece nel caso in cui lo *smart contract* fosse predisposto unilateralmente da una parte e presente nella *blockchain*, potrebbe semmai configurarsi una offerta al pubblico (art. 1336 cod. civ.).

Ad avviso di chi scrive non vi sarebbero invece particolari problemi in relazione all'oggetto del contratto, purché ovviamente lo stesso sia possibile, lecito, determinato o determinabile e non venga influenzato dall'aspetto informatico dello strumento. Analogo discorso vale per la causa. Neppure il requisito della forma sarebbe in alcun modo minacciato dal momento che il sistema *blockchain* (con accesso mediante *account* personale riconosciuto e confermato) risulta senz'altro compatibile con il requisito della forma scritta.

Le criticità maggiori riguardano la trasposizione del linguaggio giuridico in un codice informatico che, inevitabilmente, si scontra con i limiti di quest'ultimo nel dare risposta a quegli elementi imprevedibili che nel corso di un rapporto contrattuale possono verificarsi e che un contratto sapientemente confezionato da un professionista è spesso in grado di prevedere e disciplinare. L'automatismo non garantisce spazio ad ermeneutica ed interpretazione (art. 1362 cod. civ.) – che invece sappiamo essere essenziale – al punto da poter risultare controproducente in taluni casi di eventi imprevedibili e sbilanciamento delle posizioni dei contraenti.

In altri termini, la complessità giuridica mal si concilia con gli *smart contracts* che al più, e pur con tutti i limiti di cui sopra, possono essere utilizzati per fattispecie semplici allo stato non in grado di gestire compiutamente situazioni patologiche del rapporto che potrebbero venirsi a creare.

I *fan token* sono invece strumenti digitali che permettono ai tifosi di interagire attivamente con la loro squadra del cuore, offrendo vantaggi esclusivi come accesso a sconti e promozioni, partecipazione a sondaggi decisionali (es. scelta delle divise da gara), contenuti esclusivi e premi VIP.

Squadre come Milan, Inter, Roma e Juventus – solo per citarne alcune del nostro campionato di Serie A – hanno già adottato da diverso tempo *fan token* attraverso piattaforme come Socios.com, generando nuove fonti di ricavi e rafforzando il legame con i tifosi. Altri sport sono ancora più avanti in questo processo (es. Formula 1, Basket NBA ecc.) al punto da ottenere dalle società di bitcoin sponsorizzazioni ultra milionarie (es. Crypto.com).

Tuttavia, la classificazione normativa di questi *asset* digitali è ancora incerta, con il rischio che possano essere considerati strumenti finanziari soggetti a regolamentazione e che tali strumenti si prestino ad operazioni riciclaggio di denaro (sul punto si vedano le raccomandazioni GAFI-FATF del Ministero del Tesoro)⁴.

Gli NFT (*Non-Fungible Token*) rappresentano *asset* digitali unici registrati su *blockchain*. Nel mondo del calcio (o più in generale dello sport), possono essere utilizzati per creare collezionabili digitali, come figurine di calciatori o *highlights* di partite, vendere maglie, loghi e altri memorabilia in edizioni limitate, offrire esperienze esclusive ai tifosi, come incontri virtuali con i giocatori.

Un esempio interessante è la piattaforma Sorare, che combina il popolare gioco del “fantacalcio” con la tecnologia NFT, permettendo ai tifosi-giocatori di collezionare carte digitali di calciatori e utilizzarle in tornei virtuali. Come noto, l’uso degli NFT solleva dubbi sulla tutela della proprietà intellettuale e sulla loro regolamentazione come possibili strumenti di investimento⁵.

Su questo aspetto, senza in questa sede aprire le porte ad un’analisi approfondita in materia di IP e diritti di privativa, citiamo il noto – anche alle cronache non solo giudiziarie – “caso Juventus” deciso dal Tribunale di Roma, sez. imprese, ord. 20 luglio 2022⁶. In questo caso, il

⁴ https://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti_it/prevenzione_reati_finanziari/prevenzione_reati_finanziari/FATF_Raccomandazioni_versione_italiana_Feb_2012.pdf.

⁵ V. <https://sorare.com/it/>.

⁶ “È illegittima la creazione di NFT riproducenti un calciatore nell’atto di indossare la maglia da gioco di una squadra calcistica, se quest’ultima non ha autorizzato allo scopo l’utilizzo del proprio marchio. La circostanza che il calciatore abbia autorizzato lo sfruttamento della propria immagine non esclude infatti l’obbligo per la società autrice dei tokens di richiedere altresì alla società calcistica, di cui sono riprodotte le maglie da gioco, apposita autorizzazione al fine di poterne utilizzare il marchio. Infatti, la creazione e offerta in vendita di non fungible tokens costituisce un’operazione di carattere commerciale, sulla quale incide significativamente la notorietà dei club calcistici interessati dalla riproduzione digitale. Ne deriva che tale mancata autorizzazione determina un concreto rischio confusorio nel pubblico, indotto a credere che gli NFT immessi sul mercato provengano dalla società calcistica la cui maglia viene riprodotta o da società alla prima collegate” (Trib. Roma, sez. imprese, 20 luglio 2022 in *Giur. ann. dir. ind.*, 2022; nonché in *Il diritto industriale* 2022, con nota di A. Rainone, *Uso illecito del marchio altrui sulla*

Tribunale capitolino si è per la prima volta pronunciato su una vicenda legata all'uso e alla commercializzazione di *NFT* (*Non-Fungible tokens*). Nella specie, la Juventus S.p.A., chiedeva al Giudice romano di concedere un provvedimento inibitorio volto ad impedire ogni ulteriore “*produzione, commercializzazione, promozione e offerta in vendita, diretta e/o indiretta, in qualsiasi modo e forma*” degli *NFT* creati e commercializzati dalla società *Blockeras s.r.l.* raffiguranti l'ex calciatore Christian Vieri con indosso la maglia del club ricorrente e l'indicazione del nome della squadra. A detta della società torinese tale condotta avrebbe costituito una lesione del marchio figurativo della medesima società, costituito appunto dalla maglia a strisce verticali di colore bianco e nero con due stelle sul petto, simbolo iconico della squadra. La ricorrente chiedeva altresì al Tribunale di fissare una somma di denaro a titolo di *astreintes* per ogni giorno di ritardo nell'attuazione dei provvedimenti richiesti, oltre alla pubblicazione del provvedimento giurisdizionale su due celebri quotidiani italiani. Dall'altro lato la società resistente, autrice degli *NFT* in questione, si opponeva deducendo la carenza dei presupposti del provvedimento cautelare, in particolare del *periculum in mora*, la sussistenza del proprio diritto all'utilizzo e alla commercializzazione dei *tokens* e contestava la tutelabilità del “marchio Juventus” in ambito digitale, posto che lo stesso non risultava registrato nella categoria dei prodotti virtuali suscettibili di *download* di cui alla classe 9 della Convenzione di Nizza⁷.

La pronuncia del Tribunale, disattendendo le menzionate contestazioni, ha accolto i motivi della ricorrente, affermando innanzitutto la sussistenza del *fumus boni iuris*, ossia la verosimile esistenza del diritto alla tutela del proprio marchio figurativo, oggetto di titolarità non contestata, e comunque dotato di notorietà generalizzata, tale da attribuirgli la tutela rafforzata di cui all'art. 20 del d.lgs 30/2005 (c.d. Codice della proprietà industriale – CPI). Sussiste quindi un “rischio confusorio” legato all'illegittimo sfruttamento del “marchio Juventus” in relazione all'indebita apposizione dello stesso sugli *NFT* oggetto di esame,

blockchain: il principio di neutralità tecnologica e la rivoluzione mancata dei registri distribuiti, p. 489 ss.

⁷ La Classificazione di Nizza è una classifica internazionale di prodotti e servizi utile per registrare i marchi e introdotta dall'Accordo di Nizza del 1957 e poi periodicamente aggiornata.

determinandosi la concreta possibilità che il pubblico “*possa credere che i prodotti o servizi di cui trattasi provengano dalla stessa impresa o da imprese economicamente collegate*”. Da ultimo, il giudice romano ha evidenziato come la circostanza dell’esistenza di un contratto a monte tra la società autrice dei *tokens* e il calciatore Vieri, tale da autorizzare l’utilizzazione dell’immagine di quest’ultimo, non escludeva l’obbligo di richiedere altresì apposita e separata autorizzazione anche alla Juventus, al fine di poterne utilizzare il relativo marchio.

3. *Aspetti normativi della blockchain nel calcio*

L’adozione della *blockchain* nel calcio (e nello sport in generale) pone una serie di sfide legali e regolamentari, che riguardano la classificazione e disciplina degli *asset* digitali, la protezione dei consumatori e il rispetto delle normative finanziarie.

L’Unione Europea ha recentemente approvato il Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR), un regolamento entrato in vigore il 30 dicembre 2024 che disciplina le cripto-attività, inclusi i *fan token* e gli NFT. Il Regolamento rappresenta un significativo passo in avanti nel contribuire a ridurre l’incertezza normativa e dare ordine al mercato delle cripto-attività. Introduce infatti in tutti i Paesi membri dell’Unione Europea una disciplina armonizzata per l’emissione, l’offerta al pubblico e la prestazione di servizi aventi a oggetto cripto-attività. La nuova disciplina trova completamento nel Regolamento (UE) 2023/1113 (c.d. *Transfer of Funds Regulation recast - TFR recast*), che ha esteso ai prestatori di servizi in cripto-attività tutti gli obblighi antiriciclaggio previsti per gli intermediari finanziari⁸.

Le ragioni che giustificano questo intervento regolatorio da parte dell’Unione Europea sono riportate nei *Considerando* del medesimo e talvolta riprese anche nel corpo del testo del MiCAR: certezza del diritto, protezione degli utenti, integrità del mercato, supporto all’innovazione, stabilità finanziaria, mitigazione dei rischi in materia di politica monetaria e sovranità monetaria. In realtà alcuni limiti e vuoti del MiCAR derivano dal fatto che alcune cripto-attività sono, o saranno pre-

⁸ Per un interessante confronto UE-USA si rinvia a F. Annunziata, *Tassonomia delle cripto attività e mercato dei capitali. Primi spunti per un confronto USA-UE*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 5, 1 ott. 2024, pag. 903.

sto, soggetti ad autonomi interventi normativi dell'Unione. Le esclusioni sono molteplici⁹ e, tra le tante, rileva l'esclusione delle valute digitali emesse dalle banche centrali (Central Banks Digital Currencies "CBDC") e gli strumenti finanziari¹⁰.

Riassumendo e semplificando, le tipologie di cripto-attività contemplate nel MiCAR sono: (i) *token* di moneta elettronica (*e-money token* - "EMT"), che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una singola valuta ufficiale; (ii) *token* collegati ad attività (*asset-referenced token* - "ART"), che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o un diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali; (iii) crip-

⁹ Ciononostante, il MiCAR non disciplina tutti i profili del mondo delle cripto-attività. Ad esempio, non regola le cripto-attività in quanto tali, ma soltanto il mercato (negoiazione e scambio) delle cripto valute e prestazione dei servizi connessi a tali attività; non regola nemmeno gli *smart contract*, che pure costituiscono lo strumento che consente la conclusione delle transazioni sulla DLT. Sul punto si rinvia a F. Annunziata, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, in *Riv. delle Società*, fasc. 5-6, ott. 2023 ove vengono citati altri contributi significativi, tra cui: F. Bassan - M. Rabitti, *Recenti evoluzioni dei contratti sulla blockchain. Dagli smart legal contracts ai 'contracts on chain'*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 561 ss.; G. Greco, *Gli smart contract nel settore bancario e finanziario*, in *Il diritto nell'era digitale*, a cura di R. Giordano - A. Panzarola - A. Police - S. Preziosi - M. Proto, Milano, 2022, 189; F.A. Stazi, *Smart Contracts in Comparative Law. A Western Perspective*, Cham, 2021; M. Maugeri, *Smart Contracts e disciplina dei contratti*, Bologna, 2021; P. Gallo, *DLT, Blockchain e Smart Contract*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian - C. Sandei, Milano, 2020, 146.

¹⁰ Cfr. Commissione europea, Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione dell'euro digitale, 2023. V., inter alia, Grünewald, Zellweger-Gutknecht, Geva, Digital Euro and ECB Powers, in *Common Market Law Review*, 2021, vol. 58, 1029 ss. Gli strumenti finanziari sono espressamente esclusi dal Regolamento in base al disposto dell'art. 2, par. 4 che espunge dalla disciplina ciò che è già disciplinato dalla legislazione finanziaria preesistente. Secondo la predetta disposizione, il MiCAR non si applica – *inter alia* – alle criptovalute che si qualificano come strumenti finanziari, depositi, fondi, posizioni inerenti a cartolarizzazione (ai sensi dell'art. 2, punto 1, del Regolamento (UE) 2017/2402), prodotti assicurativi non vita o vita che rientrano nelle classi di assicurazione elencati negli allegati I e II della direttiva n. 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio o contratti di riassicurazione e retrocessione di cui alla stessa direttiva, prodotti pensionistici e gli schemi pensionistici aziendali o professionali (direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio o della direttiva 2009/138/CE).

to-attività c.d. “*other than*”, categoria residuale che ricomprende le cripto-attività diverse da EMT e ART.

Le specifiche caratteristiche delle diverse tipologie di cripto-attività e delle tecnologie abilitanti e la loro idoneità ad assolvere o meno a una funzione di pagamento assumono rilievo centrale anche sotto il profilo della sana e prudente gestione dell’impresa. Questi aspetti dovranno pertanto essere adeguatamente tenuti in considerazione dai soggetti che intendano avviare attività disciplinate dal MiCAR, al fine di definire modelli di attività sostenibili e di individuare e mitigare gli specifici profili di rischio non solo di natura finanziaria ma anche operativa, tenuto conto dell’elevata interconnessione tra i soggetti operanti in tali mercati.

Gli obiettivi principali del MiCAR sono essenzialmente: (i) proteggere investitori e consumatori, imponendo obblighi di trasparenza agli emittenti di cripto-attività; (ii) regolamentare le piattaforme di scambio di *asset* digitali, evitando manipolazioni di mercato e pratiche fraudolente; (iii) stabilire requisiti per gli emittenti di token collegati ad attività reali, assicurando che abbiano riserve sufficienti per coprire le passività.

Molteplici sono le implicazioni pratiche per il mondo del calcio. I fan token potranno essere esentati dalle regole di MiCAR se utilizzati solo per accedere a beni e servizi specifici del club che li emette (es. *merchandising* e biglietti). Gli emittenti di fan token e NFT dovranno pubblicare un “*White Paper*” con informazioni dettagliate sui rischi e le condizioni d’uso degli *asset* digitali. Le società di calcio che emettono token potrebbero dover registrarsi presso autorità finanziarie competenti, specialmente se i token vengono utilizzati come strumenti di investimento.

Nel nostro ordinamento, Banca d’Italia e Consob saranno i soggetti istituzionali che dovranno applicare e vigilare sul rispetto delle regole MiCAR. In particolare, Banca d’Italia ha competenze specifiche in materia di vigilanza prudenziale con riferimento sia agli emittenti di EMT ed ART (anche relativamente all’accesso al mercato) sia ai CASP. L’Istituto è inoltre competente, limitatamente agli emittenti di EMT, anche per la trasparenza, la correttezza dei comportamenti e la tutela dei possessori di EMT in relazione all’emissione di tali strumenti. Banca d’Italia è poi anche l’autorità che ha il compito di supervisionare sul rispetto degli obblighi antiriciclaggio da parte dei prestatori di servizi in cripto-attività oltre che, ovviamente, il compito di sorvegliare il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti digitali. La vigilanza sul ri-

spetto delle disposizioni in materia di trasparenza, correttezza dei comportamenti, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela dei possessori di ART spetta a Consob, eventuali esposti relativi agli emittenti di ART vanno indirizzati a quest’ultima.

Inoltre, i soggetti interessati allo svolgimento delle nuove attività dovranno garantire la piena conformità alle disposizioni in materia di lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, anche assicurando l’adeguatezza dei relativi assetti organizzativi e di controllo.

Consob, invece, (i) vigila sull’osservanza delle disposizioni in materia di contenuto e pubblicazione del “*White Paper*”, (ii) esprime parere positivo a Banca d’Italia, sui profili di propria competenza, ai fini dell’approvazione del “*White Paper*” per gli ART emessi da banche e SIM di classe 1 e della valutazione delle informazioni notificate da tali soggetti e (iii) esprime parere positivo a Banca d’Italia, sui profili di propria competenza, per l’autorizzazione degli emittenti specializzati ART ai fini dell’emissione, dell’offerta al pubblico e della richiesta di ammissione alla negoziazione di ART (e contestuale approvazione dei “*White Paper*”).

Di seguito una tabella che riassume le distinte competenze di Banca d’Italia e Consob¹¹.

	Offerta al pubblico e richiesta di ammissione alla negoziazione di <i>crypto other than</i> (Titolo II)	Emissione, offerta al pubblico e richiesta di ammissione alla negoziazione di ART (Titolo III)	Emissione, offerta al pubblico e richiesta di ammissione alla negoziazione di EMT (Titolo IV)	Prestazione di servizi per le cripto-attività (Titolo V)
Accesso al mercato	• Consob per la ricezione delle <i>white paper</i> (non è prevista una formale approvazione)	• Banca d'Italia per la ricezione delle notifiche e Banca d'Italia d'intesa con Consob per la valutazione delle informazioni delle notifiche, per quanto di rispettiva competenza, e l'approvazione dei <i>white paper</i> (e delle relative modifiche) da banche e SIM di classe 1; • Banca d'Italia d'intesa con Consob per l'autorizzazione degli emittenti specializzati di ART (e contestuale approvazione dei <i>white paper</i>); • Banca d'Italia d'intesa con Consob per l'autorizzazione degli IP, degli IMEL e delle SIM diverse da quelle di classe 1 (e contestuale approvazione dei <i>white paper</i>).	• Banca d'Italia per la ricezione delle notifiche e dei <i>white paper</i> da banche e IMEL (non è prevista una formale approvazione)	• Banca d'Italia per la ricezione delle notifiche da banche, SIM di classe 1, IMEL e SCR per la prestazione di servizi notificabili ex art. 60; • Banca d'Italia, sentita Consob, per autorizzazione di IMEL per servizi non notificabili ex art. 60; • Banca d'Italia, sentita Consob, per autorizzazione di IP alla prestazione dei servizi; • Consob, sentita Banca d'Italia, per l'autorizzazione dei CASP specializzati; • Consob, sentita Banca d'Italia per l'autorizzazione di SIM diverse da quelle di classe 1 per la prestazione di servizi non notificabili ex art. 60; • Consob per la ricezione delle notifiche da SIM diverse da quelle di classe 1, depositari centrali di titoli e gestori di mercati regolamentati per la prestazione di servizi notificabili ex art. 60.
Vigilanza prudenziale	Non prevista	• Banca d'Italia • EBA per ART significativi	• Banca d'Italia • EBA limitatamente all'applicazione di alcune previsioni applicabili unicamente agli IMEL emittenti di EMT significativi (es. piani di risanamento e rimborso)	• Banca d'Italia
Vigilanza in materia di trasparenza, correttezza dei comportamenti e tutela dei possessori di cripto-attività	• Consob	• Consob • EBA per ART significativi	• Banca d'Italia	• Consob

¹¹ La tabella è tratta dalla “*Nota di sintesi Consob/Banca d'Italia del 29 ottobre 2024 - Riparto di competenze tra Consob e Banca d'Italia nell'applicazione di MiCAR*” (pp. 9 e 10) consultabile al link <https://www.consob.it/web/area-pubblica/micar-orientamenti-consob>.

Vigilanza in materia AML e CFT	Non prevista.	• Banca d'Italia su intermediari bancari e finanziari che emettono ART • Non prevista per emittenti specializzati, salvo la sola valutazione dell'esposizione del business model ai rischi ML/TF	• Banca d'Italia	• Banca d'Italia
Esercizio dei poteri di product intervention	• Consob, sentita Banca d'Italia, per i poteri per la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati delle crypto-attività. • Banca d'Italia, sentita Consob, per i poteri a tutela della stabilità del sistema finanziario (o di una parte di esso).	• Consob, sentita Banca d'Italia, per i poteri per la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati delle crypto-attività. • Banca d'Italia, sentita Consob, per i poteri a tutela della stabilità del sistema finanziario (o di una parte di esso).	• Banca d'Italia	N.A.
Esercizio dei poteri di contrasto alle ipotesi di abusivismo	• Consob per le ipotesi di emissione/offerta/ammissione alla negoziazione di crypto-assets other than in assenza di white paper notificato.			• Consob per le ipotesi di prestazione di servizi su crypto-assets senza autorizzazione da parte di CASP specializzati.
Vigilanza in materia di abusi di mercato in fase di accesso al mercato e successivamente (Vigilanza sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni)	• Consob	• Consob	• Consob	• Consob

4. La tokenizzazione dei diritti economici dei calciatori

Un aspetto particolarmente innovativo di tutta questa digitalizzazione del monto sportivo e del calcio è senz'altro la possibilità di *tokenizzare* i diritti economici dei calciatori, consentendo ai tifosi di acquistare quote digitali di un giocatore e partecipare perfino alla sua crescita di valore. Si tratta di un modello potenzialmente dirompente e democraticizzante che potrebbe completamente rivoluzionare il sistema degli investimenti sportivi (finora limitati alle società di calcio che acquistavano il cartellino dei giocatori che acquistavano¹²). Ma è un sistema che, inevitabilmente, solleva non poche criticità legali.

Anzitutto, il rischio di speculazione che potrebbe trasformare i calciatori in veri e propri *asset* finanziari, esponendoli alla volatilità di mercato più che al loro reale valore sul campo. Inoltre, la frammentazione dei diritti economici tramite token potrebbe aggirare i divieti imposti dalla FIFA sul *Third-Party Investment* (TPI) e del *Third-Party Ownership* (TPO)¹³.

Il TPI si riferisce agli investimenti di soggetti terzi nei diritti economici dei calciatori. Comprende ogni forma di partecipazione finanziaria, anche indiretta, nei ricavi futuri derivanti dal trasferimento di un giocatore.¹⁴

¹² Eccezione fatta per qualche caso isolato (es. Messi al Paris S.G.).

¹³ FIFA (The Fédération Internationale de Football Association (FIFA) è la Federazione Internazionale la federazione internazionale che governa gli sport del calcio, del calcio a 5 e del beach soccer (art. 7 Statuto in https://digitalhub.fifa.com/m/3815fa68bd9f4ad8/original/FIFA_Statutes_2022-EN.pdf).

¹⁴ Art. 18bis Third-party influence on clubs - RSTP “1. No club shall enter into a

Il TPO è un meccanismo attraverso il quale un soggetto terzo (che non sia il club del calciatore) detiene una quota dei diritti economici di un giocatore. In pratica, un fondo di investimento, un agente o un altro soggetto può acquistare una percentuale dei futuri ricavi derivanti dalla vendita del calciatore a un altro club.¹⁵

contract which enables the counter club/counter clubs, and vice versa, or any third party to acquire the ability to influence in employment and transfer-related matters its independence, its policies or the performance of its teams. 2. The FIFA Disciplinary Committee may impose disciplinary measures on clubs that do not observe the obligations set out in this article.”. Segue la traduzione in Italiano: “1. Nessun club può stipulare un contratto che consenta al club controparte/ai club controparti, e viceversa, o a qualsiasi terza parte di acquisire la capacità di influenzare, in materia di occupazione e trasferimenti, la sua indipendenza, le sue politiche o le prestazioni delle proprie squadre. 2. Il Comitato Disciplinare della FIFA può imporre sanzioni disciplinari ai club che non rispettano gli obblighi stabiliti in questo articolo.”.

¹⁵ Art. 18ter Third-party ownership of players’ economic rights – RSTP “1. No club or player shall enter into an agreement with a third party whereby a third party is being entitled to participate, either in full or in part, in compensation payable in relation to the future transfer of a player from one club to another, or is being assigned any rights in relation to a future transfer or transfer compensation.

2. The interdiction as per paragraph 1 comes into force on 1 May 2015.

3. Agreements covered by paragraph 1 which predate 1 May 2015 may continue to be in place until their contractual expiration. However, their duration may not be extended.

4. The validity of any agreement covered by paragraph 1 signed between 1 January 2015 and 30 April 2015 may not have a contractual duration of more than one year beyond the effective date.

5. By the end of April 2015, all existing agreements covered by paragraph 1 need to be recorded within TMS. All clubs that have signed such agreements are required to upload them in their entirety, including possible annexes or amendments, in TMS, specifying the details of the third party concerned, the full name of the player as well as the duration of the agreement.

6. The FIFA Disciplinary Committee may impose disciplinary measures on clubs or players that do not observe the obligations set out in this article.” Segue la traduzione in italiano: “1. Nessun club o giocatore può stipulare un accordo con una terza parte che le consenta di partecipare, in tutto o in parte, a un compenso pagabile in relazione al futuro trasferimento di un giocatore da un club a un altro, né assegnarle alcun diritto relativo a un futuro trasferimento o compenso per il trasferimento. 2. Il divieto di cui al paragrafo 1 entra in vigore il 1° maggio 2015. 3. Gli accordi rientranti nel paragrafo 1, stipulati prima del 1° maggio 2015, possono rimanere in vigore fino alla loro scadenza contrattuale, ma la loro durata non può essere prorogata. 4. Gli accordi rientranti nel paragrafo 1, firmati tra il 1° gennaio 2015 e il 30 aprile 2015, non possono avere una durata contrattuale superio-

La FIFA ha vietato il TPI e il TPO per evitare speculazioni finanziarie sulla carriera dei calciatori, prevenire possibili conflitti di interesse e garantire che i club mantengano il pieno controllo dei loro giocatori. La commercializzazione di *token* può essere utilizzata come uno strumento per aggirare questo divieto, consentendo a soggetti esterni di acquisire una partecipazione o comunque un interesse rilevante nei futuri trasferimenti dei giocatori sotto forma di asset digitali. In questo modo, gli investitori potrebbero influenzare indirettamente le politiche di trasferimento dei club e le scelte di carriera degli atleti, andando contro lo spirito delle normative FIFA. Inoltre, la decentralizzazione e l'anonimato offerti dalla tecnologia *blockchain* rendono più difficile tracciare e monitorare queste transazioni, aumentando il rischio di pratiche opache o illecite.

Un aspetto cruciale riguarda poi il trattamento fiscale dei *token* sportivi. L'assenza di un quadro normativo unificato e l'incertezza sulla loro natura giuridica – ovvero se debbano essere considerati strumenti finanziari, beni digitali o valute virtuali – generano ambiguità anche in ambito fiscale. Non solo rispetto alla tassazione delle plusvalenze derivanti dalla compravendita dei *token*, ma anche con riferimento alla tassazione dei redditi da *token* eventualmente distribuiti ai calciatori o destinati a investimenti futuri. Resta, infatti, da chiarire se tali redditi debbano essere trattati come entrate da lavoro dipendente o come redditi da investimento, con implicazioni significative sia per la sostenibilità fiscale dei club sia per il regime fiscale individuale degli atleti¹⁶.

In conclusione, la *tokenizzazione* nel calcio rappresenta una sfida significativa per la *governance* dello sport e per l'applicazione dei divieti FIFA in materia di TPI e TPO. Sebbene possa offrire nuove opportunità di finanziamento per i club, il rischio di elusione normativa, speculazione e perdita di controllo sulle decisioni contrattuali è evidente. È quindi necessario quanto prima un intervento regolatorio chiaro e

re a un anno dalla data di entrata in vigore del divieto. 5. Entro la fine di aprile 2015, tutti gli accordi esistenti rientranti nel paragrafo 1 devono essere registrati nel TMS. Tutti i club che hanno firmato tali accordi sono tenuti a caricarli integralmente nel TMS, inclusi eventuali allegati o emendamenti, specificando i dettagli della terza parte interessata, il nome completo del giocatore e la durata dell'accordo. 6. Il Comitato Disciplinare della FIFA può imporre sanzioni disciplinari ai club o ai giocatori che non rispettano gli obblighi stabiliti in questo articolo.”.

¹⁶ S. Capaccioli, *La tassazione delle attività digitali*, Giuffrè Lefebvre, 2023.

aggiornato che sappia bilanciare l'innovazione tecnologica con la tutela dell'integrità sportiva e della stabilità del sistema calcio evitando che alcuni club possano approfittarsi di questa zona grigia per realizzare ingiusti profitti o per “drogare” ancora di più un mercato dei cartellini dei giocatori, già influenzato dalle infinite finanze provenienti dai Paesi del Medio oriente.

MÉS QUE UN CLUB: SPUNTI SULL'INTERESSE SOCIALE NELLE SOCIETÀ CALCISTICHE PROFESSIONISTICHE

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Denominazione e sede sociale. – 3. Il titolo sportivo. – 4. L'organo consultivo dei tifosi. – 5. Gli aspetti riguardanti l'equilibrio economico-finanziario delle società calcistiche professionistiche. – 6. L'interesse specifico dei tifosi e lo stakeholderism democratico.

1. Premessa

Més que un club è il motto che campeggia nel *Camp Nou*, il leggendario stadio del Barcellona F.C., e, sostanzialmente, significa che il Barcellona non è solo una squadra di calcio, ma è la plastica rappresentazione di idee e valori condivisi da un'intera comunità, quella della Catalogna; esprime, in sostanza, un senso di appartenenza ad una comunità locale e ad una precisa identità.

Il fenomeno del collegamento fra le società calcistiche professionistiche e la tifoseria, sia locale, sia – per i grandi *clubs* – sparsa nel territorio nazionale e no, è insito nella specificità delle società calcistiche professionistiche, nelle quali evidentemente si mescola l'attività d'impresa con la competizione sportiva¹. E non è certo un caso che alcuni

¹ In tema di società sportive professionistiche, il dibattito si è incentrato storicamente sull'assenza di scopo di lucro, per poi, a seguito della sua introduzione nel 1996, coinvolgere anche altre questioni. In generale sul tema, senza pretesa di esaustività, si vedano A. ALBANESI, *Il Fine di lucro e le società sportive*, in *Riv. dir. sport*, 1958; G. MINERVINI, *Il nuovo statuto tipo delle società calcistiche*, in *Riv. soc.*, 1967, II; E. MASSAGLI, *Le società sportive per azioni*, in *Dir. fall.*, 1974; C. MACRÌ, *Problemi della nuova disciplina dello sport professionistico*, in *Riv. dir. civ.*, 1981, II; G. MARASÀ, *Società sportive e società di diritto speciale*, in *Riv. soc.*, 1982; P. VERRUCOLI, *Le società e le associazioni sportive alla luce della legge di riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 1982, I; C. FOIS, *Legge 23 marzo 1981, n. 91, sub. Artt. 10-13*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1962; G. MARASÀ, *Le società senza scopo di lucro*, Macerata, 1984; G. VOLPE PUTZOLU, *Oggetto sociale ed esercizio dell'impresa nelle società sportive*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 1, 333; U. APICE, *La società sportiva: dentro o fuori al Codice civile?*, in *Dir. fall.*, 1986, 541; S. LANDOLFI, *Sport ed insolvenza*, in *Riv. dir. sport*, 1987, 257; S. LANDOLFI, voce *Società sportive*, in *Noviss. Dig. it.*, App. VII, Torino, 1987, 388 s.; G. VIDIRI, *Le società sportive: natura e disciplina*,

ritengano che i tifosi debbano essere considerati alla stregua di co-creatori del prodotto calcistico, svolgendo un ruolo primario proprio nella determinazione dell'identità del *club*, nel quale poi si identifica l'intera comunità²; mentre, da parte di altri, si è anche sostenuto – forse con eccessiva enfasi – che appannaggio dei tifosi non sia tanto la proprietà materiale, quanto quella spirituale della società³.

Peraltro, questo rapporto ancestrale ha vissuto, negli ultimi anni, momenti di forte tensione, collegati, in generale, ad un cambiamento epocale che sta vivendo il calcio; cambiamento che, nello specifico, ha comportato, soprattutto nei grandi *clubs*, una metamorfosi degli assetti proprietari, i quali sono sempre meno rappresentati da una famiglia o un gruppo di famiglie e sempre più da grandi investitori globali, compresi fondi di *private equity*. L'apice della tensione, come è noto, si è avuta quando alcune tra le più importanti società calcistiche professionistiche europee hanno annunciato l'intenzione di dar vita alla European Super League (ESL) che, per come era strutturata, avrebbe, a parere delle varie tifoserie, tranciato nettamente questo nodo gordiano esistente tra i *clubs* e le comunità dei tifosi e, in definitiva, l'identità di intere comunità. Il punto che ci pare interessante indagare è se questi rilievi di carattere eminentemente sociologico trovino oppure no una corrispondenza normativa; in altri e più chiari termini, se, dall'analisi della disciplina delle società calcistiche professionistiche, si possa desumere che il loro scopo sia solo quello della massimizzazione dell'investimento dei soci, secondo la nota teoria dello *shareholder's value*, ovvero se, anche dal punto di vista giuridico, si possa giungere ad una conclusione diversa, che contenga nello scopo, in modi e termini da disvelare, anche l'interesse della comunità dei tifosi, in quanto *stakeholders* qualificati.

in *Giur. It.*, 1987, IV, 51; A TOZZI, *Le società sportive*, in *Riv. dir. sport*, 1989; G. VOLPE PUTZOLU, *Le società sportive*, in Tratt. Colombo-Portale, 8, Torino, 1992, 303 s.; G. VIDIRI, *Profili societari ed ordinamentali delle recenti modifiche alla legge 23 marzo 1981 n. 91*, in *Riv. dir. sport*, 1997, 19; F. COSSU, *L'evoluzione normativa delle società sportive*, in *Riv. not.*, 2000, I; F. SANTONASTASO, *Le società di diritto speciale*, in Tratt. dir. comm. Buonocore, Torino, 2009, 83 s.

² Cfr. S. MORROW, *Football Clubs: Businesses or Social Institutions? In The People's Game? Football, Finance and Society*, London, Palgrave Macmillan UK, 2003, 43 s.

³ Cfr. M. TURNER, *"Football without fans is nothing": Contemporary fan protests and resistance communities in the English Premier League era*, Routledge, 2017, 112 s.

È, in definitiva, il tema che ormai da qualche anno impegna gli studiosi del diritto commerciale⁴, tema che, ad onore del vero, riguarda soprattutto la grande impresa azionaria, ma che, tuttavia, riteniamo possa essere anche interessante indagare nelle società calcistiche professionistiche per almeno tre motivi: *in primo luogo* perché le società calcistiche professionistiche sono disciplinate da un ordinamento settoriale, quello sportivo e calcistico in particolare, che vive di regole e principi propri, che, tuttavia, devono comunque convivere con le norme costituzionali e quelle di diritto comune; *in secondo luogo*, perché, come abbiamo accennato in precedenza, vedremo che proprio dal sistema normativo speciale si possono individuare parti di disciplina che non ci sembrano essere indifferenti rispetto allo scopo delle società calcistiche professionistiche; *in terzo luogo* e, più in generale, perché se si parte, come noi condividiamo, da un'idea dell'impresa che muova dal metodo dell'economia e cioè come fatto della realtà che nasce da regole economiche e sociali e poi viene disciplinato giuridicamente, ci

⁴ Tra tutti, v. E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al "profitto"*, Milano, 2022; F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonti del Diritto commerciale*, 2022, I; M. S. RICHTER JR, *Longtermism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.; U. TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019; F. DENOZZA, *Logica dello scambio e contrattualità: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2019; C. ANGELICI, *Note minime sull'"interesse sociale"*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, 255; P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014; F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur. comm.*, 2013, 480 ss.; C. ANGELICI, *Le società per azioni. Principi e problemi*, in A. Cicu-F. Messineo-L. Mengoni (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012; C. ANGELICI, *Note sul "contrattualismo societario": a proposito del pensiero di Francesco Denozza*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 201 ss.; G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. soc.*, 2005, 693 ss.; P. G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1962. Specificamente per le società sportive e calcistiche, M. STELLA RICHTER JR, *Considerazioni sulle società sportive quotate*, in *RDS*, 2008, II, 365; M. CIAN, *Le società sportive: profili di specialità*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 1405; S. ESPOSITO DE FALCO, N. CUCARI, F. CAMASTRA, *Governance ed identità: Come la proprietà impatta sul sistema del valore delle società di calcio*, in *Il Diritto del Calcio*, a cura di F. Fimmanò, Napoli, 2025, 1021.

sembra indispensabile verificare l'eventuale incidenza a livello giuridico del fenomeno sociale poc'anzi richiamato⁵.

A tal fine, riteniamo di dover prima individuare e poi isolare alcuni frammenti della disciplina delle società calcistiche professionistiche che ci sembrano interessanti ai fini della nostra indagine, lasciando da parte altre parti di disciplina, che, pur testimoniando ulteriori profili di specialità rispetto alla disciplina comune, tuttavia non appaiono attinenti al nostro ragionamento. Ovviamente, l'indagine si dovrà muovere all'interno di un sistema complesso di fonti, che spaziano dalle norme contenute in testi legislativi a quelle rinvenienti dallo Statuto federale, passando per le norme regolamentari contenute nelle cc.dd. NOIF (Norme Organizzative Interne Federali)⁶.

I frammenti di disciplina che saranno oggetto della nostra analisi si possono suddividere in tre tronconi: il primo concerne la denominazione e la sede delle società calcistiche professionistiche; il secondo, peraltro strettamente collegato al primo, la disciplina del titolo sportivo e, infine, il terzo riguardante l'organo consultivo dei tifosi.

2. Denominazione e sede sociale

Come è noto, le società calcistiche professionistiche⁷ possono esse-

⁵ Su questo metodo e più in generale su un inquadramento dello "statuto materiale" dell'impresa, è d'obbligo il rinvio a A. MAZZONI, *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, 649 ss.

Per il rilievo della funzione sociale dell'impresa, si veda anche G. OPPO, *L'impresa come fattispecie*, in *Scritti giuridici*, vol. I, Padova, 1982, 239 ss. (il quale parte da un approccio diverso rispetto a Mazzoni, più centrato sulla fattispecie) e, prima ancora, A. ASQUINI, *Profili dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 1943, 1 ss. e, in particolare, 9. Per una sintesi delle varie questioni, si veda, da ultimo, G. MARASÀ, *L'imprenditore*, in *Codice Civile Commentato*, a cura di Schlesinger, Milano, 2021, 9-16.

⁶ Si vedano, in particolare, (i) la legge delega 8 agosto 2019, n. 86, (ii) il d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36 (Attuazione dell'articolo 5 della legge 8 agosto 2019, n. 86, recante riordino e riforma delle disposizioni in materia di enti sportivi professionistici e dilettantistici, nonché di lavoro sportivo), (iii) lo Statuto federale della F.I.G.C., approvato dalla Giunta Nazionale del CONI con deliberazione n. 479 del 20 novembre 2024, (iv) le Norme Organizzative Interne Federali, nell'ultima versione in vigore dal 1 luglio 2024.

⁷ Con riferimento alla recente riforma dello sport, di cui alla legge delega n. 86 del 2019, si vedano in dottrina, senza pretesa di esaustività, P. D'ONOFRIO, *L'azione di governo per la riforma dello sport: la legge delega n. 86/2019 ed i successivi decreti legisla-*

re costituite esclusivamente secondo i tipi di S.p.A. oppure di S.r.l.⁸ e, al fine di partecipare alle competizioni organizzate dall'ordinamento federale, debbono obbligatoriamente ottenere l'affiliazione alla FIGC⁹; affiliazione che avviene dopo la verifica da parte della Federazione dello statuto e degli altri requisiti previsti.

Ora, il frammento di disciplina che a noi pare interessante isolare è quello relativo proprio al contenuto dello statuto, non tanto nella sua specificità relativa all'esclusività dell'oggetto sociale¹⁰ ovvero alla necessaria destinazione di una percentuale degli utili a favore del settore giovanile¹¹, quanto nelle parti relative alla denominazione sociale ed alla sede delle società calcistiche professionistiche. Infatti, dalla normativa

tivi attuativi, in *Resp. civ. prev.*, 2021, 6, 2131; M. COLISTRO, *La riforma dello sport: analisi dei cinque decreti attuativi*, in *Ratio Iuris*, 22 giugno 2021, 3 s.; M. F. SERRA, *I cambiamenti del settore sportivo nei primi mesi del 2021*, in *Nomos*, 2021, 18 s.; M. PITTALIS, *L'attuazione della legge delega 8 agosto 2019, n. 86 in tema di ordinamento sportivo, professioni sportive e semplificazione*, in *Corr. giur.*, 2021, 737 s.; S. RAPACCIUOLO, *La riforma italiana dello sport tra critiche, paventate illegittimità, paure e best practices*, in *Riv. dir. econ. sport*, 2019, 9 s.; L. SANTORO, *La legge delega 86/2019 e le norme di attuazione: uno sguardo di insieme*, in L. Santoro, *Commento alla Riforma dello Sport (L. Delega, 86/2019 e decreti attuativi 28/2/2021 nn. 36, 37, 38, 39 e 40)*, 2021, 17 s.; G. SANDULLI, *Il quadro dei decreti legislativi e dei correttivi*, in *La riforma dello sport*, a cura di G. Toscano, *Sports law and policy centre*, 2024; I, 35 s.

⁸ Cfr. art. 13, comma 1, del d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36, rubricato “*Costituzione e affiliazione delle società sportive professionistiche*”, in forza del quale “*Le società sportive professionistiche sono costituite nella forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata*”, così come riportato anche nell'art. 15 (Affiliazione) delle NOIF. Cfr., sul tema, M. SILVA, *La costituzione delle società sportive: profili operativi*, in *La riforma dello Sport*, a cura di D. Barone, D. Boggiali, R. Guglielmo, Milano, 2024.

⁹ Cfr. art. 13, comma 4, del d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36, secondo il quale “*Prima di procedere al deposito dell'atto costitutivo, a norma dell'articolo 2330 del codice civile, la società deve ottenere l'affiliazione da una o da più Federazioni Sportive Nazionali riconosciute dal Comitato Olimpico Nazionale Italiano, dal Comitato Italiano Paralimpico se svolge attività sportiva paralimpica*”. Inoltre, in tema di affiliazione, si vedano l'art. 15 (Affiliazione) e 16 (Decadenza e revoca della affiliazione) delle NOIF.

¹⁰ Cfr. art. 13, comma 2, del d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36, in forza del quale “*L'atto costitutivo prevede che la società possa svolgere esclusivamente attività sportive ed attività ad esse connesse o strumentali*”.

¹¹ Cfr. art. 13, comma 2, del d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36, secondo cui “*L'atto costitutivo prevede altresì che una quota parte degli utili, non inferiore al 10 per cento, sia destinata a scuole giovanili di addestramento e formazione tecnico-sportiva*”.

regolamentare, e precisamente negli artt. 17¹² e 18¹³ delle NOIF, si deduce che – contrariamente a quanto avviene nelle società di diritto comune, le quali, in ossequio al principio di autonomia privata, sono libere, tanto al momento della costituzione della società, quanto successivamente, mercé una modifica dello statuto, di scegliere la denominazione sociale e la sede legale che ritengono più appropriate – nelle società calcistiche professionistiche, la libera scelta c'è solo al momento della costituzione, mentre eventuali successive modificazioni, tanto della denominazione quanto della sede, sono sempre condizionate a provvedimenti autorizzatori. Infatti, l'una e l'altra devono essere approvati dal

¹² Cfr. art. 17 delle NOIF (Denominazione sociale), secondo cui “1. *La denominazione sociale risultante dall'atto di affiliazione è tutelata dalla F.I.G.C. secondo i principi della priorità e dell'ordinato andamento delle attività sportive.* 2. *Il mutamento di denominazione sociale delle società può essere autorizzato, sentito il parere della Lega o della Divisione Calcio Femminile competente o del Settore per l'Attività Giovanile e Scolastica, dal Presidente della F.I.G.C. su istanza da inoltrare improrogabilmente entro il 15 luglio di ciascun anno. All'istanza vanno allegati in copia autentica, il verbale dell'Assemblea che ha deliberato il mutamento di denominazione, l'atto costitutivo, lo Statuto sociale e l'elenco nominativo dei componenti l'organo o gli organi direttivi. Non è ammessa l'integrale sostituzione della denominazione sociale con altra avente esclusivo carattere propagandistico o pubblicitario.* 3. *Per la Lega Italiana Calcio Professionistico è ammessa l'integrazione della denominazione sociale con il nome dell'eventuale sponsor nel rispetto delle condizioni previste al riguardo nel regolamento di detta Lega.*”.

¹³ Cfr. art. 18 delle NOIF (Sede sociale), secondo cui “1. *La sede sociale è quella indicata al momento della affiliazione.* 2. *Il trasferimento della sede di una società in altro Comune è approvato dal Presidente Federale. L'approvazione è condizione di efficacia del trasferimento di sede. La relativa delibera deve espressamente prevedere, quale condizione della sua efficacia, l'approvazione da parte del Presidente Federale.* 3. *La domanda di approvazione deve essere inoltrata al Presidente Federale con allegata la copia autentica del verbale della assemblea della società che ha deliberato il trasferimento di sede, lo statuto della società, nonché l'elenco nominativo dei componenti degli organi direttivi ed ogni altro atto che sia richiesto dagli organi federali. Le domande di approvazione dei trasferimenti di sede devono essere presentate entro il 15 luglio di ogni anno.* 4. *Il Presidente della F.I.G.C. delibera sulle domande, sentita la Lega competente o le rispettive Divisioni Calcio Femminili competenti.* 5. *Il trasferimento di sede è consentito alle seguenti condizioni: a) la società deve essere affiliata alla F.I.G.C. da almeno due stagioni sportive; b) la società deve trasferirsi in Comune confinante, fatti salvi comprovati motivi di eccezionalità per società del settore professionistico; c) la società, nelle due stagioni sportive precedenti, non abbia trasferito la sede sociale in altro Comune e non sia stata oggetto di fusione, di scissione o di conferimento di azienda.*”.

Presidente della FIGC, sentita la Lega. Ma l'aspetto più interessante da porre in rilievo è che, proprio per il trasferimento della sede, il potere discrezionale del Presidente della FIGC è vincolato *de minimis* all'accertamento di tre condizioni: a) che la società sia affiliata da almeno due stagioni sportive; b) che si trasferisca in un comune confinante, fatti salvi comprovati motivi eccezionali; c) che, nelle due stagioni sportive precedenti, non abbia trasferito la sede e non sia stata oggetto di fusione, di scissione o di conferimento d'azienda.

Ora, una prima osservazione, di per sé banale, è che non pare che vi siano, sul piano della fattispecie S.p.A. o S.r.l., dei motivi intelligibili che, in qualche modo, giustifichino una restrizione così forte dell'autonomia privata. Altrimenti detto, non ci sono ragioni, giuridicamente valide, per siffatte limitazioni; e ciò soprattutto per quella relativa alla sede legale, che, come è noto, riveste un rilievo di non poco momento su una serie di temi riguardanti l'attività dell'impresa¹⁴.

Ed allora, tenendo in conto che il dato della realtà è che ci troviamo al cospetto di un'impresa sportiva, che, come autorevolmente si è sostenuto¹⁵, è, di per sé, un ossimoro, si può e si deve cercare il significato volgendo lo sguardo da un'altra parte, cioè verso la parte speciale, ossia quella sportiva.

3. *Il titolo sportivo*

Per ricercare nelle regole sportive il significato dei limiti previsti nelle NOIF alla denominazione sociale e al trasferimento della sede, dobbiamo fare riferimento al ruolo ed alla disciplina del titolo sportivo¹⁶.

L'art. 52 delle NOIF definisce il titolo sportivo come il riconoscimento da parte della FIGC delle condizioni tecniche sportive che con-

¹⁴ In particolare, ad esempio, dal punto di vista processuale, la sede legale dell'impresa radica la competenza territoriale del giudice ai sensi dell'19 c.p.c. (Foro generale delle persone giuridiche e delle associazioni non riconosciute), nonché la competenza della Camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura, per la nomina dell'esperto della Composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa, ai sensi dell'art. 12, CCII.

¹⁵ Cfr. M. STELLA RICHTER JR, *Considerazioni sulle società sportive quotate*, cit., 361.

¹⁶ Sul tema, in generale, vedasi F. FIMMANÒ, *La crisi d'identità delle società sportive in bilico tra diritto comune e diritto speciale*, in *Dir. fall.*, 2006.

sentono, concorrendo gli altri requisiti previsti dalle norme federali, la partecipazione di una società ad un determinato campionato.

In altri termini, il titolo sportivo rappresenta la sintesi dei meriti sportivo-agonistici che, nel tempo, ha acquisito quel determinato *club*, calibrati rispetto (anche) alla partecipazione ai campionati ed ai risultati conseguiti, anno dopo anno. Si tratta non di una concessione amministrativa, quanto di un'autorizzazione costitutiva¹⁷, tanto è che, al termine di ogni anno agonistico, il *club* ha un diritto potestativo a che la FIGC, accertata l'esistenza (anche) delle condizioni tecniche sportive – prima fra tutte, lo ribadiamo, il merito sportivo, che si esprime nel risultato agonistico, il quale può condurre alla promozione, alla retrocessione ovvero al mantenimento della serie – riconosca la validità dell'iscrizione della società ad una determinata serie.

Ora, il punto fondamentale sta nella rilevazione di due tratti della disciplina del titolo sportivo, che sono, a nostro parere, determinanti ai fini dell'indagine: il primo è relativo alla sua posizione all'interno del complesso aziendale della società calcistica professionistica; il secondo riguarda le limitazioni alla sua circolazione.

Dal primo punto di vista, la specificità sta nel fatto che il titolo sportivo ha una dimensione, da un punto di vista formale, esclusivamente sportiva, nel senso che di esso la società ne è titolare per il tempo e nei limiti in cui rispetta le disposizioni legislative e regolamentari a ciò deputate. Tuttavia, dal punto di vista del diritto dell'impresa, il titolo sportivo è certamente il più importante – se non l'unico – bene immateriale di cui dispone la società calcistica professionistica. Altrimenti detto, il titolo sportivo si vede ma non c'è e, allo stesso tempo, ha un peso decisivo nel valore della società¹⁸.

E che il titolo sportivo sia solo provvisoriamente appannaggio del *club* lo dimostra la disciplina prevista per la sua circolazione, perché, per un verso, l'art. 52, comma 2 delle NOIF sancisce il divieto assoluto

¹⁷ Cfr., F. R. FIMMANÒ, *Le società di calcio ed i gruppi*, in *Il Diritto del Calcio*, a cura di F. Fimmanò, Napoli, 2025, 277 ss.

¹⁸ Cfr. Corte d'Appello di Torino, 28 ottobre 2008, Pres. e Rel. Peyrin, in *Soc.*, 2009, 3, 295, con commento di F. FIMMANÒ, *L'assegnazione del titolo sportivo come trasferimento coattivo e senza indennizzo dell'azienda calcistica*; ID., *La crisi delle società di calcio all'esito delle riforme: tra NOIF, diritto comune e casi giurisprudenziali*, in *Dir. fall.*, 2022, 6.

di cessione o di valutazione economica del titolo stesso e, per altro verso, l'art. 16, comma 4, lett. a) prevede la revoca dell'affiliazione per violazione dei fondamentali principi sportivi, quali la cessione o comunque i comportamenti intesi ad eludere il divieto di cessione del titolo sportivo. Al divieto assoluto di cessione fa eccezione il caso, previsto nell'art. 52, comma 3 delle NOIF, che riguarda l'ipotesi della liquidazione giudiziale. Solo in questa ipotesi il titolo sportivo può essere trasferito, ma si badi bene, alla duplice condizione, *inter alia*, dell'acquisizione dell'intera azienda sportiva e che la società acquirente abbia sede nello stesso Comune della cedente.

Ecco allora che la disciplina del titolo sportivo si riannoda a quella relativa alla denominazione ed alla sede sociale, testimoniando un principio di vertice e cioè che tutti questi frammenti di disciplina significano, in ultima analisi, che quel nodo gordiano esistente tra società e comunità di tifosi, dal punto di vista sociologico e di osservazione della realtà concreta, ha suoi addentellati anche nella normativa primaria e secondaria, tanto da indurre un autorevole studioso ad asserire, in tempi non recentissimi, che l'interesse della società calcistica professionistica non può essere solo rappresentato da quello degli *shareholders*, ma anche quello degli *stakeholders* qualificati, quali appunto sono i tifosi¹⁹. In sostanza l'immutabilità del luogo dove è posizionata la sede della società ha un senso solo se è il portato di un forte ed ineliminabile collegamento con la comunità locale di riferimento.

Tuttavia, come sempre accade allorquando si passa dal profilo di carattere generale, cioè presenza/assenza di interessi altri rilevanti, a quello concreto – che poi, in ultima analisi, si riverbera sugli obblighi degli amministratori – la vera difficoltà sta nel delineare gli esatti contorni di siffatti interessi altri e il bilanciamento, ovvero la gerarchia, esistente fra questi e quello alla massimizzazione del valore e della redditività dell'investimento dei soci²⁰. Da questo punto di vista, ci pare molto importante una modifica introdotta nell'art. 13, comma 7, del d.lgs. n. 36/2021, che, è bene precisarlo fin d'ora, ancora oggi non è entrato in vigore, a causa dei continui rinvii²¹.

¹⁹ Cfr. M. STELLA RICHTER JR, *Considerazioni sulle società sportive quotate*, cit., 365.

²⁰ Cfr. E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al "profitto"*, cit., 85.

²¹ La norma di cui all'art. 51, comma 1 (Norme transitorie) del d.lgs. 28 febbraio

4. *L'organo consultivo dei tifosi*

La norma poc'anzi richiamata, al comma 7²², prevede l'obbligo di istituire, negli atti costitutivi delle società sportive (quindi anche calcistiche) professionistiche un organo consultivo, il quale renderà pareri obbligatori ma non vincolanti, funzionali alla tutela degli interessi specifici dei tifosi.

La tecnica adottata dal legislatore non è nuova, anzi si rinvencono sempre più spesso, sia a livello legislativo che di autodisciplina, forme di dialogo tra la società e gli *stakeholders* al fine evidente di consentire a questi ultimi di poter far emergere gli interessi, non finanziari, di cui sono portatori²³. La specificità di siffatta previsione sta nel fatto che, *per*

2021, n. 36, nell'attuale versione, sancisce che “*Le disposizioni del presente decreto si applicano a decorrere dal 1° luglio 2023, ad esclusione delle disposizioni di cui agli articoli 10, 39 e 40 e del titolo VI che si applicano a decorrere dal 1° gennaio 2022 e ad esclusione delle disposizioni di cui all'articolo 13, comma 7, che si applicano a decorrere dal 31 dicembre 2025*”. Sul punto, P. SANDULLI, *Un nuovo ruolo per i tifosi (riflessioni intorno all'articolo 4 della legge n. 86/2019, in Riv. dir. econ. sport, 2020, 1, 193 s.; M. CIAN, I comitati rappresentativi degli stakeholders e l'organizzazione societaria, in Banca, borsa e tit. cred., 2023, 3, 362.*

²² Cfr. art. 13, comma 7, del d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36, secondo cui “*Negli atti costitutivi delle società sportive professionistiche è prevista la costituzione di un organo consultivo che provvede, con pareri obbligatori ma non vincolanti, alla tutela degli interessi specifici dei tifosi. L'organo è formato da non meno di tre e non più di cinque membri, eletti ogni tre anni dagli abbonati alla società sportiva, con sistema elettronico, secondo le disposizioni di un apposito regolamento approvato dal consiglio di amministrazione della stessa società, che deve stabilire regole in materia di riservatezza e indicare le cause di ineleggibilità e di decadenza, tra le quali, in ogni caso, l'emissione nei confronti del tifoso di uno dei provvedimenti previsti dall'articolo 6 della legge 13 dicembre 1989, n. 401, o dal codice delle leggi antimafia e delle misure di prevenzione, di cui al decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159, ovvero di un provvedimento di condanna, anche con sentenza non definitiva, per reati commessi in occasione o a causa di manifestazioni sportive. Sono fatti salvi gli effetti dell'eventuale riabilitazione o della dichiarazione di cessazione degli effetti pregiudizievoli ai sensi dell'articolo 6, comma 8-bis, della citata legge n. 401 del 1989. L'organo consultivo elegge tra i propri membri il presidente, che può assistere alle assemblee dei soci. Le società sportive professionistiche adeguano il proprio assetto societario alle disposizioni del presente comma entro sei mesi dalla data di entrata in vigore del presente decreto*”.

²³ Per un'analisi approfondita su queste forme di dialogo non solo normative, ma anche convenzionali, si veda M. CIAN, *I comitati rappresentativi degli stakeholders e l'organizzazione societaria*, cit., 356.

un verso, il c.d. comitato dei tifosi deve essere statutariamente previsto e, quindi, non è consentito, come ad es. avviene nelle imprese sociali, che il coinvolgimento degli *stakeholders* avvenga anche all'interno di un regolamento aziendale; *per altro verso*, che i pareri sono obbligatori ma non vincolanti. Peraltro, l'inserimento nello statuto palesa, *da un lato*, l'attribuzione di un'influenza diretta dell'organo consultivo, *dall'altro lato*, assume un forte valore simbolico perché, come è stato acutamente rilevato²⁴, esprime un "dover essere" dell'organizzazione societaria rispetto agli interessi degli *stakeholders*, così costringendo gli amministratori, se non a tenere conto, quanto meno ad ascoltare le loro istanze.

Tuttavia, al di là degli aspetti su cui si sofferma la norma – e che sono relativi all'elettorato attivo e passivo e alle modalità della nomina – sui quali qui non possiamo indugiare²⁵, ci sembra invece determinante rilevare, come già abbiamo accennato all'inizio del paragrafo, che il parere dell'organo consultivo sia obbligatorio allorquando si tratti di tutelare gli interessi specifici dei tifosi. Ora, la locuzione, a prima vista, sembra assai vaga e, comunque suscettibile di varie declinazioni, e non è un caso che, da parte di alcuni, si sia scritto che siffatti interessi "potrebbe riguardare tutto e niente"²⁶; mentre, da parte di altri, valorizzando la specificità dell'interesse, si è ritenuto di propendere per una interpretazione restrittiva, che, ad esempio, non ricomprenda il bilancio o un eventuale aumento di capitale²⁷.

Ai fini della nostra indagine, dunque, è determinante provare a riempire di contenuto questi interessi specifici dei tifosi, perché solo in tal modo si può effettivamente comprendere quel "dover essere" dell'organizzazione societaria della società calcistica professionistica, pur non mancando di rilevare che, la norma in questione, (se) e quando

²⁴ M. CIAN, *I comitati rappresentativi degli stakeholders e l'organizzazione societaria*, cit., 362.

²⁵ Si veda M. CIAN, *I comitati rappresentativi degli stakeholders e l'organizzazione societaria*, cit., 362; M. CIAN, *Le società sportive: profili di specialità*, in *La riforma dello Sport*, a cura di D. Barone, D. Boggiali, R. Guglielmo, Milano, 2024; F. R. FIMMANÒ, *Le società di calcio ed i gruppi*, in *Il Diritto del Calcio*, a cura di F. Fimmanò, Napoli, 2025, 277 ss.

²⁶ Cfr. F. R. FIMMANÒ, *Le società di calcio ed i gruppi*, cit., 278.

²⁷ Cfr. M. CIAN, *Le società sportive: profili di specialità*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 1405.

verrà concretamente applicata, sicuramente troverà una sua puntualizzazione nelle norme regolamentari contenute nelle NOIF.

Una prima notazione, di per sé banale, è che l'attività delle società calcistiche professionistiche, come tutte le attività sportive agonistiche, è una medaglia a due facce: una è la parte sportiva, l'altra è la parte più propriamente imprenditoriale. Il punto è, però, che la prima non solo non è separata dalla seconda, ma la penetra e la condiziona, sì che prima le scelte e poi i risultati sportivi non sono per nulla indifferenti rispetto a quelli imprenditoriali. E siccome la parte sportiva è rappresentata pur sempre da un gioco, che, in quanto tale, ha la sua imponderabilità – che, per inciso, spesso non dipende esclusivamente dagli investimenti che un *club* decide di fare – diventa oltremodo complesso circoscrivere gli interessi specifici dei tifosi, i quali, almeno a prima vista, sembrano molto più attratti ed attenti alla parte sportiva che a quella imprenditoriale.

In altri e più chiari termini, di primo acchito si potrebbe ritenere che gli interessi principali dei tifosi siano quelli legati alla passione sportiva, intesa come proiezione verso il risultato agonistico sperato: la scelta di uno piuttosto che un altro allenatore, di quel calciatore, del direttore sportivo; in definitiva, l'attenzione si concentrerebbe su tutte quelle componenti, sportive appunto, che servano, o si ritengano tali, per raggiungere il risultato agognato nella competizione sportiva.

Ora, è fin troppo evidente che, se questi interessi – che da un punto di vista metagiuridico sono certamente rilevanti – fossero inglobati in quelli richiamati dall'art. 13, a nostro parere, si finirebbe per creare un'ingerenza, inutile e dannosa, sia pure anche solo di carattere consultivo, dei tifosi nella gestione della società. *Inutile* perché le scelte tecnico-sportive spettano a chi ne ha le competenze e l'esperienza; *dannosa* perché le scelte tecniche sono sempre il frutto di decisioni che, come dicevamo prima, devono compenetrarsi con esigenze quanto meno di sostenibilità economica.

A noi sembra, invece, che non tutti gli interessi dei tifosi siano da incastonare nel perimetro della giuridicità, ma che si debba necessariamente procedere ad una selezione, che, *per un verso*, attinga sia alla parte sportiva che a quella imprenditoriale e, *per altro verso*, trovi un appiglio nelle pieghe della normativa.

A tal proposito, abbiamo in precedenza rilevato l'importanza del titolo sportivo ed abbiamo detto che esso rappresenta la sintesi della

storia sportiva di una società. Tuttavia, l'assunto va ulteriormente chiarito nel senso che il titolo sportivo rappresenta sì la legittimazione di una società a partecipare, in un dato momento storico, a quel campionato, ma, in realtà, per un *club* e soprattutto per i suoi tifosi, ha un valore molto più importante.

Infatti, con il trascorrere del tempo, il titolo sportivo contiene in sé l'intera storia del *club*, una storia che vede, molto spesso, un solo protagonista continuativo, rappresentato proprio dalla tifoseria. Questo è un dato della realtà da cui non si può prescindere se si vuole comprendere quale sia davvero ed intimamente l'interesse specifico dei tifosi, quelli veri. Essi sono sempre accanto al *club* e alle sue vicende, esaltandosi quando si vince e abbattendosi quando si perde, sognando sempre nuove mete, ma poi, alla fine, anche solo accontentandosi di comunque partecipare, dibattere, contestare. La passione per un *club* calcistico, insomma, significa far parte di una comunità di persone che, indipendentemente dalla propria posizione, personale e sociale, condividono un percorso, si sentono parte di un progetto, in definitiva assumono una comune identità²⁸. E questa identità si alimenta giorno dopo giorno, anno dopo anno e si cristallizza in ognuno di loro e spesso si tramanda alle successive generazioni, indipendentemente dai risultati sportivi, perché ciò che conta davvero è che il *club* esista, con la sua maglia, i suoi colori, la sua tradizione e anche il suo stile ed il suo rapporto con la comunità locale. Ecco perché prima abbiamo detto che l'unico protagonista continuativo della storia di un *club* è la tifoseria, quella vera, perché, in quasi tutti i *club*, i soci passano, ma i tifosi restano.

Ed allora il vero valore di una società calcistica professionistica è

²⁸ Ad esempio, è noto che, in quasi tutte le città, normalmente di dimensioni medio-grandi, dove ci sono due o più società, è ancora più forte la diversa identità fra un *club* e l'altro; identità che, spesso, travalica anche lo sport ed assume connotazioni politiche, sociali e religiose. Un classico esempio è la città di Glasgow, emblema del calcio scozzese, dove le due tifoserie sono separate anche da temi religiosi di forte impatto. I tifosi del Rangers sono protestanti, attingono molto alla comunità nativa e agli immigrati dell'Ulster e sono da sempre vicini alle frange più estreme dei movimenti anti-cattolici. Per converso, i tifosi del Celtic sono cattolici e, per tanto tempo, hanno trovato nelle vittorie un'occasione di rivincita anche rispetto alle discriminazioni subite nei luoghi di lavoro. Per un'analisi dettagliata di altri esempi del genere, si veda, A. GOLDESTEN, *Il potere del pallone – Economia e politica del calcio globale*, Bologna, 2022, 25 ss.

rappresentato proprio dal titolo sportivo, ma, lo ribadiamo, non solo, o non tanto, per quello che rappresenta nella situazione contingente, cioè la partecipazione a quella determinata serie, ma per l'identità che in esso è contenuta, frutto della tradizione sportiva che quel *club* ha e che rappresenta un valore non solo patrimoniale, come pure si è rilevato, ma anche morale, e questo spiega il motivo per il quale siffatto titolo non appartiene in senso stretto al *club*, ma, come si è acutamente affermato, *appartiene alla collettività che tradizionalmente esprime il tifo e l'attaccamento per quella certa squadra, per quel certo sodalizio, per quei colori e per quella maglia*²⁹. Ma quanto detto, a nostro parere, rende intellegibile il vero interesse che specificamente inerisce alla tifoseria, cioè la persistenza nel tempo del *club* e, quindi, del titolo sportivo e con esso di tutte le componenti, anche infungibili, di un'azienda, quale quella sportiva, che è unica nel suo genere. Altrimenti detto, e per utilizzare un termine molto in voga negli ultimi tempi nell'ambito del diritto dell'impresa, l'interesse specifico dei tifosi è solo uno: quello della continuità dell'attività della società calcistica nel tempo, perché solo in tal modo si alimenta la tradizione sportiva e si cementifica l'identità dell'intera comunità di tifosi. Ma l'impresa sportiva è prima di tutto un'attività imprenditoriale e, dunque, per garantire la continuità della tradizione sportiva occorre, prima di tutto, garantire la continuità dell'impresa, che, in definitiva, significa la sua sostenibilità economica nel lungo periodo³⁰.

²⁹ M. STELLA RICHTER JR, *Considerazioni sulle società sportive quotate*, cit., 365.

³⁰ Il concetto della continuità dell'attività dell'impresa ha ormai anche un connotato giuridico, come dimostra il contenuto del nuovo art. 2086 c.c., che prevede l'obbligatorietà, per le imprese collettive – anche non societarie – di istituire assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati alla natura ed alla dimensione dell'impresa stessa, nonché il nuovo CCI, che pone al vertice del sistema della crisi proprio il risanamento attraverso la continuità dell'impresa, e, solo in ultima analisi, la liquidazione.

Sugli assetti e sulla continuità negli strumenti di regolazione della crisi la letteratura è infinita e, quindi, senza alcuna pretesa di una pur minima esaustività, basterà qui richiamare, P. BENAZZO, *Assetti organizzativi, diritto dell'impresa e diritto delle società: dal passato a un (possibile) futuro*, in *Diritto della crisi*, 2 Gennaio 2025; P. BASTIA, *La continuità aziendale e la dimensione strategica degli assetti*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 31 ottobre 2024; M. PETA, *Gli adeguati assetti societari nel binomio "crisi – risanamento" d'impresa, responsabilità per gravi irregolarità in situazione di "non crisi". Spunti operativi per PMI*, in *Diritto della crisi*, 21 ottobre 2024; G. BUFFELLI, *Gli adeguati assetti alla luce del correttivo ter (d.lgs. n. 136/2024)*, in *Diritto della crisi*, 17 ottobre 2024; P. RIVA, *Gli*

Ed allora, mantenendoci nella traiettoria di una prestigiosa scuola di pensiero³¹, riteniamo che, dopo aver analizzato il dato della realtà, economica e sociale, che caratterizza l'impresa societaria calcistica professionistica, non ci resta che verificare se nello statuto materiale di questa specifica impresa si trovino anche delle conferme normative. In altri e più chiari termini, dobbiamo verificare non tanto se la continuità e, quindi, la sostenibilità economica sia presente nella disciplina delle società calcistiche professionistiche, perché, come è noto, essa è immanente nella stessa disciplina generale dell'impresa, sia nella fase fisiologica, che in quella patologica; la verifica deve essere orientata a scoprire se la disciplina delle società sportive professionistiche ponga un'attenzione particolare e specifica a tutela della sostenibilità economica e, dunque, della continuità delle società sportive professionistiche, perché, se così è, allora avremmo trovato l'anello di congiunzione, *per un verso*, fra il dato della realtà e la dimensione normativa, e, *per altro verso*, fra gli interessi specifici dei soci e l'interesse sociale.

5. *Gli aspetti riguardanti l'equilibrio economico-finanziario delle società calcistiche professionistiche*

La FIGC, in particolare nelle NOIF, ai Titoli VI e VII, ha predisposto un sistema abbastanza complesso di regole e controlli volti a garan-

adeguati assetti organizzativi. La mappa di riferimento dei ruoli e dei compiti, in *Ruoli di Corporate Governance. Adeguati assetti e sostenibilità*, a cura di P. Riva, Egea, 2023, 3 ss.; A. M. BENEDETTI, *Gli «assetti organizzativi adeguati» tra principi e clausole generali. Appunti sul nuovo art. 2086 c.c.*, in *Riv. soc.*, 2023, 964 ss.; S. CERRATO, *Crisi, assetti adeguati e business judgement rule*, in *Corporate Governance*, 2022, 303 ss.; M. BINELLI, *Gli adeguati assetti e la responsabilità degli amministratori in caso di liquidazione giudiziale*, in *Diritto della crisi*, 23 agosto 2022; M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 55 ss.; M. ONZA, *Gli «adeguati assetti» organizzativi: tra impresa, azienda e società (appunti per uno studio)*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, II, 1 ss.; M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *Nuove leggi civ.*, 2019, 1160 ss.; S. AMBROSINI, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, 15 ottobre 2019, www.ilcaso.it; M. S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 253 ss.

³¹ Il riferimento è a A. MAZZONI, *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, 663.

tire l'equilibrio economico-finanziario delle società calcistiche professionistiche, e ciò in funzione di garantire il regolare svolgimento dei campionati e l'equa competizione, così come prevista dall'art. 13, comma 10-bis del d.lgs. 36/2021³².

Peraltro, l'art. 78 NOIF istituisce un organismo di controllo, la Commissione di Vigilanza sulle Società di Calcio (Covisoc), cui è demandato “*l'esercizio delle funzioni di controllo sull'equilibrio economico-finanziario e sulla corretta gestione delle società di calcio*”, ora sostituita, a seguito del d.l. 31 maggio 2024, n. 71, dalla Commissione indipendente per la verifica dell'equilibrio economico-finanziario delle società sportive professionistiche, i cui componenti sono nominati direttamente dall'Esecutivo e che, nell'ottica del legislatore, dovrebbe garantire la terzietà rispetto alla FIGC, mantenendo le stesse funzioni della Covisoc³³.

Tuttavia, ai nostri fini, ciò che più interessa è che le NOIF contemplano una vera e propria procedimentalizzazione nella preparazione e nel controllo di una serie di documenti, che sostanzialmente monitorano continuamente la parte economico-finanziaria dell'attività e, in generale, la correttezza della gestione.

Così, oltre all'ovvia predisposizione del *bilancio di esercizio* in forma ordinaria e seguendo i principi OIC, nonché le raccomandazioni della FIGC, le società sono obbligate a predisporre una *relazione semestrale*, corredata dalla relazione sulla gestione, dalla relazione del collegio sindacale, del revisore legale dei conti, oltre al giudizio di una società di revisione, che deve avere determinati requisiti, ivi compresa un'esperienza nel controllo delle società calcistiche professionistiche; le *situazioni patrimoniali intermedie*, anch'esse corredate dal giudizio della società di revisione; e, infine, le *informazioni economico-finanziarie*

³² Cfr. art. 13, comma 10-bis, del d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36, secondo cui “*Allo scopo di garantire la possibilità di iscrizione ai prossimi campionati sportivi, il regolare svolgimento degli stessi e l'equa competizione, le società sportive professionistiche sono sottoposte, al fine di verificarne l'equilibrio economico e finanziario, a tempestivi, efficaci ed esaustivi controlli e ai conseguenti provvedimenti stabiliti dalle federazioni sportive nazionali nei rispettivi statuti, secondo modalità e principi approvati dal CONI, entro quindici giorni dalla data di entrata in vigore della presente disposizione*”.

³³ Sul punto, cfr. art. 13-bis (Commissione indipendente per la verifica dell'equilibrio economico e finanziario delle società sportive professionistiche) del d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36.

previsionali, che sono dei veri e propri *budget* del conto economico, patrimoniale e finanziario, nelle quali, oltre a rilevare una serie di fattori, compresi tutti i rischi, si devono indicare le modalità di copertura di eventuali fabbisogni di cassa. A ciò si aggiunge, *per un verso*, l'obbligatoria comunicazione, in varie scadenze stabilite, dell'avvenuto pagamento degli emolumenti dei tesserati, dei lavoratori dipendenti e dei collaboratori addetti al settore sportivo; *per altro verso* e con le stesse scadenze temporali, l'adempimento delle ritenute e contributi dovuti per gli stessi soggetti poc'anzi indicati.

Inoltre, sono previsti alcuni *indicatori*³⁴, che, come si è correttamente osservato, funzionano come un vero e proprio sistema di allerta e prevenzione³⁵.

Da questi frammenti di disciplina, sui quali, in questa sede, è impossibile, e forse inutile, dilungarsi oltremodo, risulta chiaramente che la disciplina delle società sportive, è fortemente orientata a garantire il mantenimento costante dell'equilibrio economico-finanziario e, al contempo, predispone il contenuto e le modalità per il mantenimento del suddetto equilibrio, non riservando alcuno spazio all'autonomia privata. Altrimenti detto, l'adequatezza, eretta a principio dall'art. 2086 c.c., nella predisposizione e nella valutazione degli assetti di tutte le imprese societarie, nelle società sportive è stabilita *a priori* ed è indipendente dalle dimensioni delle varie società che competono nello stesso campionato. Vi è, insomma, un ulteriore rafforzamento dei presidi volti a tutelare la sostenibilità economica delle società calcistiche.

Ora, non c'è dubbio che siffatte regole tendono ad evitare che si

³⁴ In particolare, trattasi, ai sensi dell'art. 85 NOIF, dell'*Indicatore di Liquidità* "utilizzato per determinare l'eventuale carenza finanziaria, calcolato attraverso il rapporto tra le Attività Correnti (AC) e le Passività Correnti (PC)"; dell'*Indicatore di Indebitamento*, "calcolato attraverso il rapporto tra i Debiti (D) ed i Ricavi (R)"; dell'*Indicatore di Costo del Lavoro Allargato*, "calcolato attraverso il rapporto tra il Costo del Lavoro Allargato (CLA) ed i Ricavi (R)"; tali indicatori sono riportati in un prospetto sottoscritto dal legale rappresentante e dal revisore legale dei conti o dal presidente del collegio sindacale ovvero dal sindaco unico o dal presidente del consiglio di sorveglianza, da depositare, unitamente al bilancio d'esercizio, alla relazione semestrale e alle situazioni patrimoniali intermedie. Il valore del livello-soglia degli indicatori è stabilito dal Consiglio federale su proposta della Covisoc.

³⁵ Cfr. F. R. FIMMANÒ, *I controlli sulle società di calcio professionistico*, in *Il Diritto del Calcio*, a cura di F. Fimmanò, Napoli, 2025, 424.

falsino le competizioni sportive, essendo fin troppo evidente che, se, ad esempio, fosse consentito ad alcune società di non adempiere agli obblighi fiscali o contributivi, le stesse avrebbero la possibilità di agire sul mercato, senza questo fardello, a scapito delle altre.

Questo, tuttavia, è un aspetto della disciplina, che potremmo definire di sistema, perché riguarda tutte le società calcistiche professionistiche e, più in generale, l'intera competizione sportiva, ma, allo stesso tempo, ci sembra che la pervasività delle norme federali riguardanti l'equilibrio economico-finanziario, non sia indifferente anche rispetto alla singola società ed alla sua capacità di competere, preservando la sostenibilità economica, ma allora anche la continuità dell'attività nel tempo.

In altri termini, uno degli scopi evidenti di questa parte di disciplina coincide con l'interesse specifico dei tifosi, così come abbiamo provato a declinarlo in precedenza, cioè la continuità del *club*, che significa permanenza della sua tradizione, della sua storia e, in definitiva, dell'identità sua e dell'intera comunità di tifosi. La continuità, attraverso la sostenibilità economica, garantita dalla normativa, quindi ha due scopi: *da una parte*, quello classico insito in ogni attività imprenditoriale, di assicurare la permanenza sul mercato dell'impresa, con benefici per tutti i soggetti coinvolti; *dall'altra parte*, la soddisfazione di quell'interesse specifico dei tifosi a non rimanere "orfani", ma a continuare a identificarsi nel *club*.³⁶

Ed allora, per concludere sul punto, riteniamo che la clausola dello statuto, nella quale si riporta la previsione del comitato dei tifosi, potrebbe tradurre quell'interesse specifico dei tifosi nell'interesse ad essere costantemente informati e, perché no, a dare pareri, sempre non vincolanti, sulle scelte che riguardano la permanenza in vita della società, quindi la sua continuità e sostenibilità economica, attraverso il rispetto delle norme previste a tal proposito nelle NOIF.

Con questo non vogliamo certo sostenere che non si possano anche prevedere ulteriori temi sui quali far esprimere il comitato dei tifosi – come ad es. la maglia, l'inno *etc.* –, ma sono temi che si possono aggiungere a quello che, a nostro modo di vedere, costituisce il profilo di ver-

³⁶ Cfr. Corte d'Appello di Torino, 28 ottobre 2008, Pres. e Rel. Peyrin, in Soc., 2009, 3, 295, con commento di F. FIMMANÒ, *L'assegnazione del titolo sportivo come trasferimento coattivo e senza indennizzo dell'azienda calcistica*.

tice dell'interesse dei tifosi. In altri e più chiari termini, se non si vuole che il comitato dei tifosi si risolva in una previsione simbolica e formale, come pure è stato sostenuto³⁷, gli si deve dare un contenuto che coincida con l'interesse concreto della tifoseria, così come emerge sia dai dati della realtà, sia dalla loro congiunzione con i frammenti di disciplina esposti. Ovviamente, come più volte abbiamo ripetuto, l'interesse a cui facciamo riferimento è relativo ai tifosi veri e non a quelle frange di tifoseria organizzata, che purtroppo spesso deborda in comportamenti violenti e criminali, che nulla hanno a che fare non solo con il calcio, ma con lo stesso concetto di sport.

6. *L'interesse specifico dei tifosi e lo stakeholderism democratico*

Delineato l'interesse specifico dei tifosi, resta da inquadrare questa forma di *stakeholderism*, non nascondendo i problemi, ormai notissimi, relativi, *da una parte* e al vertice, alla combinazione fra lo scopo di lucro delle società – nel nostro caso per azioni e a responsabilità limitata – e scopi diversi collegati alla tutela di interessi altri; nonché, *dall'altra parte* e, quindi, dal punto di vista applicativo, concernenti la condotta gestoria. È inutile dire che, in questa sede, non possiamo nemmeno minimamente immaginare di entrare in un dibattito così complesso, ma, allo stesso tempo, dobbiamo provare ad utilizzare alcuni spunti da esso provenienti, che sembrano meglio attagliarsi al modello delle società calcistiche professionistiche.

Il punto di partenza non può che essere costituito proprio dalla presenza del comitato dei tifosi e, quindi, dall'innesto nello statuto dei *clubs* di un dialogo obbligato con la rappresentanza dei tifosi, evidentemente isolata alla stregua di *stakeholders* qualificati. Ebbene, uno strumento siffatto crea, come autorevolmente è stato sostenuto, un “*canale democratico tra la società e gli stakeholders, i quali sono in grado di poter far valere le proprie ragioni*”³⁸. Si tratta, quindi, di uno *stakeholderism* democratico a vocazione sociale³⁹, nel senso che, *in primo luogo*, con-

³⁷ Cfr. F. R. FIMMANÒ, *Le società di calcio ed i gruppi*, cit., 278.

³⁸ Cfr. F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonti del Diritto commerciale*, 2022, I, 54.

³⁹ Cfr. F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, cit., 54. Per l'Autore, allo *stakeholderism* democratico (aziendale o sociale), in cui gli amministratori sono obbligati

duce l'impresa ad avere una prospettiva non solo ripiegata su sé stessa, ma più generale, che, in definitiva, contempli anche le esigenze dell'intera società, e, quindi, di tutti quelli che a codesta società partecipano. *In secondo luogo*, siffatto meccanismo dialogico potrebbe creare una consapevolezza diffusa in tutte le imprese, rispetto a determinati obiettivi e valori.

La teoria, come è noto, è stata elaborata – ad onore del vero come tutte le altre – con riferimento alla grande impresa azionaria ed alle sue indubbie esternalità, anche negative, sull'intera società e purtuttavia ci sembra che essa sia assolutamente utilizzabile nella nostra indagine, con gli adattamenti necessari.

In effetti, come abbiamo cercato di dimostrare, le esternalità dell'attività delle imprese calcistiche professionistiche non sono limitate ai soci o ai creditori, ma incidono in maniera determinante sull'intera comunità dei tifosi. Ed esse – prima fra tutte una gestione che non assicurare la sostenibilità economica – non sono mai limitate alla singola società, ma si propagano su tutti gli altri *clubs*, molto spesso falsando, sia pure indirettamente, il campionato. Ecco allora che la previsione di un dialogo con i tifosi riguardo il loro interesse specifico ad una gestione della società che rispetti pedissequamente l'equilibrio economico-finanziario, sì da consentire la sostenibilità economica e, quindi, la continuità può condurre non solo la singola società, ma l'intero sistema calcistico a comportamenti virtuosi che permettano ai tifosi di non rimanere “orfani” della squadra del cuore e, allo stesso tempo, garantire uno dei principi fondamentali del calcio e, più in generale dello sport, ovvero l'equa competizione. Un dialogo, insomma, che induca gli amministratori delle società calcistiche professionistiche e gli stessi soci⁴⁰, a cui i

a comunicare e dialogare preventivamente e continuativamente con tutti gli *stakeholder*, si contrappone il concetto di *stakeholderism* “istituzionalista” o “sistemico”, in cui agli amministratori è affidato il compito di mediare tra gli interessi eventualmente confliggenti di tutti gli *stakeholder*.

⁴⁰ La rilevanza del profilo economico-finanziario, in termini di continuità dell'impresa, si rinviene anche nella disposizione di cui all'art. 20-bis delle NOIF (*Acquisizioni e cessioni di partecipazioni societarie in ambito professionistico*), allorché richiede per i soci titolari di una partecipazione non inferiore al 10% del capitale sociale il possesso, oltre al requisito dell'onorabilità, anche il requisito della solidità finanziaria. In particolare, la norma prevede che “1. Le acquisizioni di quote e/o azioni societarie per atto tra vivi o mortis causa, ovvero mediante sottoscrizione di aumento di capitale che

primi sono spesso strettamente collegati, ad ascoltare il parere dei tifosi, in una virtuosa collaborazione, che non può significare abdicazione nella gestione della società, ma semplicemente atteggiamento attento a ricercare tra le varie soluzioni possibili quella più consona all'interesse comune a tutti, tifosi compresi, della continuazione nel tempo del *club* e dei suoi valori.

determinino una partecipazione in misura non inferiore al 10% del capitale di una società sportiva affiliata alla F.I.G.C. ed associata ad una delle Leghe professionistiche (di seguito: Acquisizioni), possono essere effettuate soltanto da soggetti che soddisfino gli specifici requisiti di onorabilità e di solidità finanziaria rispettivamente previsti dai commi 5 e 6 del presente articolo”; inoltre, al fine del rispetto del requisito di solidità finanziaria, “A) Gli Acquirenti devono depositare in F.I.G.C.: A1) la dichiarazione di uno o più istituti di credito, nazionali o esteri, che, in forma di lettera di referenze bancarie: a.i) attestino di intrattenere rapporti ordinari con gli Acquirenti senza che si siano verificate irregolarità o inadempimenti; e inoltre aii) attestino che il merito creditizio degli Acquirenti in relazione all'attività professionale o di impresa dagli stessi svolta non sia inferiore a B+ o comunque ad una classe di merito di credito equipollente a B+ secondo la scala di valutazione delle principali agenzie di rating sul mercato. A2) una fideiussione bancaria a prima richiesta, per le società di Serie B e Serie C, secondo il modello annualmente pubblicato dalla F.I.G.C., rilasciata rispettivamente in favore della LNPB o della Lega Pro, a garanzia dei debiti sportivi scaduti per la stagione in corso nei confronti della F.I.G.C., delle Leghe, di società affiliate, dei tesserati, dei dipendenti, dei collaboratori addetti al settore sportivo con contratti ratificati dalla competente Lega e delle altre figure previste dalle Licenze Nazionali. La garanzia deve essere prestata in misura proporzionale alla partecipazione acquisita e deve essere emessa da una banca autorizzata ad operare in Italia secondo la normativa tempo per tempo vigente.”.

L'ANTIRICICLAGGIO "MARCA STRETTO" IL CALCIO

SOMMARIO: 1. La disciplina AML/CFT: finalità e obblighi principali (cenni). – 2. Le ragioni dell'allargamento dei *gatekeeper* antiriciclaggio. – 3. Calcio e AML: una relazione tormentata. – 4. L'esposizione del settore calcistico ai rischi di riciclaggio: fattori peculiari. – 5. I nuovi obblighi AML per società professionistiche e procuratori. Prime considerazioni e note critiche.

1. *La disciplina AML/CFT: finalità e obblighi principali (cenni)*

Il riciclaggio di denaro proveniente da attività illegali rappresenta uno dei fenomeni criminali più gravi nel panorama finanziario, destando un forte interesse da parte della criminalità organizzata. Questa pratica esercita un impatto profondamente negativo sull'intero sistema economico: il reimpiego dei proventi illeciti in attività formalmente legali e la presenza di operatori o enti collusi con la criminalità compromettono i meccanismi di mercato, danneggiano l'efficienza e la correttezza dell'attività finanziaria e, in ultima analisi, indeboliscono l'economia nel suo complesso¹.

¹ In questo senso già BANCA D'ITALIA, *Istruzioni operative per l'individuazione di operazioni sospette*, 12 gennaio 2001, 2. Sulla disciplina amministrativa antiriciclaggio la bibliografia è ormai sterminata. Senza pretesa di completezza si faccia almeno riferimento a: L. BARBIERA - G. CONTENTO, *lotta al riciclaggio del denaro sporco. Nuova disciplina dei pagamenti, dei titoli di credito e delle attività finanziarie*, Giuffrè, Milano, 1991; F. BELLÌ - F. MAZZINI, *Lotta al riciclaggio del denaro sporco: una breve panoramica dell'evoluzione legislativa*, in *Studi e note di economia*, n. 1, 1998, 43 ss.; F. CAPRIGLIONE, *l'antiriciclaggio tra prevenzione sociale e disinquinamento del settore finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, I, 417 ss.; E. CASSESE, *Il controllo pubblico del riciclaggio finanziario*, Giuffrè, Milano, 1999; M. CONDEMI - F. DE PASQUALE, *Lineamenti della disciplina internazionale di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo*, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Febbraio 2008, n. 60; C.G. CORVESE - V. SANTORO (a cura di), *Il riciclaggio del denaro nella legislazione civile e penale*, Giuffrè, Milano, 1996; F. DI VIZIO, *Il riciclaggio nella prospettiva penale ed in quella amministrativa. Definizioni di riciclaggio*, Banca d'Italia, *Quaderni dell'antiriciclaggio*, 8, luglio 2017; L. DONATO - D. MASCIANDARO, *Criminalità e intermediazione finanziaria*, Giuffrè, Milano, 1998; G.M. FLICK, *La repressione del ri-*

La crescente globalizzazione dei mercati finanziari e il rapido avanzamento delle tecnologie dell'informazione aprono nuove prospettive di crescita e sviluppo ma, al contempo, intensificano i rischi di contaminazione legati al riciclaggio di capitali di provenienza illecita.

In generale, poi, il riciclatore tende fisiologicamente a convergere laddove minore è la probabilità di essere scoperto, che significa, in termini pratici, laddove ritiene di non essere segnalato alle Autorità. Ciò lo porta ad esplorare sistematicamente nuovi settori economici e nuovi prodotti e servizi potenzialmente funzionali a portare a termine lo scopo precipuo che si pone, ossia l'oscuro traghettamento di proventi illeciti nell'economia lecita².

D'altro canto, il fenomeno del riciclaggio è, sul piano economico-finanziario, assai insidioso, perché ne viola i principi fondanti.

Colui che tenta di riciclare non è infatti minimamente interessato al rendimento o al costo dell'attività che consente tale risultato: ciò che conta, con brutale sintesi, è che la pratica non sia intercettata da coloro che hanno il compito di contrastare il crimine ed il reinvestimento dei suoi profitti.

Il denaro riciclato è notoriamente abbondante, soprattutto nelle aree nazionali e regionali ove maggiormente diffusa ed organizzata è l'attività criminosa, ed è "a buon mercato". La sostanziale indifferenza al "costo" economico del riciclaggio è resa possibile dall'enorme valore aggiunto e, non ultimo, dall'assenza di imposizione fiscale che caratterizza l'attività criminosa.

Le regole della concorrenza sono pesantemente ed irrimediabilmente inquinate, perché il fine di chi ricicla non è, come può essere quello di un "normale imprenditore", il massimo profitto dall'attività

ciclaggio ed il controllo dell'intermediazione finanziaria. Problemi e prospettive, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 1255 ss.; A. MINTO, *Il sistema dei controlli interni delle banche e la gestione del rischio di riciclaggio*, Wolters Kluwer, Milano, 2023; U. MORERA, *Sull'obbligo di segnalazione delle operazioni bancarie ex art. 3 legge "antiriciclaggio" n. 197/1991*, in Banca d'Italia (a cura di), *Scritti in memoria di Pietro De Vecchis*, Roma, 1999, 623 ss.; A. URBANI, *Disciplina antiriciclaggio e ordinamento del credito*, Cedam, Padova, 2005.

² Sul tema si consenta il rinvio a G.L. GRECO, *La segnalazione di operazioni sospette*, in T. ATRIGNA - C.M. GIULIANI - G.L. GRECO, *L'impatto della normativa antiriciclaggio sulle società di private equity*, AIFI, Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio, n. 29, luglio, 2011, 28 ss.

economica alla luce del sole ma esclusivamente la possibilità di utilizzare nell'economia lecita la massima quota possibile di profitto illecito. Per giungere a questo risultato è disposto a sacrificare non solo i guadagni che un "normale imprenditore" pretenderebbe, ma anche a sacrificare una parte di quanto illecitamente conseguito.

In questo contesto è evidente che, dal punto di vista strettamente economico, il denaro del riciclatore si presenta particolarmente appetibile da tutti coloro che operano sui gangli di emersione del denaro sporco verso l'economia lecita, che possono essere tentati da operazioni redditualmente molto vantaggiose, non poche volte addirittura con benefici "fuori mercato".

La lotta al riciclaggio procede conseguentemente su varie direttrici: individuando i nuovi gangli di emersione ed attribuendo ad essi obblighi di collaborazione (così da renderli *gatekeeper*); disincentivando i *gatekeeper* dalle tentazioni di facili guadagni con sanzioni efficaci e dissuasive; livellando le legislazioni dei vari Paesi per limitare la concorrenza tra ordinamenti e, quindi, lo spostamento del denaro riciclato – e dei relativi effetti economici – da Paesi a maggior rigore ad altri a maggior lassismo.

La disciplina di prevenzione e contrasto del fenomeno del riciclaggio è tradizionalmente articolata su tre "pilastri": adeguata verifica della clientela (c.d. *Know Your Customer* – KYC); conservazione e registrazione di informazioni, dati e documenti sulla clientela; segnalazione delle operazioni sospette; limitazione dell'uso di contante, titoli al portatore e titoli di credito. Con la direttiva 2015/849/UE del 20 maggio 2015 (c.d. Quarta Direttiva AML) il legislatore europeo ha introdotto un ulteriore pilastro, rappresentato dall'adeguatezza degli assetti organizzativi dei soggetti obbligati.

In estrema sintesi, in ottemperanza agli obblighi di adeguata verifica della clientela i *gatekeeper* sono tenuti in primo luogo a identificare e verificare l'identità del cliente che intende instaurare un rapporto d'affari o compiere un'operazione di una certa entità. Laddove il cliente sia un ente diverso da una persona fisica, l'identificazione e la verifica dell'identità sono effettuate nei confronti di coloro che agiscono per conto del cliente. Inoltre, il medesimo obbligo si estende al titolare effettivo, ossia alla persona o alle persone fisiche che, in ultima istanza, possiedono o controllano il cliente.

La conoscenza del cliente va ulteriormente approfondita acquisen-

do informazioni sullo scopo e sulla natura prevista del rapporto d'affari.

I *gatekeeper* sono a questo punto in grado di determinare la congruità del rapporto d'affari o dell'operazione richiesti rispetto al profilo economico-finanziario del cliente, come ricostruito sulla base del patrimonio informativo raccolto al momento dell'*onboarding*.

I dati, i documenti e le informazioni raccolte sul cliente, sul rapporto d'affari e sulle operazioni devono essere conservati e sistematicamente registrati, così da consentirne una ricostruzione affidabile nel tempo.

Gli obblighi di adeguata verifica hanno anche una dimensione dinamica, in quanto occorre che l'andamento del rapporto d'affari sia costantemente monitorato, verificando che le operazioni concretamente effettuate siano in concreto coerenti con il profilo del cliente, che a sua volta può variare in corso di rapporto in ragione dell'evoluzione delle attività commerciali poste in essere.

Allorquando le caratteristiche oggettive dell'operatività non risultano coerenti con le caratteristiche soggettive del cliente, anche tenuto conto della capacità economica e dell'attività svolta, vengono in rilievo gli obblighi di collaborazione attiva, che si estrinsecano nella segnalazione di operazioni sospette alle autorità competenti.

In alcuni ordinamenti (tra cui quello italiano) il quadro regolamentare è oggi integrato con l'apposizione di limiti ai pagamenti in contanti e di divieti di trasferibilità di assegni bancari, circolari e postali al di sopra di determinate soglie.

Infine, i soggetti obbligati devono porre in essere politiche, procedure e controlli interni atti a garantire la conformità alla disciplina amministrativa di prevenzione del riciclaggio del denaro illecito e del finanziamento del terrorismo³.

³ Si tratta di un adempimento diverso e distinto rispetto al modello organizzativo delineato dal d.lgs. n. 231/2001 in prevenzione dalla responsabilità amministrativa da reato della società, modello nell'ambito del quale il riciclaggio è annoverato tra i reati presupposto. Sui rapporti tra d.lgs. n. 231/2001 e disciplina amministrativa antiriciclaggio si rinvia, per tutti, a F. D'ARCANGELO, *Il ruolo della responsabilità da reato degli enti nel contrasto al riciclaggio*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, n. 4, 2008, 41 ss. e T. ATRIGNA, *La responsabilità dell'Organismo di Vigilanza per le violazioni di cui all'art. 52 della normativa AML*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, n. 3, 2012, 129 ss.

2. *Le ragioni dell'allargamento dei gatekeeper antiriciclaggio*

Al fine di contrastare un fenomeno grave come quello del riciclaggio, l'ordinamento si è nel tempo arricchito di disposizioni sempre più sofisticate ed invadenti, che mirano ad intercettare il denaro sporco laddove può emergere per poter essere speso ed investito nel sistema economico.

Nella sua storia ormai più che trentennale (almeno per quel riguarda l'Unione europea e l'Italia) la disciplina antiriciclaggio è stata oggetto di importanti revisioni, che, con un estremo sforzo di semplificazione, possiamo ritenere prevalentemente concentrate su due direttrici: l'allargamento del perimetro soggettivo dei destinatari degli obblighi; il rafforzamento degli obblighi di identificazione della clientela al fine di migliorare la conoscenza del cliente e della sua operatività.

Per quanto concerne l'ambito applicativo, originariamente la disciplina ha individuato quali soggetti obbligati i soli intermediari bancari, finanziari ed assicurativi. Ciò dipende dal fatto che su di essi è concentrata l'attività di intermediazione della merce più fungibile per eccellenza, il denaro, per cui i proventi illeciti, nelle loro varie forme (contante, ma non solo), tendono fisiologicamente a transitarvi per approdare nell'economia lecita.

Successivamente, la legislazione europea e nazionale ha attratto nell'alveo dei soggetti destinatari degli obblighi antiriciclaggio operatori non finanziari di varie specie (che non trattano denaro ma altre merci sfruttabili dal riciclatore per le loro caratteristiche di anonimato, trasferibilità e convertibilità in denaro, quali oggetti e materie preziose nonché altri beni di investimento duraturo)⁴ per poi arrivare alle categorie professionali più vicine all'economia, quali commercialisti, avvocati, notai, revisori dei conti.

Soprattutto sull'onda dello sviluppo dell'economia digitale, gli anni più recenti hanno visto l'inclusione di ulteriori categorie non tipicamente finanziarie, quali gli operatori di gioco on line, altri prestatori di

⁴ Si tratta degli operatori attivi nel recupero di crediti, custodia e trasporto valori, commercio di cose antiche e opere d'arte, fabbricazione e commercio di oro e oggetti preziosi, gestione di case d'asta, gallerie d'arte o di case da gioco, mediazione immobiliare.

servizi professionali «sensibili», quali i servizi per trust, e, da ultimo, i prestatori di servizi in cripto attività⁵.

3. Calcio e AML: una relazione tormentata

Già nei primi anni duemila i rapporti tra mondo del calcio e riciclaggio del denaro sono stati oggetto di attenzione e studio da parte della dottrina, nonché di istituzioni e di organismi internazionali.

A valle di un'iniziativa di studio sul calcio in Europa⁶, nel 2007 il Parlamento europeo osserva che le spese ingenti, l'inflazione salariale e le conseguenti crisi finanziarie che molti club hanno dovuto affrontare possono aver facilitato attività criminali, dalle partite truccate a fenomeni corruttivi; da qui l'esplicita richiesta al Consiglio di sviluppare e adottare misure per la lotta contro taluni gravi reati che purtroppo affliggono il calcio professionistico, tra cui il riciclaggio di denaro, tenuto conto della «necessità di garantire il pieno rispetto della normativa sulla trasparenza e sul riciclaggio di denaro da parte delle entità coinvolte nel settore calcistico»⁷.

Nel medesimo periodo la Commissione UE emana il Libro bianco sullo sport, ove si confermano i possibili punti di contatto tra sport e crimini finanziari, con particolare riferimento alla corruzione e al riciclaggio e si auspica l'applicazione delle norme antiriciclaggio e dei relativi meccanismi anche al mondo sportivo⁸.

Il momento di piena emersione del tema in tutta la sua importanza

⁵ Sul processo di progressivo ampliamento dei soggetti destinatari degli obblighi antiriciclaggio si veda anche, di recente, S. MEZZACAPO, *Antiriciclaggio e contrasto del finanziamento del terrorismo nel "settore del calcio professionistico" ai sensi del nuovo EU Single Rulebook AML/CFT di cui al Regolamento (UE) 2024/1624*, in *Rivista di diritto bancario*, aprile-giugno, 2024, 452 s.

⁶ J.L. ARNAUT, *Independent Review of European Sport*, 2006. Sul ruolo dell'Independent European Sport Review cfr. S. MIETTINEN, *The 'Independent European Sport Review': A Critical Overview*, in *International Sports Law Journal*, 3(4), 2006, 57 ss.; B. GARCÍA, *The Independent European Sport Review: Half Full or Half Empty?*, in *Entertainment and Sports Law Journal*, 4(3), 2007, 1 ss.

⁷ *Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2007 sul futuro del calcio professionistico in Europa* (2006/2130(INI)), P6_TA(2007)0100.

⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro bianco sullo sport*, COM(2007) 391 definitivo, 11 luglio 2007.

può però datarsi al 2009, quando il Gruppo di Azione Finanziaria Internazionale (GAFI o FATF) dedica una specifica pubblicazione al fenomeno del riciclaggio del denaro tramite il settore del calcio. Lo studio del GAFI analizza diversi casi, rilevando che il riciclaggio di denaro attraverso il calcio è più profondo e complesso di quanto ritenuto in precedenza. In particolare, oltre al rischio che il settore del calcio venga sfruttato per commettere taluni gravi reati, quali il traffico di esseri umani, la corruzione, il traffico di droga (doping) e i reati fiscali, si avverte la presenza di un incremento del rischio di riciclaggio nel contesto calcistico in relazione ai flussi finanziari legati alla proprietà di club e giocatori, al mercato dei trasferimenti, alle attività di scommessa, ai diritti d'immagine e agli accordi di sponsorizzazione o pubblicitari. Le tecniche adottate sono le più varie, spaziando dal tradizionale uso di contante a trasferimenti transfrontalieri, paradisi fiscali, società di facciata e professionisti non finanziari, anche con l'intervento di persone politicamente esposte⁹.

Negli anni successivi al rapporto del GAFI, inaspettatamente, l'attenzione sul tema in ambito eurounionale sembra però raffreddarsi¹⁰. Al contrario di quanto poteva supporre, infatti, il rapporto tra calcio e riciclaggio torna a comparire sul radar istituzionale solo dopo un decennio, con la Relazione sulla valutazione sovranazionale dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo predisposta dalla Commissione UE nel 2019¹¹. Tra i prodotti e servizi vulnerabili ai rischi di

⁹ FATF, *Money Laundering through the Football Sector*, July 2009, 4. Sul rapporto del GAFI si veda l'ampia disamina di P. FRATANGELO - J. FRATANGELO, *La palla avvelenata: il riciclaggio di denaro sporco nel calcio*, in *Rivista di diritto ed economia dello sport*, (5)2, 2009, 55 ss.

¹⁰ Anche se non mancano le riflessioni critiche degli studiosi, tra i quali si ricorda H. NELEN, *Professional football and crime. Exploring terra incognita in studies on white-collar crime*, in J.P. VAN ERP - W. HUISMAN - G. VANDE WALLE, *The Routledge Handbook of White Collar and Corporate Crime in Europe*, Routledge, London, 2015, 292 ss.

¹¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione della commissione al parlamento europeo e al consiglio sulla valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo che incidono sul mercato interno e sono connessi ad attività transfrontaliere*, COM(2019) 370 final, 24 luglio 2019. Secondo l'art. 6 della Quarta Direttiva AML, come modificata dalla direttiva 2018/843/UE del 30 maggio 2018 (c.d. Quinta Direttiva AML), la Commissione è tenuta a effettuare periodicamente la valutazione dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo che gravano sul mercato interno e relativi alle attività transfrontaliere. In tale sede, prevista disamina dei rischi associati a ciascun settore e dei

riciclaggio o di finanziamento del terrorismo viene incluso, per la prima volta, il calcio professionistico, sul presupposto che «la complessa organizzazione del calcio professionistico e la mancanza di trasparenza hanno creato un terreno fertile per l'utilizzo di risorse illegali». Si afferma altresì che «in questo sport vengono investite somme di denaro discutibili, senza alcun rendimento o guadagno finanziario apparente o spiegabile»¹². Per tale motivo la Commissione suggerisce agli Stati membri di individuare quali ulteriori soggetti dovrebbero essere sottoposti all'obbligo di segnalare le operazioni sospette e i requisiti per l'adeguata verifica dei titolari dei conti e la registrazione dell'origine e dei beneficiari del denaro¹³.

La successiva valutazione sovranazionale del 2022 conferma l'attenzione sul calcio professionistico, che si presterebbe bene al riciclaggio del denaro e a entrate illecite anche alla luce del prestigio sociale, dell'associazione a celebrità e della prospettiva di avere rapporti con figure autorevoli legate al mondo sportivo, che potrebbero attrarre la criminalità anche al di là del guadagno economico¹⁴. La Commissione ribadisce dunque la necessità che gli Stati membri adottino le medesime misure specifiche di contrasto al fenomeno già suggerite nella relazione del 2019¹⁵.

In verità, vi è già chi, dopo la prima raccomandazione della Commissione, ha adottato iniziative nazionali sul riciclaggio nel calcio professionistico. È il caso del Belgio, che nel 2020, sull'onda di una maxi-indagine penale avviata dalla procura federale per frode e corruzione nel calcio¹⁶, provvede a modificare la vigente legge antiriciclaggio inse-

mezzi più diffusi per il riciclaggio, la Commissione formula raccomandazioni agli Stati membri con riguardo alle misure idonee ad affrontare i rischi individuati. Gli Stati sono tenuti a adeguarsi alle suddette raccomandazioni o a motivarne il rifiuto, secondo il principio *comply or explain*.

¹² COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione*, 2019, cit., 6.

¹³ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione*, 2019, cit., 22.

¹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione della commissione al parlamento europeo e al consiglio sulla valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo che incidono sul mercato interno e sono connessi ad attività transfrontaliere*, COM(2022) 554 final, 27 ottobre 2022, 8.

¹⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione*, 2022, cit., 16.

¹⁶ Sul tema si veda M. DEJONGHE, *Belgium's anti-money laundering law: How does*

rendo le società professionistiche di calcio belghe e gli agenti sportivi calcistici tra i soggetti destinatari dei relativi obblighi¹⁷.

Il vero momento di svolta si ha nel 2021, quando la Commissione europea presenta un pacchetto legislativo di attuazione del piano d'azione formulato nel 2020, dopo la crisi di alcune grandi banche nordeuropee coinvolte in fenomeni significativi di riciclaggio tra il 2012 e il 2018¹⁸.

Approvata in due *tranche* tra il maggio 2023 e il maggio 2024, la riforma ha lo scopo di introdurre una politica globale dell'Unione in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, che fa perno su due principi fondamentali: la massima armonizzazione degli obblighi antiriciclaggio, perseguita, a differenza di quanto fatto in passato, mediante l'emanazione di un regolamento, avente per sua natura diretta applicazione negli ordinamenti degli Stati membri¹⁹; l'istituzione di una autorità europea avente compiti di supervisione e di regolazione, che si pone al vertice di un meccanismo unico di vigilanza sul modello di quello introdotto nel 2013 per le banche dell'area euro²⁰.

it impact football clubs?, LawInSport, 17 october 2024, www.lawinsport.com/topics/item/belgiums-anti-money-laundering-law-how-does-it-impact-football-clubs.

¹⁷ Cfr. art. 5, Loi 18 septembre 2017, n. 2017013368, *Loi relative à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme et à la limitation de l'utilisation des espèces*, come modificato dalla Loi 20 juillet 2020, n. 2020015256, *Loi portant des dispositions diverses relatives à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme et à la limitation de l'utilisation des espèces*.

¹⁸ Un quadro assai preoccupante sullo stato della regolamentazione e della supervisione antiriciclaggio in Europa è tracciato da CORTE DEI CONTI EUROPEA, *Gli sforzi dell'UE per contrastare il riciclaggio di denaro nel settore bancario sono frammentari e l'attuazione è insufficiente*, *Relazione speciale*, n. 13, 2021, 5, ove si afferma, lapidariamente, che «nel complesso, per quanto riguarda le misure volte a prevenire l'ML/TF nonché a intervenire a fronte di rischi individuati, la Corte ha riscontrato una frammentazione istituzionale e uno scarso coordinamento a livello dell'UE. Nella pratica, la vigilanza AML/CFT è ancora attuata principalmente a livello nazionale, con un quadro di supervisione dell'UE insufficiente a garantire condizioni di parità».

¹⁹ Regolamento (UE) 2024/1624 del 31 maggio 2024 relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo.

²⁰ Regolamento (UE) 2024/1620 del 31 maggio 2024 che istituisce una nuova autorità dell'UE in materia AML/CFT (AMLA) («Regolamento AMLA»). La riforma è completata dal Regolamento (UE) 2023/1113 del 31 maggio 2023 sulle informazioni che accompagnano il trasferimento di fondi e crypto-asset e dalla Direttiva (UE)

Per quel che interessa in questa sede, l'ambito di applicazione della disciplina antiriciclaggio viene estesa a ulteriori categorie di soggetti, tra cui finalmente figurano anche i club professionistici di calcio e gli agenti calcistici. Si conclude quindi il lungo percorso di avvicinamento di tali soggetti tra i destinatari degli obblighi antiriciclaggio che, con qualche sforzo, aveva preso le mosse oltre quindici anni prima.

4. *L'esposizione del settore calcistico ai rischi di riciclaggio: fattori peculiari*

Da tempo in letteratura è stata rilevata una significativa esposizione del settore calcistico ad un alto rischio di riciclaggio²¹, almeno in parte favorita dall'impetuosa crescita economica di tale sport a livello globale²².

In generale, dalla metà del ventesimo secolo prende piede un processo che vede lo sport evolversi da fenomeno meramente sociale a attività economica gestita con logiche imprenditoriali e manageriali, tanto da potersi ormai parlare di "economia dello sport"²³.

Il "mutamento di pelle" delle attività sportive non è affatto uniforme nelle varie discipline, perché solo in talune di esse (e frequentermen-

2024/1640 del 31 maggio 2024 («Sesta Direttiva AML») sui meccanismi che gli Stati membri devono mettere in atto per la prevenzione dell'uso del sistema finanziario per scopi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo e abrogazione della Direttiva UE 2015/849. In dottrina, tra coloro che si sono interessati del tema, si vedano: A. URBANI, *Verso la centralizzazione della supervisione antiriciclaggio?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl., 172 ss.; A. MINTO, *Il sistema*, cit., 240 ss.; S. MEZZACAPO, *Antiriciclaggio*, cit., 447 ss.; P. COSTANZO - M. SIANI, *L'evoluzione della disciplina internazionale*, in G. CASTALDI - C. CLEMENTE (a cura di), *La normativa in tema di prevenzione del riciclaggio: autorità, regole e controlli*, Banca d'Italia, *Quaderni dell'antiriciclaggio*, 20, febbraio 2023, 23 ss.; P. COSTANZO, *L'AMLA*, in G. CASTALDI - C. CLEMENTE (a cura di), *La normativa*, cit., 96 ss.; D. SICLARI - D. ANDRACCHIO, *Calcio professionistico e regolazione antiriciclaggio*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2024, 151 ss.

²¹ Per D. ROBERT, *Le milieu du terrain*, Editions Les Arènes, Paris, 2006, il calcio è una formidabile macchina di riciclaggio. I possibili punti di contatto tra calcio e riciclaggio sono posti in luce, tra gli altri, da D. HILL, *The Fix*, McClelland & Stewart, Toronto, 2008; G. JOHNSON, *Football and Gangsters*, Mainstream Publishing, Edinburgh, 2006; F.M. DE SANCTIS, *Football, Gambling, and Money Laundering. A Global Criminal Justice Perspective*, Springer, Cham, 2014.

²² Così FATE, *Money Laundering*, cit., 9.

²³ Cfr. D. SICLARI - D. ANDRACCHIO, *Calcio professionistico*, cit., 156 s.

te solo in taluni paesi) gli enti sportivi assumono caratteristiche che, in sostanza, ne decretano l'ingresso tra le imprese. Si pensi al calcio in Europa e in Sudamerica; al basket, al football e al baseball negli Stati Uniti.

Ciò posto, non sempre la crescita esponenziale della dimensione economica degli operatori si è accompagnata a proporzionate modifiche ordinamentali in termini di *governance*.

La dimensione sociale del fenomeno sportivo è componente determinante di tale crescita, data la correlazione positiva tra popolarità dello sport e relativi introiti economici. Basti pensare all'entità degli incassi per l'ingresso agli incontri ma soprattutto alle sponsorizzazioni, al *merchandising* e ai diritti televisivi.

D'altro canto, proprio la dimensione sociale ha un *effetto vischioso* sul processo di emancipazione, almeno parziale, dei grandi club dall'ordinamento sportivo per approdare a regole coerenti con i volumi dell'attività economica esercitata e i relativi flussi finanziari. Per le società professionistiche attive nelle discipline sportive "maggiori" la convivenza tra il diritto sportivo e il diritto comune, anche sul piano giurisdizionale, ha già dato luogo a numerose gravi criticità, come è dimostrato dalle vicende che hanno interessato vari club calcistici, non solo italiani²⁴.

Sul piano della *governance*, il mondo sportivo professionistico pare un gigante con i piedi d'argilla, e il calcio non fa eccezione.

D'altro canto, il settore del calcio si mostra su più fronti vulnerabile al riciclaggio, in particolar modo con riferimento alle società professionistiche attive nei campionati delle massime serie nazionali e in Europa.

Le operazioni di sponsorizzazione e di trasferimento dei giocatori possono dar luogo a frodi fiscali e alterazioni dei bilanci, la compravendita dei diritti televisivi muove flussi di cassa considerevoli, spesso transfrontalieri. Ciò nonostante, la politica e l'opinione pubblica approciano timidamente il problema, non avendo interesse a mettere in discussione un settore tanto popolare²⁵.

²⁴ Sul punto si rinvia a H. NELEN, *Detection and Prevention of Money Laundering in Professional Football*, in H. NELEN - D. SIEGEL (edited by), *Contemporary Organized Crime. Developments, Challenges and Responses*, Springer, Cham, 2021, 123 ss.

²⁵ H. NELEN, *Detection and Prevention*, cit., 124, parla di «inaction in the face of

Il mercato è facilmente penetrabile, difettando di barriere all'ingresso, e è caratterizzato da una complicata rete di portatori d'interessi, quali manager, intermediari, sponsor e club. Nonostante gli ormai notevoli interessi economici il management è spesso privo di esperienza specifica e talvolta finanche delle competenze di base (non di rado è assoldato tra i giocatori). La forma giuridica dei club è variegata, dalle società di capitali alle fondazioni, rendendo opaca la struttura proprietaria e di controllo.

I club sono spesso in crisi finanziaria, dovendo affrontare spese molto ingenti (dall'ingaggio dei giocatori all'acquisto e manutenzione delle strutture sportive) a fronte di incassi molto variabili, influenzati dall'estrema imprevedibilità dei risultati. La mancata partecipazione o l'uscita prematura dalle competizioni internazionali di maggior prestigio riduce significativamente le entrate, sia in via diretta (premi) che indiretta, inducendo gli sponsor ad allontanarsi e i media a ridurre l'offerta per i diritti. La vulnerabilità finanziaria è il tipico terreno fertile per investimenti criminali, perché nei momenti di difficoltà si è meno sensibili al cattivo odore del denaro.

Da ultimo, ma non per importanza, vi è il problema del valore degli asset strategici dei club, gli atleti.

Le prestazioni dei calciatori (e quindi i calciatori stessi) sono di difficile stima, per cui il valore dei trasferimenti tra società è pienamente nelle decisioni dei contraenti, soprattutto finché non esiste un mercato sufficientemente informato e serie storiche su cui fare affidamento.

Poiché il valore del giocatore è soggettivo, il relativo «prezzo» può essere alzato con molta facilità per nascondere lo scambio di fondi illegittimi. La falsa rappresentazione del prezzo del bene o del servizio (nel caso di specie, la supervalutazione dell'atleta) è una classica tecnica di riciclaggio finalizzata a trasferire un valore aggiuntivo²⁶.

Nelle trattative per i trasferimenti dei giocatori hanno un ruolo cruciale gli agenti, che spesso ne determinano l'esito. La circostanza che taluni di loro operano senza licenza, magari in qualità di parenti o av-

knowing»: i partecipanti e il pubblico sanno che qualcosa non va, ma non hanno interesse ad agire.

²⁶ In questo senso FATF, *Money Laundering*, cit., 20 ss. Per un approfondimento sul punto cfr. anche FATF, *FATF Report on trade-based money laundering*, FATF, Paris, 2006.

vocati, può incrementare il rischio di riciclaggio, così come la complessità dei flussi finanziari rivenienti dai trasferimenti.

5. *I nuovi obblighi AML per società professionistiche e procuratori. Prime considerazioni e note critiche*

Come anticipato, con il Regolamento (UE) 2024/1624 del 31 maggio 2024, relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo (c.d. *Single Rulebook AML*), alcune figure del mondo del calcio vengono sottoposte a obblighi antiriciclaggio, al pari di quanto già avviene per intermediari finanziari, professionisti legali e contabili e altri soggetti.

L'applicazione delle nuove norme non è immediata. Anzi, per quel che concerne le società calcistiche professionistiche e gli agenti calcistici il termine è fissato al 10 luglio 2029, ben due anni più tardi rispetto a quanto previsto dal *Single Rulebook AML* per le altre disposizioni.

Il legislatore eurounionale muove dalla constatazione secondo la quale numerosi fattori inerenti al settore calcistico – la popolarità mondiale, gli importi considerevoli, anche in relazione ai flussi di cassa, gli interessi finanziari coinvolti, la prevalenza di operazioni transfrontaliere e talvolta gli assetti proprietari opachi – espongono al rischio di riciclaggio le attività delle società calcistiche professionistiche e degli agenti calcistici²⁷.

I fattori di rischio sopra evidenziati sono più rilevanti per le squadre professionistiche partecipanti ai campionati nazionali di massima divisione, per cui, salvo un comprovato basso livello di rischio e un fatturato contenuto, esse devono adottare i presidi dettati dal *Single Rulebook AML*, a partire dall'adeguata verifica nei confronti di sponsor, investitori e altre controparti. D'altro canto, anche le società di divisioni inferiori possono essere esposte a non trascurabili rischi di riciclaggio e reati presupposto associati, per cui non dovrebbero essere in ogni caso escluse dagli obblighi antiriciclaggio²⁸.

L'ambito di applicazione dei suddetti obblighi si arricchisce dunque di ulteriori due categorie di soggetti, le società calcistiche professionistiche e gli agenti calcistici.

²⁷ Considerando 24, *Single Rulebook AML*.

²⁸ Considerando 25, *Single Rulebook AML*.

Le prime sono definite come «qualsiasi persona giuridica che è, che possiede o che gestisce una società calcistica cui è stata concessa una licenza e che partecipa al o ai campionati nazionali di calcio in uno Stato membro, i cui giocatori e il cui personale sono assunti contrattualmente e remunerati in cambio dei loro servizi»²⁹. Si tratta, dunque, delle società calcistiche professionistiche che partecipano ai campionati nazionali.

In considerazione del fatto che in Italia vi sono tre categorie (o leghe) professionistiche (Serie A, Serie B e Lega Pro), in linea di principio gli obblighi antiriciclaggio saranno applicabili a tutte le società calcistiche che vi appartengono.

L'art. 5 del Single Rulebook AML assegna però agli Stati membri il compito di individuare alcune esenzioni, da cui risultano senz'altro sottratte le società calcistiche professionistiche che partecipano alla Serie A e che hanno un fatturato annuo complessivo pari o superiore a cinque milioni di euro.

Le società partecipanti al campionato nazionale di massima divisione che negli anni 2027 e 2028 non supereranno il limite di fatturato suddetto potranno essere esonerate, in tutto o in parte, dagli obblighi antiriciclaggio, a condizione che la natura e le dimensioni operative di dette società diano luogo ad una valutazione di basso rischio di riciclaggio. A tal fine gli Stati membri dovranno tener conto delle minacce e delle vulnerabilità che le società calcistiche professionistiche presentano in termini di riciclaggio e finanziamento del terrorismo e dei relativi fattori di mitigazione, nonché dei rischi connessi all'entità e alla natura transfrontaliera delle operazioni³⁰.

Le medesime valutazioni in ordine ad un basso livello di rischio potranno consentire agli Stati membri di esonerare dagli obblighi antiriciclaggio le società calcistiche professionistiche che partecipano alle divisioni inferiori, ossia in Serie B e Lega Pro.

Sorprendentemente l'art. 5 del Single Rulebook AML non individua, per le società da ultimo ricordate, alcuna soglia di fatturato annuo complessivo al di sopra della quale l'esenzione non può essere disposta.

²⁹ Cfr. art. 1, punto 52), Single Rulebook AML.

³⁰ Ai sensi dell'art. 5, comma 2, del Single Rulebook AML, le valutazioni del rischio di riciclaggio sulle società calcistiche devono tener conto dei risultati delle valutazioni sovranazionali svolte periodicamente dalla Commissione europea.

Ciò potrebbe comportare un irragionevole trattamento differenziato per le grandi società calcistiche che dovessero temporaneamente retrocedere dalla massima serie ma, soprattutto, potrebbe far convogliare ingenti investimenti di dubbia provenienza sulle società delle serie inferiori, con notevoli rischi di riciclaggio e sicuri effetti dannosi sulla concorrenza sportiva e d'impresa³¹.

Le possibili esenzioni per le società calcistiche professionistiche sono state oggetto di critica da parte della dottrina, che le ha considerate pericolose e inutili, data l'esistenza dell'approccio basato sul rischio³². D'altro canto, gli Stati membri potrebbero inserire una soglia significativa di fatturato in sede di approvazione dell'eventuale esenzione nazionale e, comunque, devono prevedere attività di controllo basate sul rischio o adottare altre misure adeguate atte a evitare abusi delle esenzioni concesse³³. Infine, le eventuali esenzioni devono essere sottoposte al vaglio preventivo della Commissione, che potrebbe non condividere le motivazioni sulle valutazioni di rischio a supporto della richiesta, dichiarandone l'inattuabilità.

Circa l'ambito oggettivo, le società calcistiche professionistiche sono destinatarie degli obblighi antiriciclaggio solo per le operazioni con investitori, sponsor, agenti calcistici o altri intermediari nonché di trasferimento di un calciatore³⁴. È stato dunque predisposto un regime analogo a quello previsto per le professioni legali, con l'individuazione di un novero limitato di attività a rischio al ricorrere delle quali scattano

³¹ Parte della dottrina (S. MEZZACAPO, *Antiriciclaggio*, cit., 475) ha individuato la *ratio* regolatoria in un presunto indice di potenziale maggior rischiosità, ai fini AML/CFT, delle società partecipanti alle massime serie, in quanto «già solo per tale ragione molto più «attraenti» per i criminali [consentendo] maggiori opportunità di nascondere fondi provenienza illecita». Altri (D. SICLARI - D. ANDRACCHIO, *Calcio professionistico*, cit., 181) hanno però ritenuto la scelta poco convincente, in quanto «gli agenti riciclatori potranno essere attrattati dalle squadre professionistiche che militano in divisioni inferiori, perché mediaticamente meno esposte e, per altro verso, (...) proprio l'elevata entità del fatturato di società che competono in serie minori dovrebbe costituire indice sintomatico di vulnerabilità al riciclaggio di ricchezza illecita».

³² Per D. SICLARI - D. ANDRACCHIO, *Calcio professionistico*, cit., 181, «il *risk based approach* che ispira l'intera regolazione antiriciclaggio è di per sé capace di assicurare una modellazione degli obblighi AML alle peculiarità dei vari soggetti obbligati ed evitare, quindi, sproporzionati sovraccarichi procedurali ed economici».

³³ Cfr. art. 5, comma 3, Single Rulebook AML.

³⁴ Cfr. art. 3, n. 3), lett. o), Single Rulebook AML.

le misure antiriciclaggio, con la differenza che nel caso delle società di calcio non sussistono esigenze di bilanciamento con diritti umani fondamentali, quale il diritto di difesa. Non resta che supporre che la scelta legislativa risponda comunque al principio di proporzionalità sancito dall'art. 5 del Trattato UE, sottolineando quanto meno la carenza di apparato argomentativo in ordine al rispetto dei criteri di idoneità, necessità e stretta proporzionalità indicati dalla Corte di Giustizia³⁵.

Il *framework* previsto dal Single Rulebook AML per le società calcistiche professionistiche appare dunque connotato da sensibili margini di discrezionalità concessi agli Stati membri, pur esercitabili d'intesa con la Commissione, che paiono ispirati ad un "atterraggio morbido" nelle regole antiriciclaggio³⁶.

Un regime di maggior rigore è invece riservato all'agente calcistico, definito come «una persona fisica o giuridica che, dietro compenso, fornisce servizi di intermediazione e rappresenta calciatori o società calcistiche professionistiche nelle trattative per la conclusione di un contratto per un calciatore o rappresenta società calcistiche professionistiche nelle trattative per la conclusione di un accordo di trasferimento di un calciatore»³⁷.

A differenza delle società professionistiche di calcio, gli agenti sono tenuti sempre a osservare obblighi antiriciclaggio nell'esercizio delle suddette attività, a prescindere dall'entità del proprio fatturato annuo e, soprattutto, dalla circostanza che le società professionistiche che rappresentano o sono controparti siano o meno sottoposte a loro volta a obblighi antiriciclaggio.

Resta comunque esclusa dal perimetro degli obblighi ogni attività esercitata dall'agente calcistico che esuli da quelle ricomprese nella definizione fornita dal Single Rulebook AML.

³⁵ Per un caso di applicazione del principio di proporzionalità alla normativa antiriciclaggio si veda la sentenza 22 novembre 2022, C-37/20 e C-601/20, WM, *Sovim SA c. Luxembourg Business Registers*, con la quale la Corte ha dichiarato l'invalidità dell'art. 30, par. 5, primo comma, lett. c), della Quarta Direttiva AML. Per un commento alla sentenza e, in generale, sul principio di proporzionalità si consenta di rinviare a G.L. Greco, *L'equilibrio delle regole nei mercati dinamici. Metodo e prassi della proporzionalità nell'ordinamento bancario*, Cacucci, Bari, 2023, spec. 46 ss.

³⁶ Così pare concludere, nella sostanza, anche S. MEZZACAPO, *Antiriciclaggio*, cit., 471 e 477.

³⁷ Cfr. art. 1, punto 53), Single Rulebook AML.

All'interno del perimetro applicativo così tracciato, le società calcistiche professionistiche e gli agenti calcistici saranno tenuti a osservare gli obblighi antiriciclaggio ordinariamente previsti per le altre categorie, ossia l'adeguata verifica della clientela, la conservazione e registrazione di informazioni, dati e documenti sulla clientela e la segnalazione delle operazioni sospette.

Per far ciò, entro il 10 luglio 2029 essi dovranno istituire politiche, procedure e controlli interni atti ad assicurare la conformità della loro operatività alla disciplina antiriciclaggio, in ottemperanza a quanto previste dall'art. 9 del Single Rulebook AML. Si tratta di un impegno che potrebbe rivelarsi gravoso, alla luce di quanto già sperimentato per le categorie in precedenza attratte nell'alveo delle misure AML/CFT, e che quindi andrebbe affrontato con estrema serietà in tempi congrui, onde evitare ripercussioni negative sul piano sanzionatorio e reputazionale.

Secondo quanto previsto dalla Sesta Direttiva AML, spetterà al supervisore o ai supervisori individuati da ciascun Stato membro verificare, tra l'altro, l'adeguatezza e l'attuazione delle politiche, delle procedure e dei controlli interni predisposti dalle società calcistiche professionistiche e dagli agenti calcistici³⁸.

Ad oggi l'Italia non ha nominato i supervisori competenti con riguardo alle società calcistiche professionistiche e agli agenti calcistici ma è ipotizzabile che, in ossequio all'ordinamento settoriale sportivo vigente, i compiti di supervisione siano affidati alla Federazione sportiva di riferimento, previa assegnazione delle necessarie risorse finanziarie, umane e tecniche³⁹. Vista l'importanza e la novità del tema, sarebbe

³⁸ Cfr. art. 37, comma 5, lett. c), Direttiva (UE) 2024/1640 del 31 maggio 2024. Al supervisore sono affidati altri importanti compiti, tra cui: la valutazione e il monitoraggio periodico dei rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo; la conduzione di tutte le necessarie indagini extra situ, le ispezioni in situ e controlli tematici, nonché qualsiasi altra indagine, valutazione e analisi necessaria per verificare che i soggetti obbligati rispettino il Single Rulebook AML; l'adozione delle misure di supervisione adeguate per far fronte a eventuali violazioni degli obblighi applicabili da parte dei soggetti obbligati. L'art. 6, comma 2, della Sesta Direttiva AML prevede altresì che i supervisori adottino le misure necessarie per impedire che le persone condannate per riciclaggio, per i relativi reati presupposto o per finanziamento del terrorismo o i loro complici siano accreditati professionalmente, svolgano una funzione di alto dirigente in tali soggetti obbligati o ne siano i titolari effettivi.

³⁹ Ai sensi dell'art. 37, comma 2, della Sesta Direttiva AML, «gli Stati membri

auspicabile che i lavori preparatori procedessero con speditezza e tempestività, al fine di assicurare l'adeguamento della struttura nei termini previsti per l'applicazione delle nuove prescrizioni.

provvedono affinché i supervisori dispongano di risorse finanziarie, umane e tecniche adeguate per lo svolgimento dei compiti di cui al paragrafo 5. Gli Stati membri provvedono affinché il personale di tali autorità sia di elevata integrità e opportunamente qualificato e mantenga standard professionali elevati, anche in materia di riservatezza, protezione dei dati e risoluzione dei conflitti di interessi».

ANDREA RADRIZZANI

CALCIO E TECNOLOGIA: LE NUOVE OPPORTUNITÀ DEI DIGITAL MEDIA E DEL DATA DRIVEN ADVERTISING

Sommario: 1. Introduzione ai Ricavi commerciali di un Football Club. – 2. Trend dei ricavi: Diritti Media e Partnership Commerciali. – 3. Impatto della tecnologia: Digital media, Globalisation e Accessibilità dei Contenuti. – 4. Strategie commerciali e utilizzo della tecnologia per incrementare i ricavi commerciali. – 4.1. Pubblicità Virtuale. – 4.2. Data driven advertising – one to one marketing. – 4.3. Interactive Advertising and e commerce 5. – Augmented e Virtual Reality: nuove esperienze per vivere l’atmosfera del Live

1. Introduzione ai Ricavi commerciali di un Football Club

I principali ricavi commerciali per le società calcistiche sono rappresentati da Diritti Televisivi (oggi definiti in modo più allargato “Media Rights”), le Sponsorizzazioni (“Commercial Partnership”), Ticketing e Hospitality (“Match Day”) infine completano le fonti di introiti.

L'Ecosistema del settore Calcio manifesta una costante crescita e trasformazione dovuta innanzitutto all'innovazione digitale e le opportunità da essa create per gli organizzatori di eventi, Lega Calcio e società, ma anche per Brands e fans che attraverso i social media possono interagire e restare informati con i propri clubs e calciatori 24/7. L'enorme crescita dell'offerta di contenuti, oggi personalizzati in diverse lingue in tempo reale grazie all'AI, arricchisce la user experience ma anche le possibilità di acquisire dati su i comportamenti e preferenze dei fans e poter nel tempo offrire contenuti e servizi sempre più personalizzati ed in linea con i suoi gusti.

Il cambiamento portato dall'innovazione tecnologica ha giovato indirettamente al settore sportivo, i club e gli stessi calciatori sono oggi “media company” e “content creator”, a testimonianza di questo trend, lo scorso agosto 2024 Cristiano Ronaldo ha stabilito un record con oltre 20 milioni di utenti registrati entro 24 ore dal lancio del suo canale sulla piattaforma YouTube (attualmente ne ha raggiunti 75,9 milioni)aggiungendosi alla sua presenza su social media con 649 milioni di utenti su IG, oltre 170 mil su Facebook e oltre 112 milioni su X.

Squadre e calciatori soprattutto per i brand che hanno un seguito internazionale, oggi realizzano i propri ricavi principalmente dalle piattaforme media e dalle partnership commerciali.

La convergenza tra sport e intrattenimento offre opportunità di diversificazione dei ricavi, soprattutto attraverso prodotti digitale, esperienze personalizzare e iniziative diretta al fan (mai chiamarlo “consumatore”)

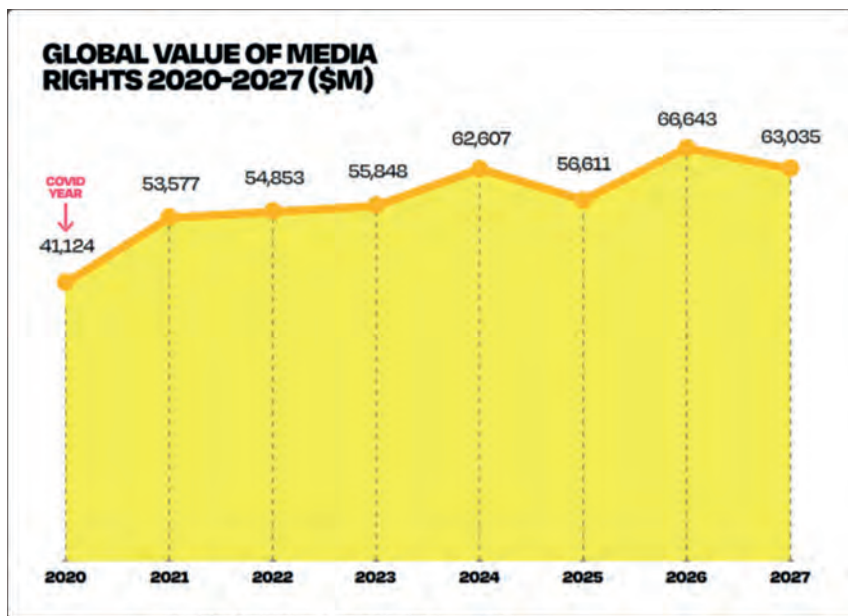
In questo ecosistema in rapida trasformazione in cui la tecnologia offre la possibilità di entrare in contatto con fans in tutto il mondo diventa fondamentale essere agile nell'esecuzione, aumentare gli investimenti in struttura e professionisti in grado di cogliere le nuove opportunità ed infine operare con un'attenzione sempre più maggiore al sociale, allo calcio femminile ed ai nuovi bisogni di sostenibilità.

2. Trend dei ricavi: Diritti Media e Partnership Commerciali

Analizzando il trend dei ricavi di Leghe e Società, si può comprendere che negli ultimi anni i ricavi dei Top Clubs sono cresciuti molto nell'area Match Day e Partnership Commerciali. I media rights (diritti TV) rappresentano una fetta importante dei ricavi ma ormai da diversi anni non manifestano crescita ma una situazione di mantenimento del valore o leggera flessione. Questo non significa affatto che non ci sia crescita, tutt'altro, la proliferazione delle piattaforme ha portato più modalità di fruizione e l'utente / fan può decidere quale piattaforma e che fascia di prezzo accedere al servizio. Quindi più flessibilità e opzioni di acquisto dovrebbe incentivare la crescita ma purtroppo il mercato soffre di una “piaga” che non ha trovato soluzione da diversi anni in forte crescita e che minaccia sempre più il futuro dei ricavi da piattaforme Media: la Pirateria Piracy). Mentre fino a pochi anni fa restava una nicchia di mercato a usufruire di servizi illegali, spesso non funzionanti alla perfezione, oggi invece molte più persone preferiscono aderire e supportare uno strumento illegale, scaricando APP e pagandone un canone “in nero” su base annua molto più economico ma anche un servizio che funziona bene e permette di avere accesso a tutti gli eventi sportivi senza avere una moltitudine di abbonamenti a piattaforme diverse. La comodità e convenienza offerta dalle App illegali (cosiddetto Pezzotto) è una seria minaccia al futuro del calcio. È una piaga presente in tutto il mondo, l'Italia è uno dei campionati e paesi più colpiti, si

stima addirittura oltre 2 milioni di clienti illegale, ma è anche importante sottolineare che Lega Calcio Serie A, il Governo, le piattaforme broadcasters DAZN e SKY hanno unificato gli sforzi per emanare nuove leggi e sistemi di monitoraggio in grado oggi di punire fortemente non solo i fornitori dei servizi illegali ma anche con multe salate i consumatori. Oggi è ancora presto per capire se questa battaglia porterà a una tutela maggiore del copyright sulla Serie A e altri grandi eventi sportivi, tuttavia senza una soluzione assisteremo a una riduzione di investimenti da parte dei broadcasters con un impatto diretto sui budget delle società e quindi sugli investimenti in calciatori campioni con stipendi rilevanti.

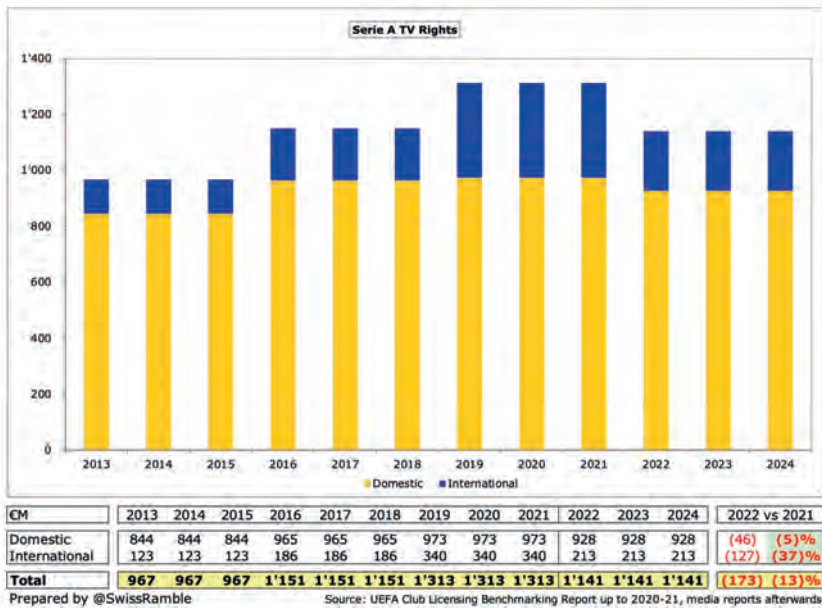
Media Rights trend (Fonte SportBusiness)



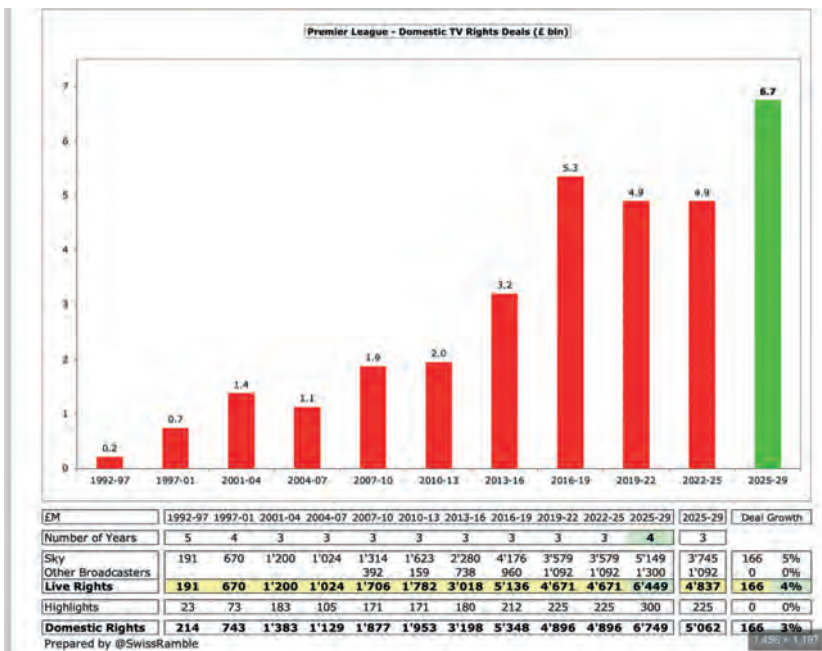
I ricavi generati da Diritti Media nello sport hanno raggiunto per la prima volta una cifra superiore a 60 miliardi di dollari, anche grazie al successo e alla spinta delle Olimpiadi 2024. Il 54.5 % dei ricavi è generato da Calcio e NFL (football Americano), quest'ultimo cresciuto del 12% sull'anno precedente e confermandosi lo sport con più alto valore mediatico, 1/3 del totale.

Il trend resta stabile e positivo per le top properties (NFL, NBA,

Media Rights Serie A (ultimi 10 anni)



Media Rights Premier League(1992-2029)



Premier League, F1) mentre i diritti di secondo piano confermano un declino e una necessità di trovare soluzioni alternative in un contesto in via di mutazione con un aumento notevole della fruizione su piattaforme digitali e una fruizione maggiore di highlights rispetto al Live.

Il valore dei diritti media della Serie A mostra una flessione del 5% per il mercato domestico e addirittura del 37% su mercato Internationalizzazione a conferma di due fattori importanti: la mancanza di una soluzione efficace contro la pirateria che in Italia stima oltre 2 milioni di clienti illegali che hanno accesso a Serie A senza pagare i broadcasters legittimi (Sky e DAZN) mentre per l'estero oltre alla pirateria che limita la crescita esiste una posizione dominante di UEFA Champions League, Premier League e LaLiga e sempre meno risorse per gli altri campionati

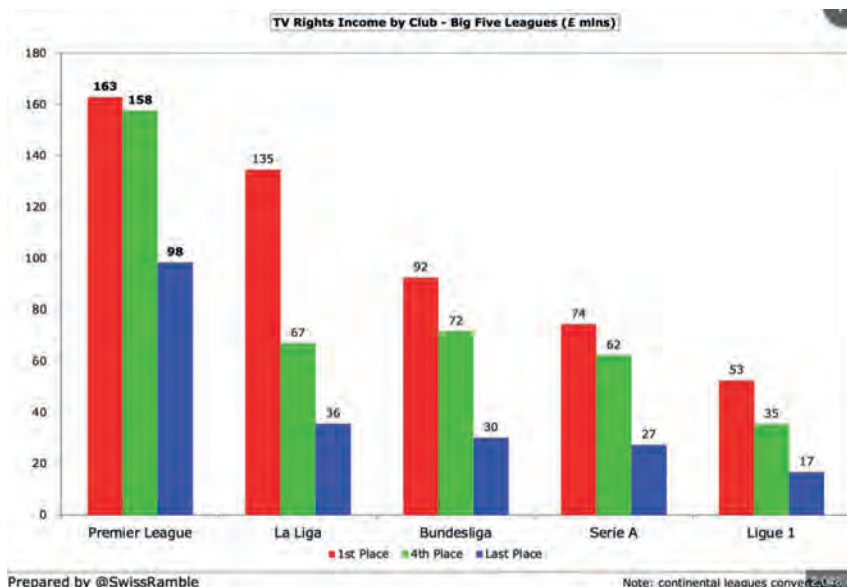
La tabella dei diritti Media Premier League conferma una crescita del 4% con un aumento del numero di partite a trasmesse Live in UK, quindi un livellamento ed una sostanziale stabilità del mercato.

Media Rights UEFA Champions League

Grafico e commento.

La tecnologia e digitalizzazione che come avvenuto nell'industria Entertainment ha creato maggiori ricavi con l'ingresso di piattaforme

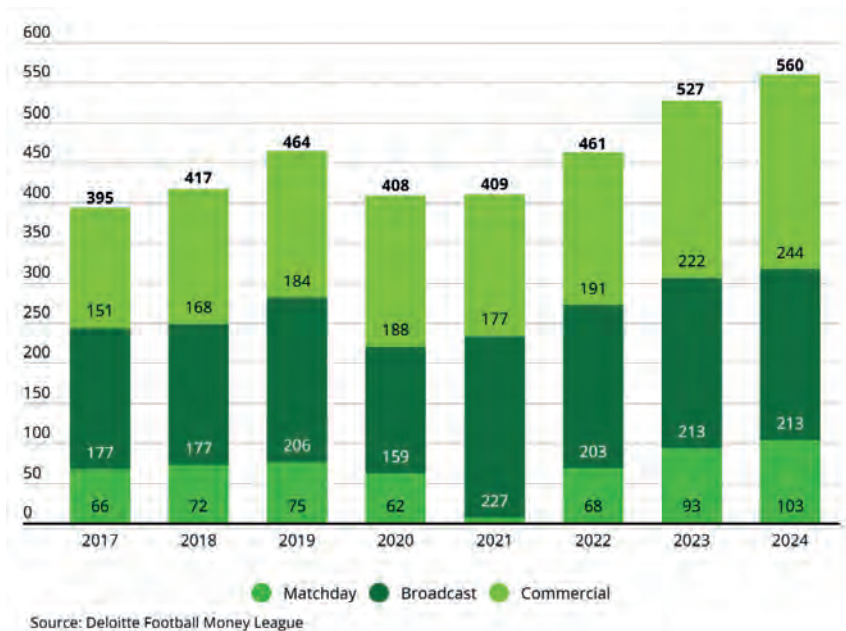
Media dei Diritti Media per Club nelle principali Leghe europee



mondiali (Streamers) come Netflix, Amazon, Disney, Paramount ecc. Nel calcio queste opportunità si sono manifestate in maniera meno rilevante per due motivi sostanziali, lo Sport ha una rilevanza più locale e la massiccia diffusione dei sistemi di pirateria.

Importanza di essere nelle coppe europee e soprattutto in Champions League. Ricavi TV in aumento e budget per squadre in forte crescita.

Ricavi Commerciali Trend Attuali: TOP 20 Clubs



Ricavi medi per Matchday, Broadcast e Commercial generati dai club della Money League (€): dal 2017 al 2024 | Top 20 Europea

Come dimostrato nella Tabella fornita da Deloitte Football Money League, i Top 20 Clubs in Europa generano ricavi medi per 560 mil di cui 244 mil (43%) sono generati da Sponsors e Partnerships commerciali.

I più grandi 10 Clubs le Partnership commerciali rappresentano il 48% delle entrate del club. Al contrario per i club dal 11° posto a seguire i Diritti Media restano l'entrata principale, il 47% delle entrate del club. Infine il match day (hospitality e ticketing) rappresenta circa il 18% dei ricavi totali per la maggioranza dei clubs.

Questo trend manifesta l'importanza del valore del Brand e la crescita delle richieste di Sponsor internazionali che vogliono associarsi e utilizzare questi grandi Club per comunicare e interagire con tifosi, un altro trend sempre più evidente è la creazione di "collezioni" o "Limited edition" relative ad offerte di prodotti co branded con il Club stessi. L'esempio più eclatante è il successo di Nike Jordan e PSG; ma anche Zegna con Real Madrid è una partnership che dura nel tempo. I clubs con maggiore seguito sono sempre più associati da Brand nuovi o in settori di crescita, ad esempio BitPanda (sponsor di AC Milan e Bayern Munich) e CryptoZonda (Juventus) che attraverso il calcio creano conoscenza del proprio brand e creano affidabilità e riconoscenza in un settore ancora poco regolamentato come i mercati di Crypto valute.

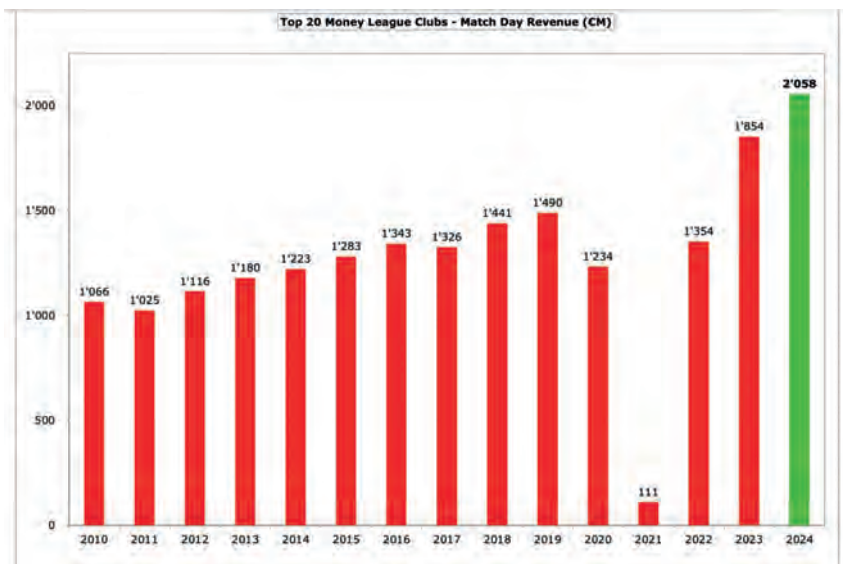
Il dato più rilevante scaturito dalla Deloitte Money League è sicuramente che una squadra di calcio, il Real Madrid, ha raggiunto un fatturato di 1 miliardo di euro nella stagione 2023/24. Questo straordinario risultato economico è la conseguenza di un processo di trasformazione, innovazione e modernizzazione voluto dal leggendario Presidente Fiorentino Perez che oltre ad aver affermato il club all'élite del calcio mondiale vincendo 5 trofei nel 2024, incluso la Champions League (vinta per ben 15 volte!), ha guidato lo sviluppo commerciale basato sulla ristrutturazione dello stadio Bernabéu che ha generato ricavi da "match day" per 248 mila euro nella stagione 2023/24 (aumento del 103%) ed il consolidamento delle partnership commerciali per un totale di 482 mila euro.

Nel 2025 oltre 300 progetti in Europa di rinnovamento o costruzione di stadi contribuiranno ad una modernizzazione dei servizi ed una conseguente crescita dei ricavi da match day.

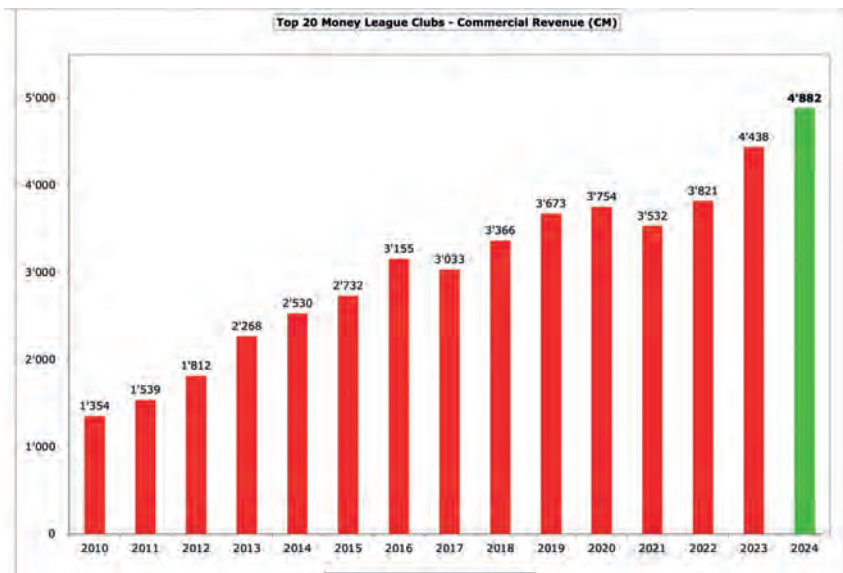
I Diritti Media resteranno fondamentalmente stabili con una crescita solo per i club che partecipano alle competizioni UEFA e soprattutto Champions League. I nuovi format che garantiscono più squadre e partite con un calendario allargato hanno generato un incremento importante dei ricavi.

Negli ultimi 15 anni i ricavi da match day (tickets, hospitality) sono raddoppiati ed il trend continuerà a crescere con il continuo miglioramento delle infrastrutture e dei servizi. L'esperienza Live continua ad attrarre i tifosi ed i prezzi per le aree VIP continuano a crescere e registrare "sold out" con richieste da tutto il mondo per i club più importanti e soprattutto le partite più importanti.

Match Day



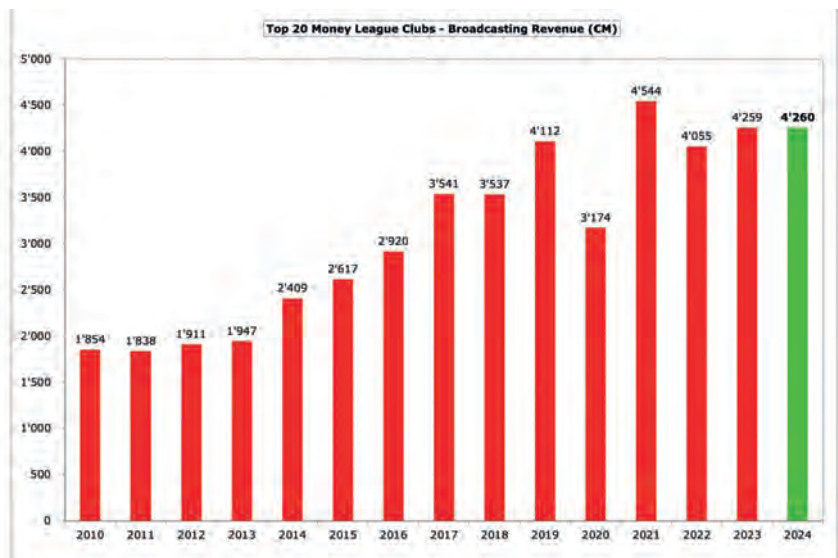
Partnership Commerciali



I ricavi da partnership commerciali continuano la crescita esponenziale, in 15 anni più che triplicati. I top 20 clubs al mondo creano quasi 4,9 milioni di Euro di valore

Più che raddoppiati negli ultimi 15 anni per i top clubs ma con un sostanziale livellamento e stabilità negli ultimi anni.

Diritti Media



3. Impatto della tecnologia

I Digital media

La trasformazione digitale, ha profondamente rimodellato il mondo del calcio, ridefinendo completamente la fruizione dei contenuti, delle esperienze e dell'interazione tra tifosi e clubs, creando anche nuove opportunità di ricavi ed una comunicazione diretta e one to one in un mercato Globale.

1) Global Reach e Fan Engagement

Ampliamento dell'audience: le piattaforme digitali hanno abbattuto le barriere geografiche, consentendo ai fan di tutto il mondo di seguire partite in diretta, highlights e contenuti esclusivi dietro le quinte.

Interattività: i social media (Twitter, Instagram, TikTok) consentono l'interazione in tempo reale durante le partite, live chat con tra tifo-

si e contatti diretti con club e giocatore hanno generato più seguito e coinvolgimento. Questa interattività ha creato una base di fan più connessa e appassionata.

2) Rivoluzione Digitale:

Servizi di streaming: le trasmissioni televisive tradizionali sono sempre più integrate, o addirittura sostituite, da piattaforme di streaming digitale. I servizi ora offrono contenuti su richiesta, più angoli di visione ed esperienze personalizzate durante il match day. L'esperienza è più personalizzata, interattiva e sociale.

Più Contenuti: le piattaforme digitali forniscono analisi approfondite, commenti di esperti e contenuti supplementari come podcast e documentari che arricchiscono l'esperienza visiva complessiva. Le piattaforme digitali non hanno limiti "di capacità" e forniscono archivi, dati, programmi ed eventi live in quantità enormi per raggiungere nicchie di tifosi ed appassionati.

3) Opportunità commerciali e sponsorship

Personal Branding: i giocatori usano i media digitali per costruire il proprio brand, interagire direttamente con i fan e gestirne la comunicazione, di conseguenza è aumentata notevolmente la loro commerciabilità e influenza. Oggi non solo i club ma anche gli atleti sono brand e media company

Sponsorship: la capacità di raggiungere in maniera profilata i propri utenti ha creato illimitate opportunità di utilizzare i social media come piattaforma per associare vari brand per specifici mercati e audience ed anche utilizzare i contenuti ed il coinvolgimento per vendere prodotti e servizi legati al brand del Club o Atleta.

4) Analisi tattica e approfondimenti basati sui dati

Analisi avanzata: coach e analisti ora hanno accesso a sofisticati strumenti digitali che forniscono statistiche in tempo reale, metriche delle prestazioni e analisi video. Questo approccio basato sui dati aiuta a perfezionare le tattiche e i regimi di allenamento.

Coinvolgimento dei fan nell'analisi: i fan possono approfondire

guasti tattici, mappe di calore interattive e statistiche dettagliate sulle prestazioni, approfondendo la loro comprensione del gioco e alimentando discussioni.

5) Impatto economico

Nuovi flussi di entrate: i media digitali hanno aperto diverse nuove fonti di ricavi o, dalla pubblicità e dai modelli di abbonamento all'e-commerce e al merchandising digitale. Questo afflusso di entrate ha alterato il panorama finanziario dei club. Non è un caso che i Club più seguiti siano anche quelli tra i Top 20 della Money League.

Efficienza dei costi: con le piattaforme digitali, i club possono commercializzare se stessi e comunicare con i fan in modo più diretto e conveniente rispetto ai canali mediatici tradizionali.

6) Nuove tecnologie e trend

Realtà virtuale e aumentata: man mano che la tecnologia si evolve, i fan possono presto godere di esperienze di visualizzazione coinvolgenti, come tour degli stadi in realtà virtuale o sovrapposizioni di realtà aumentata durante le partite dal vivo.

Maggiore personalizzazione: con l'aiuto dell'intelligenza artificiale e dell'apprendimento automatico, è probabile che le piattaforme digitali offrano contenuti ancora più personalizzati, consigli e funzionalità interattive su misura per le preferenze dei singoli fan.

I media digitali hanno trasformato il calcio da uno sport tradizionale e legato a livello regionale in un fenomeno dinamico e accessibile a livello globale. Sebbene abbia democratizzato l'accesso e arricchito le esperienze dei fan, porta anche sfide che il mondo del calcio deve affrontare. Man mano che la tecnologia continua ad avanzare, la sua influenza sul calcio probabilmente crescerà, offuscando ulteriormente i confini tra sport, intrattenimento e innovazione digitale

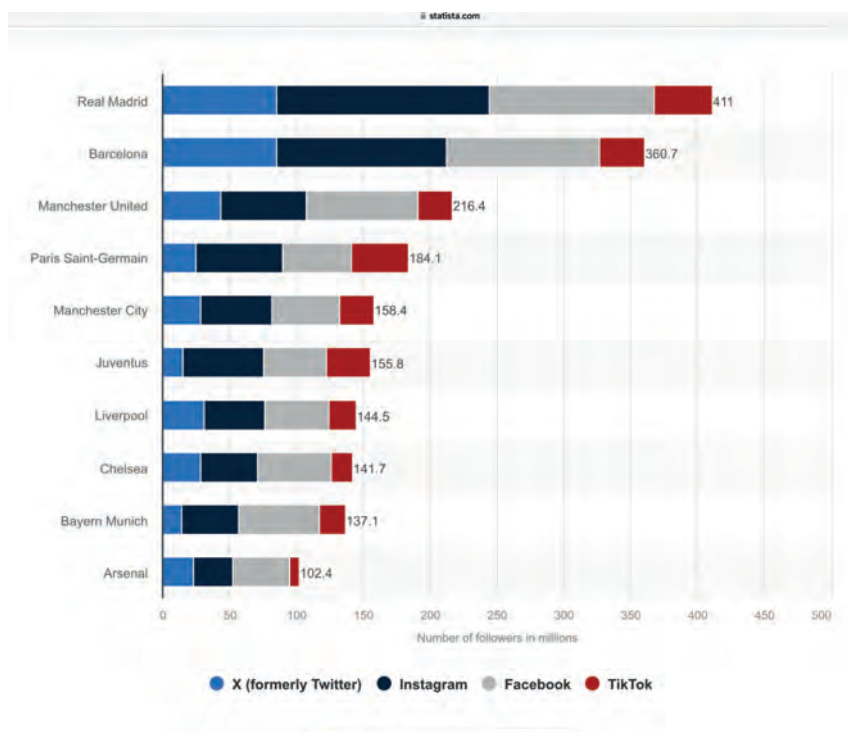
7) Rischi e minacce

Disinformazione e sovraccarico: il ritmo rapido dei contenuti digitali a volte può portare alla diffusione di disinformazione o notizie non verificate, che possono influenzare la percezione pubblica e persino la reputazione dei giocatori.

Rischi per la sicurezza informatica: con una maggiore dipendenza digitale arriva la sfida di proteggere i dati, gestire gli attacchi online e salvaguardare le informazioni personali e finanziarie.

Pressione sui giocatori: il costante controllo online può portare a una maggiore pressione su giocatori e personale, a volte con conseguenti controversie che si diffondono rapidamente attraverso i canali digitali.

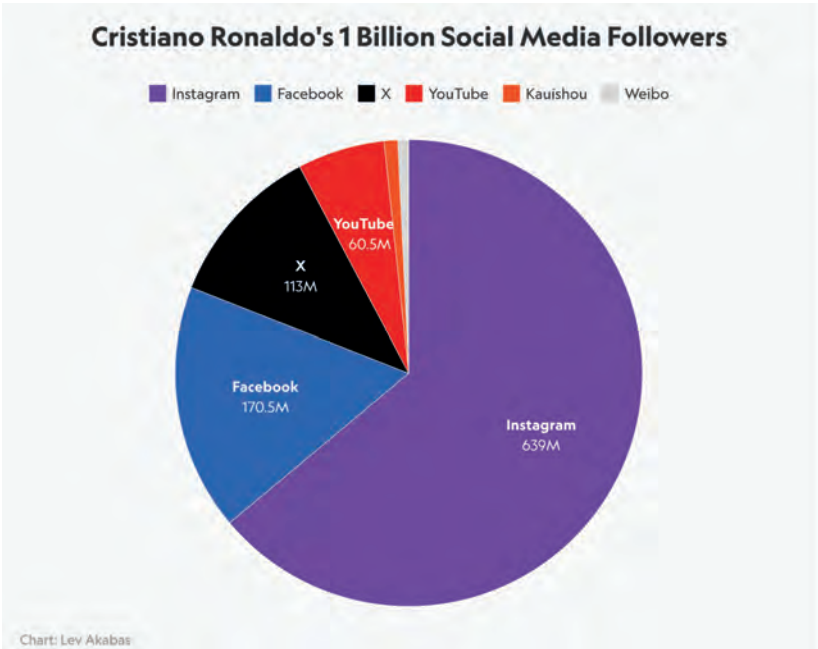
Classifica dei Club con più seguito sui social media



Most Followed Footballers on Instagram

Rank	Player	Followers (millions)
1.	Cristiano Ronaldo	647
2.	Lionel Messi	504
3.	Neymar	227
4.	Kylian Mbappe	122

5.	David Beckham	88
6.	Ronaldinho	76
7.	Karim Benzema	76
8.	Marcelo	67
9.	Zlatan Ibrahimovic	64
10.	Sergio Ramos	64
11.	Mohamed Salah	63
12.	Paul Pogba	61
13.	Paulo Dybala	58
14.	Gareth Bale	53
15.	James Rodriguez	53
16.	Vinicius Junior	52
17.	Toni Kroos	49
18.	Luis Suarez	48
19.	Andres Iniesta	43
20.	Antoine Griezmann	41



4. *Strategie commerciali e utilizzo della tecnologia per incrementare i ricavi commerciali*

In un mercato globale e sempre connesso, la tecnologia fornisce nuove opportunità di crescere i ricavi attraverso la Segmentazione del mercato (Pubblicità Virtuale), la creazione di nuova inventory di spazi pubblicitari, una comunicazione più efficace e diretta con il fan, la possibilità di creare nuove collezioni digitale (NFT collectables) e il recente sviluppo di AI porta nuovi utilizzi mirati a migliorare i servizi, i contenuti e l'interattività con i tifosi.

Pubblicità Virtuale

Uno degli strumenti emersi negli ultimi anni che ha permesso l'incremento dei ricavi pubblicitari è la Virtual Advertising. Negli ultimi anni sono emerse società come Supponor o Sponix specializzate nel fornire la tecnologia che può sostituire in tempo reale i brands che appaiono nel segnale televisivo del paese di origine con altri marchi per ogni regione o addirittura singolo paese. Questo significa che i tifosi ("viewers") in ogni singola regione avranno dei brand locali moltiplicando quindi i ricavi per i Rights holders (clubs o league) e ottimizzando la vendita degli spazi

Esempio di pubblicità virtuale il cui software funziona in tempo reale su cloud utilizzando AI



Esempi di inventory Serie A disponibili per clienti su feeds: Asia Pacific, Middle East, Africa, Eastern Europe, Western Europe, North America, South America

SERIE A | VIRTUAL ADVERTISING FORMATS



ROW 1 & ROW 2
(always available)

Minutes available during the MATCH or during the HALF BREAK

◀◀◀◀

SERIE A | VIRTUAL ADVERTISING FORMATS

ROW 1
(always available)

Minutes available during the MATCH or during the HALF BREAK

+

CIRCLE CENTER
(subject to broadcaster)

Minutes available PRE-MATCH & HALF TIMEBREAK

▶▶▶▶



N.B. The images shown are for illustration purposes only

SERIE A | VIRTUAL ADVERTISING FORMATS



N.2 CAM CARPETS
(subject to the club and excluding betting brands)

Minutes available only during the MATCH

◀◀◀◀

L'agenzia Virtually commercializza i format descritti per il campionato di Serie A (14 squadre) vendendo a brands internazionali e sostituendo brand presenti negli stadi Italiani e destinati al pubblico italiano

Secondo una ricerca di MarketsandMarkets, il mercato globale della pubblicità virtuale dovrebbe crescere da 12,9 miliardi di dollari nel 2021 a 31,1 miliardi di dollari entro il 2026.

Pubblicità regionalizzata nella lingua locale

Una delle capacità di generazione di reddito più significative della produzione virtuale e della pubblicità è la capacità di offrire pubblicità regionalizzata nella lingua locale. Questo può supportare le molteplici lingue offerte nei commenti, assicurando che gli spettatori siano coinvolti e che il messaggio sia consegnato in modo efficace. Offrendo pubblicità regionalizzata, le organizzazioni sportive possono attirare più sponsor che cercano di rivolgersi a mercati specifici, aumentando il flusso di entrate.

Miglioramento visivo con AR (Realtà aumentata)

Un altro vantaggio significativo della produzione e della pubblicità virtuale è il modo in cui migliora l'esperienza visiva. La realtà aumentata (AR) aiuta a creare un'esperienza coinvolgente e coinvolgente per gli spettatori, essenziale nel panorama digitale in rapida evoluzione di oggi. Catturare il bulbo oculare e la metrica con cui gli inserzionisti valutano un prodotto prima di sponsorizzarlo è fondamentale. L'AR offre un coinvolgimento e un'interattività eccezionali, facendo sentire gli spettatori parte dell'azione. Questo crea una connessione più stretta tra i fan e lo sport, massimizzando l'impatto della pubblicità.

Con l'avvento dell'IA, le soluzioni di produzione virtuale e pubblicità stanno diventando più accessibili e veloci da installare. Il software sta sostituendo l'hardware e il cloud ha sostituito on-premise. Il numero di fornitori di soluzioni sta aumentando rapidamente e si prevede che la domanda per i loro servizi crescerà in modo significativo.

La produzione virtuale e la pubblicità stanno diventando componenti critiche dell'industria sportiva. Offrono una serie di vantaggi, tra cui pubblicità regionalizzata, esperienza visiva potenziata da AR e si-

gnificative capacità di generazione di entrate. Con i progressi nell'IA, la produzione virtuale e la pubblicità stanno diventando più accessibili e il numero di fornitori di soluzioni sta aumentando rapidamente.

4.2 Data driven advertising – one to one marketing

La nuova frontiera è l'integrazione di software AD Tech utilizzati per la pubblicità programmatica basata su singolo IP e profilo dell'individuo con la pubblicità virtuale. Il prossimo step sarà di personalizzare la pubblicità ed i messaggi durante l'evento Live ad ogni cluster che rappresenta un spegnimento di pubblico specifici (da definirsi in base a età, luogo di fruizione, preferenze sportive, preferenze e esperienze di acquisti, etc)

Oltre al Live anche la fruizione di Highlights e video on demand, in forte crescita, può essere "virtualizzata" e di conseguenza cambiare gli asset pubblicitari in base al paese e/o profilo degli utenti.

a) Interactive Advertising and e commerce

QUALCHE RIFLESSIONE SUL BINOMIO FINTECH - SPORT

SOMMARIO: 1 Gli effetti della digitalizzazione del settore sportivo 2. Il Fintech e le sue declinazioni nello sport 2.1 Dalle Piattaforme di pagamento smart ai bond digitali 2.2. Un focus su alcuni casi interessanti 3. L'Intelligenza Artificiale e il Fintech nello sport 4. La Tokenizzazione degli Asset sportivi 4.1. Sfide e limiti della Tokenizzazione nello sport 5. Qualche considerazione conclusiva

1. Gli effetti della digitalizzazione del settore sportivo

La digitalizzazione sta cambiando il modo in cui le società sportive interagiscono con i tifosi e gestiscono le loro operazioni finanziarie. Molti club hanno adottato piattaforme fintech per migliorare la gestione delle transazioni economiche, riducendo i costi di intermediazione e aumentando l'efficienza. Grazie all'uso di big data e intelligenza artificiale, è ora possibile analizzare il comportamento dei tifosi, personalizzare l'offerta di contenuti e migliorare l'engagement attraverso strategie di marketing data-driven.

Negli ultimi anni, il settore del fintech ha rivoluzionato molteplici industrie, incluso lo sport. L'adozione di tecnologie finanziarie avanzate ha permesso di sviluppare nuovi modelli di business, migliorare l'esperienza dei tifosi e creare nuove opportunità economiche per club, atleti e investitori. Il fintech applicato allo sport consente la digitalizzazione dei pagamenti, la creazione di nuove forme di investimento e il miglioramento della gestione finanziaria delle società sportive.

Il fintech sta ridefinendo il settore sportivo, rendendo più accessibili e trasparenti molte attività economiche che coinvolgono club, atleti e tifosi. Le innovazioni finanziarie hanno permesso di migliorare i flussi di cassa, semplificare i contratti e fornire strumenti avanzati per la gestione degli investimenti.

Il fintech sportivo si sviluppa all'interno di un quadro normativo complesso che include regolamentazioni europee e nazionali. Il regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets), il GDPR per la gestione dei

dati personali e le normative AML (Anti Money Laundering) rappresentano le principali disposizioni da rispettare. Inoltre, le autorità di vigilanza finanziaria stanno monitorando attentamente l'evoluzione delle criptovalute e dei token digitali per garantire la trasparenza e la sicurezza delle transazioni.

2. Il Fintech e le sue declinazioni nello sport

Il settore del fintech ha avuto un impatto rivoluzionario su molte industrie, e lo sport non fa eccezione. L'integrazione delle tecnologie finanziarie con il mondo dello sport ha permesso di sviluppare nuovi modelli di business, offrire esperienze più personalizzate ai tifosi e migliorare l'efficienza della gestione economica di club e federazioni sportive. Grazie alle innovazioni fintech, oggi i club possono esplorare nuove opportunità di monetizzazione e ottimizzazione delle risorse.

Negli ultimi anni, il fintech è diventato un elemento chiave nella gestione sportiva. Se si vuole avere una prima idea di questa sinergia tra le principali aree di intervento si possono menzionare le seguenti:

- Pagamenti digitali e cashless: basti pensare in questo senso all'adozione da parte di molti stadi di sistemi di pagamento digitali per eliminare l'uso del contante e velocizzare le transazioni.
- Crowdfunding sportivo: particolarmente interessante in quest'ambito appare la possibilità per le piattaforme di finanziamento collettivo di permettere a squadre e atleti di raccogliere fondi direttamente dai tifosi.
- Criptovalute e token: le squadre stanno sperimentando fan token e criptovalute per coinvolgere i tifosi e generare nuove fonti di entrata.

Blockchain: l'uso della blockchain consente una gestione sicura e verificabile dei contratti sportivi, dei biglietti e degli asset digitali.

2.1. Dalle Piattaforme di pagamento smart ai bond digitali

In questa sede può essere utile richiamare più nel dettaglio alcune delle implicazioni più interessanti del fintech nello sport a partire dai pagamenti digitali. L'introduzione di sistemi contactless e wallet digitali ha rivoluzionato l'esperienza nei grandi eventi sportivi, riducendo i

tempi di attesa e migliorando la sicurezza delle transazioni. Alcuni esempi includono:

- i pagamenti cashless negli stadi: molte squadre hanno implementato soluzioni di pagamento digitali per eliminare il contante e velocizzare gli acquisti nei punti vendita.
- La tokenizzazione dei biglietti: alcuni club utilizzano la blockchain per rendere i biglietti digitali unici e non falsificabili.
- I programmi di fidelizzazione digitali: wallet basati su blockchain permettono ai tifosi di accumulare punti e riscattarli per esperienze esclusive.
- Il Crowdfunding per il Finanziamento delle Squadre e delle Infrastrutture: Il crowdfunding si è rivelato uno strumento efficace per finanziare progetti sportivi. Piattaforme dedicate consentono ai tifosi di contribuire economicamente alla crescita del loro club preferito, partecipando direttamente a iniziative come la costruzione di nuovi impianti sportivi o il supporto a giovani talenti. Alcuni esempi di successo includono: le raccolte fondi per lo sviluppo del settore giovanile nelle quali alcuni club offrono ai tifosi la possibilità di sostenere programmi di formazione per giovani calciatori.
- l'emissione di bond digitali: società sportive stanno esplorando l'uso della blockchain per emettere obbligazioni digitali destinate al finanziamento delle infrastrutture.

2.2. *Un focus su alcuni casi interessanti*

- NBA e Blockchain: La National Basketball Association ha implementato la blockchain per la vendita e lo scambio di oggetti da collezione digitali tramite la piattaforma NBA Top Shot. Questa tecnologia ha permesso ai tifosi di acquistare e scambiare momenti video esclusivi delle partite, creando un mercato digitale innovativo. NBA Top Shot è diventata una delle più grandi piattaforme di trading di NFT sportivi, generando milioni di dollari in transazioni.
- UEFA e Pagamenti Digitali: La UEFA ha adottato soluzioni di pagamento digitale nei suoi eventi, migliorando l'esperienza degli spettatori. L'introduzione di sistemi di pagamento cashless ha ridotto i tempi di attesa e aumentato la sicurezza delle tran-

sazioni, con collaborazioni con aziende come Alipay e Mastercard.

- Manchester City e Smart Contracts: Il club inglese ha sperimentato l'uso di smart contracts per la gestione degli accordi commerciali con sponsor e partner, automatizzando i pagamenti e riducendo i rischi di errore. L'integrazione con la blockchain ha permesso di semplificare la gestione amministrativa e rendere trasparenti le transazioni finanziarie.

NBA Top Shot, lanciata dalla società Dapper Labs, utilizza la blockchain di Flow per garantire autenticità e proprietà esclusiva agli NFT che rappresentano momenti salienti delle partite. Ogni 'momento' digitale è coniato su blockchain, registrando proprietà e transazioni in modo immutabile. Questo ha trasformato il concetto di memorabilia sportiva, eliminando i problemi legati alle falsificazioni e creando un mercato globale, accessibile e scalabile.

Dal 2020, NBA Top Shot ha registrato oltre 1 miliardo di dollari in vendite, con singoli NFT venduti per centinaia di migliaia di dollari. La piattaforma sfrutta contratti intelligenti per facilitare il trading e garantire royalties ai creatori di contenuti originali. Questo modello ha dimostrato il potenziale degli asset digitali nello sport, spingendo altre leghe come la NFL e la MLB a esplorare strategie simili. Nonostante il mercato NFT abbia vissuto alti e bassi, la blockchain continua a essere un'opzione valida per innovare il settore del collezionismo sportivo digitale.

3. *L'Intelligenza Artificiale e il Fintech nello sport*

L'intelligenza artificiale (AI) sta avendo un impatto significativo sulla gestione finanziaria dei club sportivi. Attraverso algoritmi avanzati, le società possono:

- Analizzare i dati delle transazioni: per ottimizzare i prezzi dei biglietti e dei prodotti venduti.
Predire le tendenze di mercato: e valutare il potenziale economico di un atleta prima di un trasferimento.
- Ottimizzare la gestione finanziaria: riducendo i costi operativi grazie all'automazione dei processi contabili.

L'innovazione fintech sta ridefinendo le strategie economiche del settore sportivo, offrendo nuove opportunità per club, atleti e tifosi. Il futuro vedrà un'integrazione sempre maggiore tra tecnologie emergenti come blockchain, AI e big data, rendendo il settore ancora più dinamico e accessibile.

L'innovazione finanziaria sta trasformando lo sport attraverso soluzioni digitali come le piattaforme di pagamento smart, il crowdfunding per il finanziamento di squadre e infrastrutture, e la gestione avanzata dei diritti d'immagine tramite blockchain. L'uso della tecnologia consente ai tifosi di effettuare pagamenti senza contatto negli stadi, acquistare biglietti digitali e investire direttamente nei club sportivi.

4. La Tokenizzazione degli Asset Sportivi

La tokenizzazione degli asset sportivi rappresenta una delle innovazioni più interessanti nell'ambito del fintech applicato allo sport. Questa tecnologia permette di suddividere la proprietà di asset fisici e digitali in unità più piccole, chiamate token, che possono essere scambiati e detenuti da investitori o tifosi. L'obiettivo principale è democratizzare l'accesso agli investimenti sportivi, offrendo nuove opportunità di finanziamento per club, atleti e infrastrutture.

I principali benefici della Tokenizzazione nello Sport possono essere individuati in:

- Accesso agli investimenti: i tifosi e gli investitori possono acquistare quote di asset sportivi senza dover possedere grandi capitali
- Liquidità aumentata: asset che tradizionalmente sono illiquidi, come quote di un club o diritti su un giocatore, possono essere scambiati facilmente in un mercato secondario.
- Trasparenza e sicurezza: la tecnologia blockchain garantisce che tutte le transazioni siano tracciabili, immutabili e sicure.
- Riduzione dei costi di intermediazione: l'uso degli smart contracts elimina la necessità di intermediari nelle transazioni finanziarie e contrattuali.

Tra gli esempi di Asset Sportivi Tokenizzati si possono ricordare:

- Quote di club sportivi: alcuni club, come il FC Barcelona e la

Juventus, hanno sperimentato la vendita di quote digitali per coinvolgere i tifosi e raccogliere fondi.

- Diritti economici dei calciatori: la possibilità di acquistare token che rappresentano una quota degli introiti di un giocatore è un concetto rivoluzionario, anche se ancora soggetto a regolamentazione.
- Strutture sportive e stadi: attraverso la tokenizzazione, le società possono raccogliere capitali per costruire o rinnovare impianti sportivi, permettendo agli investitori di partecipare ai profitti generati dagli eventi ospitati.
- NFT e merchandising digitale: i club stanno sfruttando gli NFT per creare collezionabili digitali esclusivi, aumentando il coinvolgimento dei tifosi e generando nuove entrate.

4.1. Sfide e limiti della Tokenizzazione nello Sport

Nonostante i numerosi benefici, la tokenizzazione degli asset sportivi presenta anche diverse sfide:

- Regolamentazione e compliance: la mancanza di normative chiare sulla tokenizzazione degli asset sportivi può creare problemi di legalità e trasparenza.
- Volatilità del mercato: i fan token e gli asset digitali sportivi possono subire forti oscillazioni di prezzo, rendendo gli investimenti rischiosi.
- Protezione degli investitori: è fondamentale garantire che i piccoli investitori non siano esposti a truffe o manipolazioni di mercato.
- Accettazione da parte dei club e delle leghe: non tutti gli attori del settore sportivo sono pronti ad adottare questo modello di finanziamento, per timore di perdere il controllo sugli asset tradizionali.

Il futuro della tokenizzazione nello sport dipenderà dalla capacità delle istituzioni di regolamentare il settore in modo efficace, garantendo sicurezza agli investitori e stabilità ai club. Con l'adozione di regolamenti chiari e una maggiore accettazione da parte delle squadre, la tokenizzazione potrebbe diventare un elemento chiave nel finanziamento dello sport a livello globale.

Uno degli sviluppi più rivoluzionari nel fintech applicato allo sport è la tokenizzazione. Attraverso la tecnologia blockchain, i club possono frazionare la proprietà di asset sportivi come giocatori, stadi e merchandising, permettendo agli investitori di acquistare token che rappresentano una quota di questi asset. Questo modello non solo facilita il finanziamento, ma democratizza anche l'accesso agli investimenti sportivi.

Tra i casi studio in quest'ambito si possono ricordare:

- Paris Saint-Germain Fan Token: Il club francese ha introdotto token digitali che offrono ai tifosi vantaggi esclusivi, come il diritto di voto su decisioni del club e l'accesso a esperienze VIP. I token sono stati acquistati da migliaia di tifosi in tutto il mondo, generando milioni di euro per il club.
- AS Roma e Blockchain: La società calcistica italiana ha adottato la blockchain per la gestione dei biglietti digitali, riducendo le frodi e migliorando l'accessibilità ai tifosi. Il sistema ha permesso di tracciare le transazioni in modo sicuro e garantire l'autenticità dei biglietti.
- Tokenizzazione del Contratto di un Calciatore: Alcuni club stanno sperimentando la vendita di quote di diritti economici di calciatori tramite token, consentendo ai tifosi di partecipare agli introiti derivanti dalle performance del giocatore. Questo modello innovativo potrebbe cambiare il modo in cui i trasferimenti dei giocatori vengono finanziati.

Il Paris Saint-Germain (PSG) è stato uno dei primi club calcistici ad adottare i fan token, collaborando con la piattaforma Socios.com per emettere token digitali basati su blockchain. Questi token permettono ai tifosi di partecipare attivamente alla vita del club, consentendo loro di votare su alcune decisioni (come il design delle maglie o gli slogan dello stadio) e di accedere a esperienze esclusive.

L'iniziativa ha generato milioni di euro per il club e ha aumentato il coinvolgimento dei tifosi a livello globale. In particolare, il valore dei fan token è aumentato in occasione di eventi chiave, come il trasferimento di Lionel Messi al PSG, dimostrando che i fan token possono anche essere visti come asset speculativi.

Questa innovazione offre nuove opportunità di monetizzazione per le società sportive, permettendo loro di creare flussi di entrate aggiun-

tivi senza dipendere esclusivamente dagli sponsor tradizionali o dai diritti TV. Inoltre, la blockchain garantisce trasparenza e sicurezza, riducendo il rischio di frodi nelle transazioni digitali.

Il fintech sportivo continua a evolversi rapidamente, introducendo nuove tecnologie che trasformano la gestione finanziaria dei club, le opportunità di investimento per i tifosi e l'efficienza dei processi amministrativi. Le applicazioni della blockchain e degli smart contracts stanno rendendo le operazioni più trasparenti, sicure e scalabili, aprendo nuove possibilità di monetizzazione per il settore sportivo.

5. Qualche considerazione conclusiva

Negli ultimi anni, l'integrazione del fintech nel settore sportivo ha trasformato radicalmente il modo in cui club, atleti e tifosi interagiscono con il mondo dello sport. Tecnologie come la blockchain, gli smart contracts, i fan token e le soluzioni di pagamento digitali hanno aperto nuove opportunità di crescita e monetizzazione, migliorando al contempo la sicurezza e la trasparenza delle transazioni.

L'adozione della tokenizzazione degli asset sportivi rappresenta una delle innovazioni più significative, consentendo ai tifosi e agli investitori di partecipare attivamente alla gestione economica delle squadre. Tuttavia, sfide regolamentari e di mercato rimangono ancora da affrontare, specialmente per quanto riguarda la protezione degli investitori e la gestione dei rischi finanziari.

L'espansione del fintech nello sport non è solo una rivoluzione tecnologica, ma anche un cambiamento culturale che ridefinisce il concetto di coinvolgimento del tifoso e il modello di business dei club. Le soluzioni di pagamento cashless, i programmi di fidelizzazione digitali e il crowdfunding sportivo hanno creato nuove modalità di interazione e finanziamento, rendendo lo sport più accessibile e innovativo.

Guardando al futuro, è probabile che l'integrazione tra fintech e sport diventi ancora più profonda, con l'introduzione di nuove tecnologie come l'intelligenza artificiale e la realtà aumentata per migliorare ulteriormente l'esperienza degli utenti e la gestione delle operazioni economiche. Sarà fondamentale, però, stabilire un quadro normativo chiaro e proteggere gli attori coinvolti da potenziali rischi legati alla volatilità del mercato e alle frodi digitali.

In conclusione, il fintech ha il potenziale per ridefinire il mondo

dello sport in modi mai visti prima. Se ben regolamentata e gestita, questa trasformazione potrebbe portare a una maggiore democratizzazione degli investimenti sportivi e a un'esperienza più coinvolgente per tutti gli appassionati.

Bibliografia e Fonti

- 1) Regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets) - European Commission, 2023
- 2) AML Guidelines - Financial Action Task Force (FATF), 2022
- 3) Caso Sorare e NFT nello Sport** - Financial Times, 2024.
- 4) Innovazioni di Sellalab** - Report Sellalab, 2023.
- 5) Smart Contracts nel Calcio** - Journal of Sports Economics, 2023.
- 6) UEFA Digital Transformation** - UEFA Official Reports, 2022.
- 7) NBA e NFT* - Business Insider, 2024.
- 8) L'adozione della Blockchain nello Sport- Harvard Business Review, 2023.

SEZIONE II

NUOVE DINAMICHE DI MERCATO TRA FINANZA DIGITALE E INTELLIGENZA ARTIFICIALE

MICHELE NOVELLI

L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE ED IL FINTECH TRA OTTIMIZZAZIONE DELLE PRESTAZIONI CALCISTICHE, ACCESSO AI SERVIZI FINANZIARI E RISCHI

Sommario: 1. L'uso dell'intelligenza artificiale nel calcio ed il monitoraggio delle prestazioni dei giocatori. – 1.1. Gli arbitri e le tecnologie di supporto. – 2. La gestione degli eventi e l'esperienza dei tifosi. – 2.1. L'accesso ai servizi finanziari e l'esempio di Onefootball. – 3. Nuovi modelli di ownership delle squadre di calcio tra proprietà collettiva e sostenibilità. – 4. La governance nel calcio: sfide e opportunità. – 4.1. I rischi legati all'Intelligenza Artificiale

1. *L'uso dell'intelligenza artificiale nel calcio ed il monitoraggio delle prestazioni dei giocatori*

Negli ultimi anni, l'intelligenza artificiale (ia) ha iniziato a permeare il mondo del calcio, trasformando radicalmente il modo in cui il gioco viene praticato e gestito. l'adozione di queste tecnologie avanzate ha portato a miglioramenti significativi in vari aspetti del calcio, dall'allenamento alla gestione delle partite, fino all'interazione con i tifosi. la crescente applicazione dell'ia non solo ha ottimizzato le prestazioni sul campo, ma ha anche rivoluzionato l'intero ecosistema del calcio, creando nuove opportunità per le squadre e i tifosi.

Uno degli usi più rilevanti dell'ia nel calcio è nel monitoraggio delle prestazioni dei giocatori. attraverso sensori, indumenti connessi e sistemi di tracciamento, le squadre possono raccogliere dati dettagliati sulla condizione fisica e mentale degli atleti. questi dati vengono utilizzati per:

- prevenzione degli infortuni: grazie all'analisi predittiva, le squadre possono identificare i segnali di affaticamento o stress, intervenendo prima che si verifichino infortuni gravi. questo approccio non solo migliora la salute degli atleti, ma riduce anche i costi associati ai recuperi prolungati.
- analisi delle prestazioni: l'ia consente di analizzare i punti di forza e di debolezza dei singoli giocatori, permettendo agli allenatori di adattare le strategie di gioco e migliorare le perfor-

mance. le statistiche dettagliate possono anche influenzare le decisioni tattiche durante le partite.

- programmi di allenamento personalizzati: le informazioni raccolte possono essere utilizzate per creare programmi di allenamento e piani nutrizionali su misura, ottimizzando le prestazioni individuali. questo approccio personalizzato è particolarmente efficace nel massimizzare il potenziale di ogni atleta.
- selezione della squadra: l'analisi dei dati storici e delle condizioni attuali dei giocatori può supportare i manager nelle decisioni su acquisti, cessioni e strategie di gioco. strumenti ia possono fornire previsioni più accurate sul rendimento futuro dei giocatori, facilitando scelte più informate.

1.1. *Gli arbitri e le tecnologie di supporto*

la tecnologia ia ha già trovato applicazione anche nel settore della direzione di gara. sistemi come il video assistant referee (var) e la tecnologia di goal-line hanno reso le decisioni arbitrali più precise, contribuendo a una maggiore equità durante le partite. queste innovazioni sono fondamentali per mantenere l'integrità del gioco e garantire che le decisioni cruciali siano basate su dati oggettivi. l'uso dell'ia ha ridotto notevolmente il numero di errori arbitrali, aumentando la fiducia dei tifosi nei processi decisionali.

Inoltre, l'uso di sistemi di riconoscimento facciale e analisi video aiuta a monitorare comportamenti scorretti e a migliorare la sicurezza negli stadi, creando un ambiente di gioco più giusto e controllato. con l'ausilio dell'ia, gli arbitri possono avere accesso a informazioni in tempo reale, migliorando la qualità delle decisioni e garantendo una gestione più equa del gioco.

2. *La gestione degli eventi, l'esperienza dei tifosi e le nuove opportunità di monetizzazione*

L'ia gioca un ruolo chiave nella gestione degli eventi calcistici e nella creazione di esperienze coinvolgenti per i tifosi. le tecnologie ia possono prevedere l'affluenza dei tifosi, migliorare la sicurezza negli stadi mediante riconoscimento facciale e analisi del movimento, e offrire analisi in tempo reale durante le partite.

- previsione dell'affluenza: utilizzando algoritmi predittivi, le squadre possono pianificare meglio le risorse necessarie, migliorando l'efficienza e l'esperienza dei tifosi. le previsioni accurate consentono di gestire al meglio il personale e le strutture, riducendo i tempi di attesa e ottimizzando il servizio.
- analisi della sicurezza: il riconoscimento facciale e l'analisi dei comportamenti possono contribuire a prevenire situazioni di rischio, garantendo un ambiente più sicuro per tutti. questo non solo migliora l'esperienza dei tifosi, ma riduce anche la responsabilità legale delle organizzazioni.
- interazione con i tifosi: attraverso chatbots e assistenti virtuali, le squadre possono migliorare l'interazione con i tifosi, fornendo informazioni in tempo reale e rispondendo a domande frequenti. questi strumenti possono anche raccogliere feedback e suggerimenti dai tifosi, contribuendo a migliorare continuamente i servizi offerti.

Un altro aspetto innovativo che sta emergendo nel mondo del calcio è l'integrazione delle tecnologie finanziarie, note come fintech. queste tecnologie stanno rivoluzionando il modo in cui le squadre gestiscono le loro finanze e interagiscono con i tifosi, creando nuove opportunità di monetizzazione e migliorando l'accesso ai servizi finanziari.

Le squadre di calcio stanno adottando soluzioni fintech per diversificare le loro fonti di reddito. piattaforme di pagamento digitale e criptovalute stanno diventando sempre più comuni, permettendo ai tifosi di acquistare biglietti, merchandise e abbonamenti in modo semplice e veloce. inoltre, l'uso di token e nft (non-fungible tokens) offre nuove opportunità per i club di monetizzare il loro marchio e creare prodotti esclusivi per i fan.

Le tecnologie fintech permettono anche una gestione più efficiente delle finanze delle squadre. strumenti di analisi predittiva possono aiutare a ottimizzare il budget, gestire i flussi di cassa e prevedere le entrate future. questo non solo migliora la sostenibilità economica delle squadre, ma consente anche di investire in nuove tecnologie e giocatori, contribuendo al successo sportivo.

2.1. L'accesso ai servizi finanziari e l'esempio di Onefootball

Le soluzioni fintech possono anche migliorare l'accesso ai servizi finanziari per i tifosi e gli atleti. attraverso piattaforme di microfinanzia-

mento e prestiti peer-to-peer, i tifosi possono sostenere i loro club preferiti, mentre gli atleti possono accedere a prestiti e opportunità di investimento in modo più agevole. questo approccio democratizza l'accesso alle risorse finanziarie, creando un legame più forte tra i club e le loro comunità.

Un esempio significativo di come l'ia e le tecnologie fintech possono interagire nel calcio è rappresentato da Onefootball, un'app di notizie e contenuti calcistici che ha guadagnato popolarità tra i tifosi di tutto il mondo. Onefootball non solo offre aggiornamenti in tempo reale sulle partite, ma integra anche tecnologie avanzate per migliorare l'esperienza degli utenti.

Onefootball utilizza algoritmi di ia per personalizzare l'esperienza degli utenti, fornendo contenuti su misura in base alle preferenze individuali. gli utenti possono seguire le squadre e i giocatori preferiti, ricevendo notifiche e aggiornamenti specifici. questa personalizzazione contribuisce a mantenere alto l'interesse e l'engagement dei tifosi.

Inoltre, onefootball ha iniziato a esplorare opportunità nel settore fintech, offrendo funzionalità che consentono ai tifosi di acquistare biglietti, merchandise e persino abbonamenti direttamente attraverso l'app. questa integrazione semplifica il processo di acquisto e migliora l'accesso ai servizi, rendendo più facile per i tifosi supportare le loro squadre preferite. Onefootball non si limita a fornire notizie e aggiornamenti; crea anche una community attiva di tifosi. attraverso la piattaforma, gli utenti possono interagire tra loro, condividere opinioni e partecipare a discussioni. questo approccio contribuisce a costruire un senso di appartenenza tra i tifosi e le loro squadre, facendo sentire ogni appassionato parte integrante del mondo del calcio.

3. Nuovi modelli di ownership delle squadre di calcio tra proprietà collettiva e sostenibilità

il panorama del calcio sta vivendo una trasformazione anche nei modelli di proprietà delle squadre. mentre storicamente le squadre erano spesso possedute da individui o famiglie, oggi assistiamo a un aumento di modelli più diversificati, inclusi investimenti da parte di fondi di investimento e consorzi. questi nuovi modelli di ownership possono influenzare profondamente la governance delle squadre.

L'ingresso di investitori stranieri, spesso motivati da profitti finan-

ziari più che da passione sportiva, solleva preoccupazioni riguardo alla sostenibilità a lungo termine delle squadre. questi investitori possono implementare strategie aggressive per massimizzare i profitti, talvolta a scapito del benessere dei giocatori e della cultura del club. la volatilità degli investimenti esterni può portare a cambiamenti rapidi nella gestione e nella filosofia del club, creando incertezze per i tifosi e gli atleti.

In questo contesto, l'ia può giocare un ruolo cruciale nel supportare i nuovi modelli di ownership. strumenti basati su ia possono analizzare le performance finanziarie e sportive, fornendo dati utili per le decisioni strategiche. inoltre, l'ia può facilitare la comunicazione tra i diversi stakeholder, assicurando che le voci dei tifosi e degli atleti siano ascoltate nel processo decisionale. la trasparenza dei dati e delle decisioni può essere migliorata attraverso piattaforme digitali che utilizzano l'ia per condividere informazioni in modo chiaro e accessibile.

4. La governance nel calcio: sfide e opportunità

Se da un lato l'ia offre opportunità significative per migliorare le prestazioni e l'esperienza nel calcio, dall'altro presenta sfide importanti per la governance del settore. la democratizzazione della governance nel calcio è essenziale per garantire che gli interessi degli atleti e dei tifosi siano adeguatamente rappresentati.

Tradizionalmente, nel calcio, le decisioni sono state dominate da dirigenti e allenatori, spesso a scapito del benessere degli atleti. è cruciale che gli atleti abbiano voce in capitolo nelle decisioni che li riguardano. l'ia potrebbe svolgere un ruolo positivo in questo contesto, facilitando processi decisionali più inclusivi e trasparenti. sistemi ia progettati per informare gli atleti sulle questioni chiave e per raccogliere feedback possono migliorare la qualità delle decisioni.

- comitati e commissioni di atleti: le commissioni di atleti sono una forma di rappresentanza importante all'interno delle organizzazioni calcistiche. questi gruppi possono utilizzare strumenti basati su ia per raccogliere e analizzare le opinioni degli atleti, garantendo che le loro voci siano ascoltate nel processo decisionale.
- sindacati e advocacy: i sindacati degli atleti stanno guadagnando importanza grazie alla loro indipendenza. utilizzando l'ia, possono raccogliere dati e feedback per supportare le loro ri-

chieste e difendere i diritti degli atleti. attraverso l'analisi dei dati, possono anche identificare trend e problematiche comuni, influenzando le politiche sportive a livello nazionale e internazionale.

4.1. *I rischi legati all'IA*

L'uso dell'ia non è privo di rischi. la raccolta e l'analisi dei dati personali degli atleti possono compromettere la loro privacy e autonomia. è fondamentale stabilire un quadro etico e legale che protegga i diritti degli atleti e garantisca la trasparenza nell'uso dei dati. senza tali misure, il calcio potrebbe correre il rischio di trasformarsi in un ambiente dominato da algoritmi e decisioni automatizzate, a scapito della voce umana.

- sicurezza dei dati: è essenziale che le organizzazioni calcistiche adottino misure rigorose per proteggere i dati sensibili degli atleti, inclusi quelli relativi alla salute e al rendimento. la violazione di tali dati può avere conseguenze devastanti per la carriera e il benessere degli atleti.
- bias nei dati: le tecnologie ia spesso si basano su set di dati che possono essere distorti o parziali. è necessario garantire che i modelli di ia siano sviluppati in modo equo, tenendo conto della diversità degli atleti e delle loro esperienze. la formazione di modelli inclusivi e rappresentativi è fondamentale per evitare discriminazioni e garantire che tutte le voci siano ascoltate.

Particolare attenzione deve essere riservata ai giovani atleti, spesso più vulnerabili all'impatto delle tecnologie ia. la pressione per conformarsi a standard elevati, basati su dati raccolti da atleti di élite, può portare a problemi di salute mentale e fisica. le leghe e le associazioni calcistiche devono garantire che i dati utilizzati per sviluppare algoritmi rispettino le esigenze specifiche dei giovani atleti, promuovendo un ambiente di crescita sano. è cruciale educare i giovani atleti sull'uso responsabile dei dati e sulle implicazioni delle tecnologie ia nel loro sviluppo.

L'intelligenza artificiale ha il potenziale per trasformare il calcio in modi significativi, migliorando le prestazioni e l'esperienza dei tifosi. tuttavia, la governance del settore deve affrontare sfide cruciali per garantire che gli interessi degli atleti siano protetti e che le decisioni siano

giuste e trasparenti. solo attraverso un approccio etico e inclusivo, l'ia potrà contribuire a costruire un futuro in cui il calcio sia non solo uno sport di eccellenza, ma anche un esempio di buona governance e rispetto dei diritti degli atleti. la sfida per il futuro sarà quella di bilanciare l'innovazione tecnologica con la protezione dei diritti e del benessere degli atleti, assicurando che il calcio rimanga uno sport accessibile e giusto per tutti, dove ogni voce conta e ogni atleta può esprimere il proprio potenziale.

PIERFILIPPO CAPELLO

LE NUOVE FRONTIERE DELL'ECONOMIA DIGITALE
NELLO SPORT TRA OPPORTUNITÀ E RISCHI.
IL CASO FOOTBALL SPORT E LE NUOVE PROSPETTIVE

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Le Nuove Tecnologie: Token, Blockchain e Cryptovalute. – 3. Il Caso Football Index: Un'Analisi del Fallimento. – 4. L'Impatto delle Tecnologie nel Mondo dello Sport. – 5. Le opportunità nel calcio: tokenizzazione e Fan Token. – 6. Rischi e Criticità: Lezioni dal Caso Football Index. – 7. Casi di successo e progetti innovativi nel calcio. – 8. Aspetti normativi e sicurezza

1. *Introduzione*

In questo lavoro si prenderà in esame il rapporto tra tecnologia e sport, con la prospettiva delle possibili opportunità economiche e finanziarie che le nuove tecnologie mettono oggi a disposizione. Pertanto, in questo scritto il riferimento allo “*sport*” sarà limitato allo sport professionistico con particolare attenzione al contesto europeo. Per i medesimi motivi, i riferimenti fattuali saranno prevalentemente “calcio-centrici”, ma i principi, le analisi e le conclusioni riportate potranno avere cittadinanza, *mutatis mutandis*, anche in contesti sportivi altri rispetto al calcio professionistico.

Nell'ultimo quinquennio, il connubio tra tecnologia e sport ha portato a trasformazioni radicali in termini di modalità di interazione tra club, tifosi e investitori, e tali trasformazioni sono, in ogni caso, solo l'inizio di un ancor più radicale e sostanziale cambiamento che tutti gli analisti prevedono.

In particolare, negli ultimi anni si è potuto vedere come lo sviluppo delle *blockchain*, dei *token* digitali e delle *cryptovalute* abbia superato il perimetro degli “appassionati” di cultura e investimenti digitali, per diventare invece fenomeno di massa, aprendo così nuovi scenari economici e di *governance* e offrendo nuove opportunità di ricavi e sviluppo in tutti i campi, ivi compreso quello dello sport.

Tuttavia, come ha dimostrato in maniera inequivocabile il caso dell'inglese Football Index, le nuove tecnologie e le relative opportuni-

tà di investimento e di ricavo, se non gestite, regolate e tutelate in modo corretto, possono mettere a rischio sia gli investitori sia i – potenziali – beneficiari di tali investimenti.

Il presente studio esamina quindi queste tematiche, mettendo in luce le opportunità e le criticità di tali tecnologie nel contesto del calcio e dello sport in generale.

2. *Le Nuove Tecnologie: Token, Blockchain e Cryptovalute*

Come ormai noto, la *blockchain* consente di gestire in maniera sicura e trasparente ogni transazione avvenuta all'interno di una rete digitale decentralizzata, permettendo così di operare investimenti e transazioni di *asset* digitali anche al *quisque de populo* privo di specifiche competenze, figura che – intuitivamente – è spesso sovrapponibile a quella del tifoso di calcio.

Questo sistema, infatti, permette di ridurre al minimo il rischio di frodi e di conseguenza aumentare la fiducia nelle relative transazioni, caratteristiche che lo rendono particolarmente interessante in ambiti come quello sportivo, nel quale la scelta di “investire”¹ in un particolare *asset* sportivo è dettata in buona parte non da un'analisi approfondita del rapporto costi-rischio-benefici, ma da un elemento che possiamo per ora limitarci a definire come “passione” o “tifo”.

Tra i principali e più comuni *asset* digitali che sfruttano la tecnologia della *blockchain* ci sono i c.d. *token*, che possiamo definire come “unità digitali” che, a loro volta, possono rappresentare diritti, *asset* o altri valori economici: in altre parole, i token sono un “oggetto digitale” che rappresenta un bene giuridicamente rilevante².

In sostanza, il *token* è lo strumento che permette di far interagire in

¹ Il concetto di investimento deve essere qui inteso in maniera molto ampia e a tecnica, avendo come riferimento la semplice decisione di destinare una parte delle proprie capacità economiche ad *asset* specifici.

² Un *token* è “a digital representation of value or rights that is offered and sold for the purpose of: facilitating access to, participation in, or development of a distributed ledger, blockchain, or other digital data structure; raising capital for the development of the network or platform” ([https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-024-0323?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true#:~:text=Also%20sometimes%20referred%20to%20as,or%20other%20digital%20data%20structure,](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-024-0323?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true#:~:text=Also%20sometimes%20referred%20to%20as,or%20other%20digital%20data%20structure,) ultimo accesso 27 marzo 2025).

modo sicuro ed efficace (grazie alla *blockchain*) la realtà fisica e quella digitale. Nello *sport-business*, i *token* possono avere innumerevoli modalità di utilizzo come per esempio l'emissione di titoli virtuali, quali biglietti-premio per partite o eventi, certificare la proprietà di determinati beni fisici come maglie o altri *memorabilia*³, oppure per accedere a sistemi di *fidelity-rewarding*⁴.

Il processo con il quale si collega l'*asset* fisico – o in via più generale un diritto comunque esercitabile – a uno specifico *token* è detto “tokenizzazione”. Oltre alla creazione di un collegamento tra le due realtà – fisica e digitale – la tokenizzazione offre altresì la possibilità di duplicare *asset* tradizionali nel mondo digitale: infatti, nel momento in cui è possibile creare una versione dell'*asset* fisico (o del diritto che su tale *asset* insiste) nel mondo digitale, nulla vieta che tale nuovo *asset* sia oggetto di autonoma e separata gestione e commercializzazione, portando al soggetto che mette sul mercato l'*asset* la possibilità di “duplicare” le relative opportunità finanziarie.

Un altro strumento che si è sviluppato negli ultimi anni grazie alla tecnologia della blockchain e le sue applicazioni è quello che consiste nella creazione delle c.d. “*cryptovalute*” o “*cryptocurrency*”: il nome stesso dello strumento chiarisce in cosa consiste, in quanto si tratta di *currency*, cioè di una “moneta”, che è altresì criptata, cioè resa sicura e inaccessibile⁵. Le *cryptocurrencies* sono originariamente state create

³ A titolo di esempio, per la stagione calcistica 2024/2025 la Lega Serie A ha rinnovato il rapporto con la società che opera nel mondo digital Socios.com: forza di tale accordo, ogni pallone con il quale in un *match* di serie A sia stato segnato un goal è certificato tramite un token (ogni pallone è infatti dotato di un *chip* unico, che permette agli arbitri di utilizzare la c.d. *goal-line technology*) e viene poi messo all'asta da socios.com che è così in grado di certificare all'acquirente che il pallone acquistato è proprio quello con il quale è stato segnato uno specifico goal (<https://www.socios.com/it/sono-tornati-i-palloni-dei-gol-della-serie-a/>, ultimo accesso 27 marzo 2025).

⁴ Si veda la definizione di *utility-tokens*: “*a subset of tokens is 'utility tokens'. These tokens are not designed to be exchanged but serve a specific function, such as granting voting rights to the owner. Utility tokens are sold within sport as 'fan tokens'. Supporters can purchase a token branded and endorsed by the sports property, designed as a vehicle for fans to engage and legitimise their relationship with their club*” (*Sport and blockchain*, TOM BASON *et al.*, 2023, Coventry University, Research center in business society: https://www.researchgate.net/publication/370472936_Sport_and_Blockchain, ultimo accesso 27 marzo 2025).

⁵ Definizione di *cryptocurrency* secondo il Black's Law Dictionary: “*cryptocurrency*

come una alternativa alle monete tradizionali, come avrebbe dichiarato Satoshi Nakamoto, il nome dietro al quale si cela il mai realmente identificato inventore della prima moneta digitale, il Bitcoin⁶, e consistono in *asset* digitali fungibili, realizzati tramite algoritmi di crittografia e decentralizzazione, che possono essere utilizzati come alternativa alle monete tradizionali.

Nello *sport business* le crypto-valute possono essere utilizzate, tra l'altro, per pagamenti, investimenti e sistemi di finanziamento: è evidente che le stesse operazioni possono essere effettuate con le monete tradizionali, e pertanto la sostanziale differenza tra i due modelli può essere identificata da un lato nella creazione di un ambiente protetto e riservato da parte del soggetto emittente, e dall'altro proprio dai guadagni che il soggetto emittente realizza tanto con l'emissione stessa quanto con la gestione del mercato della specifica *crypto-currency*.

Alcuni club di calcio hanno già testato campagne di *crowdfunding* emettendo le proprie *crypto* con il relativo ICO (*Initial Coin Offering*) e/o *fan-token*⁷: questo da un lato permette ai club di avere accesso a finanza che può essere utilizzata immediatamente, e dall'altro “lega” i fan-investitori al progetto in quanto la specifica *crypto* emessa per l'operazione è difficilmente commerciabile al di fuori dell'operazione medesima, a differenza di altri *asset* o strumenti finanziari “tradizionali”.

is a type of digital money that is a decentralized digital asset designed as a medium of exchange, utilizing cryptographic protocols to regulate the creation of new units. It exists only online and is not controlled by any government, central bank, or authority. A digital or virtual currency that is not issued by any central authority, is designed to function as a medium of exchange, and uses encryption technology to regulate the generation of units of currency, to verify fund transfers, and to prevent counterfeiting” (<https://legal.thomsonreuters.com/blog/cryptocurrency-laws/#what-is-cryptocurrency>, ultimo accesso 27 marzo 2025).

⁶ “Despite introducing something genuinely groundbreaking to the world, Bitcoin’s creator (or creators) decided to go by a made-up name — ‘Satoshi Nakamoto’. In the mid-2000s, a computer programmer or group of people posted regularly in cryptography forums under that moniker, becoming known for their posts about cryptography and security. They exhibited frustration at how online transactions worked and concern about pressing issues in the global economy. Nakamoto felt that an alternative could help people preserve control over their money in the digital age. Considering the simplicity of person-to-person cash transactions, Nakamoto sought something similar for the internet” (<https://crypto.com/bitcoin/why-was-bitcoin-created>, ultimo accesso 27 marzo 2025).

⁷ <https://coinranking.com/coins/football-club> (ultimo accesso 27 marzo 2025).

In generale, il mercato delle crypto-valute, al di fuori dello sport, ha registrato un una sorta di esplosione (o bolla), con enormi opportunità di guadagni: per questo, tra coloro che emettono crypto, si è verificata una corsa alla ricerca di sottoscrittori, cioè di soggetti che investano (cioè acquistino) una specifica *crypto-currency* invece che un'altra. Come noto, lo sport è uno dei veicoli di comunicazione più efficaci, sia per la capacità di raggiungere un pubblico molto vasto e composito, sia per la capacità di coinvolgere non solo la parte razionale ma anche quella emotiva di un possibile *target* commerciale. Per questo, negli ultimi anni, si sono verificati numerosi casi di *partnerships* tra *crypto-currency start-ups* e entità sportive caratterizzate da grande visibilità, come club di calcio o team di Formula 1⁸.

3. I casi Football Index e FTX: analisi dei fallimenti

Il mondo degli asset digitali, per come lo abbiamo analizzato fino ad ora, sembrerebbe configurare una grande opportunità per il mondo dello *sport business*, da sempre in affanno dal punto di vista finanziario e alla ricerca di nuove fonti di ricavi.

Ma, come per tutte le novità portatrici di grandi opportunità, i rischi sono altrettanto alti.

Recentemente, si sono verificati diversi casi che possono far sorgere dei dubbi in merito alla sostenibilità di tali nuovi strumenti commerciali e finanziari. Tra questi, si è scelto di considerare un caso specifico del mondo dello sport, e uno invece più generale.

⁸ “*In a bid for mainstream adoption and global visibility, cryptocurrency startups have signed approximately 87 sports sponsorship deals over the past three years. Research from data provider CoinGecko reveals that many of these partnerships were forged with European football clubs, with 33 agreements established since 2021. Renowned clubs such as Manchester United and Chelsea have offered valuable exposure to crypto sponsors, especially during high-profile events like the UEFA Champions League and the FIFA World Cup. The motorsports sector has also seen substantial involvement from cryptocurrency firms. Before its collapse, FTX secured a multi-year deal with the Mercedes Formula 1 team, while Bybit and Red Bull Racing announced a \$150 million partnership in 2022. Furthermore, F1 designated Crypto.com as its official digital asset partner in a separate \$100 million agreement, highlighting the growing intersection of crypto and sports*” (Cryptocurrency partners with football clubs and F1, Digital Watch Geneva internet platform, <https://dig.watch/updates/cryptocurrency-partners-with-football-clubs-and-f1>, ultimo accesso 27 marzo 2025).

Il primo, è quello di Football Index: Football Index alla fine del decennio scorso, con un'idea tanto innovativa quanto semplice: mettere a disposizione degli utenti che si registravano sul sito una serie di *asset* che rappresentavano i calciatori della *Premiere League*; gli utenti potevano quindi acquistare virtualmente uno o più giocatori a un valore determinato da Football Index; tale valore poteva poi crescere o ridursi, in considerazione delle prestazioni che il calciatore aveva durante le partite: un giocatore che giocava titolare nella sua squadra, e magari segnava un goal, accresceva il valore del suo *alter-ego* digitale, mentre un altro giocatore che era tenuto in panchina o giocava male, faceva decrescere il valore dell'*asset*.

In dettaglio, il *business-model* di Football Index si basava su un sistema che richiedeva investimenti in *asset* virtuali, ma che dovevano essere effettuati con un esborso economico reale da parte del tifoso/cliente, e premi periodici in base alle eventuali variazioni dei “punti-in-dice” che il sistema associava a ciascun calciatore.

Gli utenti potevano poi, come detto, commercializzare i propri calciatori in un vero e proprio mercato, con l'opportunità di realizzare un profitto, come in un reale mercato borsistico.

Va notato incidentalmente che, anche se non rilevante in questa sede, Football Index non aveva alcun diritto per l'utilizzo dei nomi o dell'immagine dei giocatori: la posizione della società, tuttavia, era quella secondo la quale non vi era alcuna differenza tra l'attività di Football Index e ciò che facevano le società di *betting*, le quali permettevano di scommettere sulle performances di uno o più giocatori o squadre, utilizzando il nome e l'immagine dei calciatori⁹.

Ma anche se Football Index sosteneva di operare come una società di *betting*, ed essere quindi sottoposta alle medesime regolamentazioni e normative, a un'analisi più approfondita era evidente che il sistema replicava in massima parte il meccanismo dei mercati finanziari; proprio per questo, il progetto Football Index fu sin da subito accolto con entusiasmo dagli appassionati di calcio, in quanto permetteva, come detto, per la prima volta, ai tifosi di “investire” e guadagnare in base alle prestazioni sportive dei loro giocatori preferiti: il modello si rivelò

⁹ È infatti noto come sia possibile scommettere non solo sul risultato finale di un *match*, ma anche sulla prestazione del singolo giocatore, e per farlo le società di *betting* utilizzino sia il nome sia l'immagine del giocatore medesimo.

subito vincente, perché per la prima volta riuscì a unire la passione sportiva con le logiche degli investimenti finanziari.

Tuttavia, dopo il successo iniziale, Football Index dovette fronteggiare numerosi problemi, alcuni di carattere generale, altri specificamente connessi alla struttura societaria e di business implementati.

Fu infatti sin da subito evidente la assenza di trasparenza e regole chiare, in quanto la piattaforma non garantiva alcuna regolamentazione oggettiva, così che emersero casi di conflitti di interesse e pratiche poco trasparenti. La piattaforma non aveva infatti mai stabilito tanto un quadro normativo interno, che regolasse in modo chiaro i rapporti tra utenti, operatori e la piattaforma stessa, quanto una indicazione di quali fossero le normative statuali di riferimento, mettendo così gli investitori in una sorta di *no-law land*, un luogo virtuale sostanzialmente privo di leggi e regole.

Il modello evidenziò quindi problematiche di volatilità e speculazione: il sistema, infatti, proprio in forza delle analogie con i mercati finanziari, espose molti utenti al rischio di forti perdite, con dinamiche speculative che risultarono non adeguatamente controllate: una delle criticità che furono evidenti sin dall'inizio era la mancanza di trasparenza delle logiche di calcolo dei "punti indice", cioè di come le *performances* dei calciatori incidessero sul valore dei corrispondenti *asset* digitali, creando dubbi sulla correttezza del sistema. I valori dei calciatori, infatti, erano influenzati da variabili non controllate anche diverse dalle *performances* in campo, quali infortuni e persino controversie mediatiche.

Questo generò variazioni imprevedibili e spesso incoerenti nel valore dei giocatori, rendendo il sistema da un lato simile a un vero e proprio mercato azionario, ma dall'altro evidenziando l'assenza delle garanzie e delle regolamentazioni tipiche di tali mercati. Molti utenti, che erano entrati nel progetto attratti dalla possibilità di unire l'opportunità di realizzare profitti rapidi alla passione per il calcio, si trovarono invece coinvolti in operazioni speculative, senza essere mai stati messi espressamente al corrente dei rischi.

A tali iniziali problemi strutturali si aggiunse il fatto che, dopo i primi mesi, nel "mercato" si fece sempre più forte e influente la presenza di investitori non-tifosi i quali, invece di puntare a un coinvolgimento a lungo termine, si concentravano in operazioni meramente speculative, anche in forza di capacità finanziarie più forti rispetto alla media

degli investitori-tifosi, per ottenere guadagni immediati, alimentando un ciclo vizioso di speculazioni che ha portò infine al collasso della piattaforma¹⁰.

A seguito del collasso di Football Index, le autorità britanniche (i.e. sia la magistratura sia la *gambling commission*) avviaronò indagini e verifiche, all'esito delle quali fu evidente come il modello operativo di Football Index si collocasse in un'area ambigua, dal punto di vista giuridico, dove i confini tra gioco d'azzardo (*betting*) e investimenti finanziari erano poco definiti, permettendo alla piattaforma di operare senza rispettare le normative né del *betting* né dei mercati finanziari.

Il caso di "collasso" di sistemi di investimento e finanza digitali non è tuttavia limitato al mondo dello sport, anzi, si può sostenere che proprio grazie alla autoregolamentazione che lo sport è in grado di mettere in atto, e grazie anche al timore reputazionale che caratterizza molti dei principali *stakeholder* dello sport, il caso Football Index rappresenta, almeno ad oggi, una sorta di *unicum* per lo sport, laddove invece al di fuori dello sport i casi di crisi di operazioni costruite su *asset* digitali sono se non comuni quantomeno tipici.

Solo a titolo di esempio, vale la pena citare il caso di FTX: nel 2022, FTX era la terza più grande piattaforma mondiale di *crypto-currency*. Già nel 2021, infatti, FTX aveva raccolto investimenti per 18 miliardi di dollari, coinvolgendo operatori finanziari di primo livello quali Softbank e Sequoia Capital¹¹.

Senza entrare qui nei dettagli¹², dopo una crescita del valore dei FTX e delle relative *crypto-currency*, un'indagine giornalistica rivelò

¹⁰ Non è qui possibile approfondire in dettaglio il collasso e il fallimento del modello finanziario di Football Index: per una prima analisi si vedano tra gli altri <https://www.gamblingcommission.gov.uk/blog/post/football-index-your-questions-on-the-gambling-commissions-role-and>, <https://commonslibrary.parliament.uk/research-briefings/cbp-9363/> e <https://www.itv.com/news/2022-12-20/what-was-the-football-index-scandal-and-will-customers-get-their-money-back> e (per tutti: ultimo accesso 27 marzo 2025).

¹¹ Cfr. *inter alia*: <https://www.ccn.com/news/crypto/ftx-shareholder-list-sbf-investors-bankruptcy-payout/#:~:text=Before%20its%20collapse%2C%20FTX%20attracted,%2C%20meanwhile%2C%20contributed%20%2438%20million> (ultimo accesso 27 marzo 2025).

¹² In proposito, si veda *inter alia*: <https://www.investopedia.com/what-went-wrong-with-ftx-6828447> (ultimo accesso 27 marzo 2025).

che la struttura del gruppo FTX consisteva di uno schema di “scatole cinesi” che aveva artificiosamente gonfiato il valore degli *asset*, incrementandone il valore in maniera ingiustificata.

Il successivo crollo del valore (e i procedimenti penali che hanno portato alla condanna a decenni di detenzione a carico dei principali manager del gruppo)¹³, hanno reso evidente come il mercato dei *digital-asset* sia ancora non completamente maturo, tanto nello sport quanto negli altri ambiti.

4. L'impatto delle tecnologie nel mondo dello sport

Possiamo a questo punto condividere la considerazione secondo la quale tecnologie come *blockchain*, *token* e *crypto-currency* offrono, potenzialmente, numerosi vantaggi all'industria dello sport, permettendo un maggiore e più diretto coinvolgimento del singolo tifoso ma, d'altra parte, rappresentano un rischio che necessita un processo di approfondimento e verifica molto articolato.

A oggi, come detto, molti club stanno già utilizzando i *fan-token*¹⁴ per sviluppare nuove opportunità commerciali legate al *merchandising*, mentre in altri casi si sta testando l'opportunità, sempre tramite *fan-token*, di coinvolgere direttamente i tifosi in scelte e decisioni del club¹⁵.

Ancora, le tecnologie digitali potrebbero mettere a disposizione dei club nuovi modelli di finanziamento: attraverso la tokenizzazione di

¹³ <https://www.reuters.com/technology/sam-bankman-fried-be-sentenced-multi-billion-dollar-ftx-fraud-2024-03-28/> (ultimo accesso 27 marzo 2025).

¹⁴ *Token* il cui acquisto è riservato ai fan che si siano registrati presso il club o che abbiano per esempio acquistato un particolare biglietto o abbonamento.

¹⁵ In dettaglio, l'idea sarebbe quella di permettere ai tifosi che abbiano acquistato specifiche categorie di *token* di partecipare alle decisioni del club, creando una sorta di categoria *ad hoc* di *shareholders*: questa opzione deve però essere analizzata sia dal punto di vista della normativa ordinaria, sia da quello della regolamentazione endo-sportiva; a titolo di esempio, si veda l'art. 18 *bis* e *ter* delle Rules on the Status and Transfer of Players (RSTP) della FIFA, che vieta espressamente la possibilità che una parte terza (*third party*) abbia capacità di influenzare decisioni strategiche di un club che siano connesse all'attività sportiva.

Per un approfondimento di tali tematiche, si veda <https://digitalhub.fifa.com/m/40da0f707efdd011/original/FIFA-Commentary-on-the-FIFA-Regulations-for-the-Status-and-Transfer-of-Players-2023-edition.pdf> (ultimo accesso 27 marzo 2025).

asset sia tradizionali sia digitali, infatti, i club potrebbero accedere a nuove fonti di finanza, coinvolgendo potenziali investitori in modalità precedentemente inaccessibili. Tuttavia, di nuovo, è necessario sottolineare come tali operazioni finanziarie debbano essere precedute da un'attenta analisi delle normative rilevanti, come evidenziato dal caso Football Index.

A titolo di esempio, si consideri l'ipotesi – già esplorata da alcuni club – di mettere creare *asset* digitali che rappresentano il “valore” dei giocatori della società, mettendo poi tali *asset* a disposizione dei tifosi che ne acquisterebbe quote al valore attuale e che sarebbero poi ricompensati in misura proporzionale dal club che ha creato l'*asset*, nel caso in cui il giocatore fosse poi ceduto a un prezzo più alto del valore in riferimento al quale è stato creato il relativo *asset*: tale processo, che a una analisi superficiale potrebbe apparire come una innovativa ed efficace soluzione per portare liquidità immediata nelle casse del club e contemporaneamente fidelizzare i tifosi, risulterebbe viceversa pericolosamente in potenziale contrasto con le norme che regolano le attività di sollecitazione all'investimento così come al divieto di TPO delle norme FIFA¹⁶.

È a questo punto necessario evidenziare un ulteriore aspetto, che è peculiare dell'industria dello sport.

Come abbiamo già considerato, lo sport è un'industria nella quale le scelte del “cliente / consumatore”, inteso come il soggetto al quale il prodotto-sport è destinato, non sono conseguenza di considerazioni e valutazioni razionali, se non in maniera residuale, ma di passione e “*affection*”^{17, 18}. E come capita con ciò che è caratterizzato da affetto e sentimento, l'appassionato accetta che l'oggetto della propria passione non raggiunga i risultati sperati, ma non è disposto a perdonare il “tradimento”, ovverosia comportamenti che siano contrari ai valori che caratterizzano la relazione.

¹⁶ Cfr. nota 15.

¹⁷ In spagnolo, per esempio, il termine “tifoseria” è tradotto con la parola *afeción*, e i tifosi sono appunto gli *aficionados*.

¹⁸ Un'altra, sostanziale differenza tra l'industria dello sport e le altre sta nella considerazione che, tranne in rarissimi casi, il cliente/consumatore sportivo non passa dal prodotto di un'azienda a quello di un'azienda concorrente: è infatti estremamente raro che un tifoso, dopo anni di passione per una squadra o un atleta, decida di passare a sostenere un altro club o un atleta avversario.

Pertanto, il tifoso è tradizionalmente disposto ad accettare sconfitte, retrocessioni, stagioni con risultati pessimi e prestazioni deludenti, senza che questo faccia mai venir meno il suo supporto; ma non è, viceversa, disposto ad accettare che la propria squadra sfrutti questa sua passione per mettere in atto operazioni ai suoi danni. Il danno che un club subirebbe nel caso in cui mettesse in atto un'operazione che avesse sui suoi tifosi effetti analoghi a quanto accaduto con Football Index o FTX non sarebbe limitato alle richieste di risarcimento da parte degli investitori, ma metterebbe a rischio il legame storico tra il club e i suoi stessi tifosi, legame che rappresenta le fondamenta su cui è basato il *business* dello sport. È allora comprensibile per quale motivo l'industria dello sport, anche per il tramite dei suoi organi di *governance* come CIO, FIFA etc., sia ancor oggi estremamente cauta nell'autorizzare o farsi parte attiva in operazioni che siano più sofisticate della mera creazione di *token* che permettono ai tifosi di accedere a *dedicated merchandising and opportunities*.

Infine, come evidenziato dal caso Football Index, operare in un sistema non regolamentato metterebbe a rischio non solo l'investimento del singolo tifoso, non solo il legame tra tifoso e club, ma la stessa credibilità dell'intero strumento digitale per lo *sport-business*.

Per evitare che episodi simili si verifichino o ripetano, è allora fondamentale che, prima di procedere a investimenti ed operazioni a rischio nel mercato degli *asset* digitali, il club – o in generale l'operatore endosportivo – si assicuri di potere, e dovere, applicare regole chiare che valgano per tutti gli operatori e tutelino *in primis* gli investitori.

Tutto ciò, tuttavia, non è di facile applicazione nella realtà odierna. Nel caso abbia deciso di procedere alla creazione e commercializzazione di *asset* digitali per attività finanziarie complesse, sarà comunque responsabilità dello stesso club doversi fare parte diligente nell'implementazione dei meccanismi di controllo.

5. *Casi di successo e progetti innovativi nel calcio*

Malgrado le considerazioni espresse nei paragrafi precedenti possano dare adito a un certo pessimismo, è invece il caso di segnalare che nel calcio contemporaneo sono presenti diversi esempi di utilizzo virtuoso e di successo delle nuove tecnologie come strumento finanziario per l'industria sportiva. Un esempio significativo di applicazione dei

fan token nel calcio è rappresentato da Socios.com: Socios è una piattaforma di investimenti e gestione di *asset* digitali sportivi che a oggi collabora stabilmente con alcuni dei maggiori club e delle istituzioni calcistiche mondiali. Nell'ecosistema Socios, infatti, è possibile acquistare *token* che permettono di partecipare attivamente ad alcune decisioni minori dei club¹⁹ o partecipare a iniziative esclusive che rafforzano il legame tra club e *community*²⁰, operando in un ambiente caratterizzato da un ampio grado di trasparenza.

Alcuni club stanno inoltre esplorando la possibilità di integrare modelli di finanziamento connessi al club ma separati dalla attività agonistica e quindi, in termini di principio, meno soggetti alle limitazioni della giurisdizione sportiva: alcuni esempi recenti sono il finanziamento della costruzione o ristrutturazione di *facilities* del club, o lo sviluppo di una o più *academy* del club in paesi o continenti diversi, tramite la commercializzazione di *asset* digitali destinati sia a tifosi, sia a investitori tradizionali: queste operazioni, proprio in quanto non connesse all'attività agonistico-sportiva dei club, permettono da un lato di non dover rispettare i *caveat* e le limitazioni delle giurisdizioni sportive, e dall'altro di ridurre il coinvolgimento dell'elemento "affettivo", mitigando così il rischio reputazione e di ritorno negativo d'immagine per il club in caso di problemi.

6. Aspetti normativi e sicurezza

L'adozione delle tecnologie *blockchain* e dei *token* nel mondo sportivo, così come in altre *industry*, ha evidenziato la necessità pressante di aggiornare e armonizzare i riferimenti normativi rilevanti.

In molte giurisdizioni, infatti, le regolamentazioni riguardanti le cryptovalute e le piattaforme di investimento digitale sono ancora in

¹⁹ Per esempio, sono solo i tifosi che hanno acquistato i *fan-token* del club attraverso la piattaforma di Socios a poter votare, ogni anno, il nome di un giocatore della storia del club che entrerà nella *hall of fame* del club; oppure a decidere a quale ente di *charity* dovranno essere destinati alcuni dei proventi del club per ogni stagione.

²⁰ Tra le iniziative più comuni, quelle c.d. di *meet & greet*, che permettono ai tifosi di passare del tempo con i loro beniamini, e quelle c.d. *money can't buy*, cioè attività e opportunità che non sono liberamente in commercio, come per esempio l'accesso al campo di gioco prima della partita o un posto sul pullman della squadra nel viaggio verso lo stadio.

fase di definizione: al momento restano da risolvere alcune questioni sostanziali, quali la stessa qualificazione giuridica dei *token*, in quanto non è stato ancora stabilito in maniera univoca se essi siano da considerare come strumenti finanziari o semplicemente “beni digitali”²¹.

In Europa (*rectius*, nell’Unione Europea), dal giugno 2023 sono entrate in vigore le cosiddette *Markets in Crypto Assets Regulations* (MiCA), norme dirette a regolare il mercato dei *crypto-asset* all’interno dell’UE. L’ESMA (*European Securities and Markets Authority*)²². Il MiCA, entrato pienamente in vigore il 30 dicembre 2024, crea un quadro normativo unificato per il settore delle *crypto-currency*.

Scopo del MiCA è quello di dare chiarezza e garanzie nell’UE, introducendo una serie di solidi requisiti per i fornitori di servizi di *crypto-asset* tra cui strutture di *governance* più sofisticate, quadri avanzati di valutazione e mitigazione del rischio e requisiti patrimoniali più elevati.

Tra le grandi novità del MiCA c’è l’introduzione dei c.d. “diritti di passaporto”: semplificando, possiamo sostenere che una volta ottenuto il “passaporto”, il medesimo soggetto potrà operare con una licenza MiCA in tutta l’UE.

Evidentemente tale nuova normativa – in quanto chiara e concreta – dovrebbe finalmente portare all’accesso al mercato dei *crypto-asset* da

²¹ Negli Stati Uniti, per esempio, la SEC (Security and Exchange Commission), l’ente che si occupa della regolamentazione dei mercati finanziari, ha avviato diversi procedimenti contro le principali piattaforme di *crypto currency* come Coinbase, Binance, Kraken etc., che hanno portato a decisioni contrastanti, e prese da tribunali diversi, in merito alla natura e regolamentazione dei prodotti digitali oggetto dei procedimenti.

A sua volta, sempre negli USA, la CFTC (Commodity Futures Trading Commission), ente che ha giurisdizione sui mercati finanziari delle *commodities* e dei derivati, ha deliberato di considerare e quindi regolare le *crypto currency* appunto come *commodities*, ottenendo una serie di decisioni, sostanzialmente favorevoli e conformi, da diversi tribunali USA.

Diverse posizioni hanno poi preso anche la IRS (Internal Revenue Service) e il FinCEN (US Department of the Treasury’s Financial Crimes Enforcement Unit).

Per un primo approfondimento si veda <https://legal.thomsonreuters.com/blog/cryptocurrency-laws/#how-is-cryptocurrency-regulated>, (ultimo accesso 27 marzo 2025).

²² L’ESMA è una autorità indipendente dell’UE che contribuisce alla salvaguardia e alla stabilità dei sistemi finanziari, allo scopo di proteggere investitori e con il fine di garantire mercati finanziari stabili (www.esma.europa.eu, ultimo accesso 31 marzo 2025).

parte dei *player* finanziari istituzionali o comunque di grandi dimensioni, quali banche o società di investimento, che finora si erano tenute distanti dal mercato in considerazione dell'incertezza normativa.

Quando infine tali istituzioni entreranno stabilmente nel mercato, oltre a rispettare quanto stabilito dal MiCA, è legittimo presumere che opereranno anche in *compliance* con le norme che regolano le stesse istituzioni finanziarie, quali banche e fondi internazionali, e integrando le *crypto-asset* direttamente in prodotti dei servizi finanziari tradizionali esistenti. Inoltre, come anticipato dai più attenti analisti, le *stablecoin* regolamentate, in particolare gli *asset-referenced token* (ART) e i *e-money token* (EMT)²³, dovrebbero permettere l'accesso a nuovi casi d'uso, come la tokenizzazione degli *asset*, favorendone l'ulteriore adozione²⁴.

Infine, è necessario rilevare che l'interazione del MiCA con altre normative dell'UE, come la Direttiva sulla moneta elettronica (EMD), potrebbe potenzialmente creare problemi alle imprese di criptovalute. Ad esempio, la doppia classificazione degli EMT come moneta elettronica e crypto-asset ai sensi del MiCA potrebbe richiedere una doppia licenza, aumentando la complessità operativa. Affrontare queste sovrapposizioni sarà fondamentale per garantire un ambiente normativo coerente.

Dal punto di vista della normativa extra-UE, non esiste invece ancora una definizione o una normativa univoca e condivisa per “*crypto-valute*” o “*token*”; tuttavia, gli organismi internazionali (come il G20, l'OCSE e il FATF) hanno iniziato a delineare linee guida. Fatto salvo quanto stabilito dal MiCA, a grandi linee, possiamo sostenere che tali *asset* digitali possono essere considerati, a seconda delle loro caratteristiche: (i) “strumenti finanziari”, se presentano somiglianze con azioni, obbligazioni o derivati; (ii) semplici *digital-asset*, cioè beni giuridicamente rilevanti che esistono però solo in forma digitale, quando rappresentano oggetti di valore o diritti d'uso legati a servizi o contenuti specifici; (iii) *utility token*, cioè *asset digitali* univoci specificamente

²³ Gli acronimi sono ripresi dalle stesse norme MiCA.

²⁴ Agendadigitale.eu: *MiCA, punto di svolta per le criptovalute in Ue: le opportunità per l'Italia*, MATHIAS BAUER-LANGGARTNER,, 30 gennaio 2025 (<https://www.agendadigitale.eu/mercati-digitali/mica-punto-di-svolta-per-le-criptovalute-in-ue-le-opportunita-per-litalia/>, ultimo accesso 31 marzo 2025).

progettati per permettere l'accesso a determinati servizi o funzionalità all'interno di piattaforme decentralizzate.

Pur in assenza di una regolazione sovranazionale extra-UE armonica e specifica, organizzazioni come la Financial Action Task Force (FATF) hanno emanato specifiche "raccomandazioni"²⁵, volte a prevenire il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo nell'ambito delle transazioni digitali, con l'indicazione della necessità di implementare l'adozione di misure di *due diligence* e di verifica dell'identità degli utenti e dei beneficiari (*Know Your Customer* – KYC), anche per le piattaforme che operano in ambito digitale.

Parallelamente, come detto, OCSE e G20 stanno attualmente lavorando a proposte per armonizzare le regole fiscali e regolamentari, cercando di creare un ambiente normativo che faciliti l'innovazione pur garantendo la sicurezza finanziaria.

Nonostante le prospettive entusiaste, quindi, il cammino verso un'adozione massiccia di queste tecnologie presenta alcune sfide sostanziali, come per esempio la interoperabilità tra piattaforme (o, in alternativa, una uniformità di piattaforma), in quanto è evidente che al momento uno degli ostacoli maggiori alla creazione di un vero e completo ecosistema integrato, è la difformità e dispersione di piattaforme che, spesso, non sono in grado di comunicare e interagire tra loro, obbligando il tifoso / investitore a accedere a una piattaforma diversa, con regole, modalità e garanzie differenti, per ogni club o istituzione sportiva con cui voglia interagire.

Anche nello sport, pertanto, al fine di salvaguardare gli interessi di tutti gli attori coinvolti, è fondamentale implementare misure di sicurezza avanzate, quali *audit* e verifiche indipendenti, in forza delle quali le piattaforme siano sottoposte a controlli periodici per garantire la conformità alle normative e la sicurezza delle transazioni.

Dall'altra parte, appare necessario provvedere a un processo di "educazione e informazione" dei club, che se da un lato appaiono giustamente propensi e interessati ai nuovi sistemi di investimenti e sviluppo proposti dalle opportunità digitali, dall'altro spesso non sembrano

²⁵ Vedi <https://www.fatf-gafi.org/en/topics/virtual-assets.html> e <https://www.fatf-gafi.org/en/publications/Fatfrecommendations/Guidance-rba-virtual-assets-2021.html>.

ancora strutturalmente e culturalmente in grado di analizzare e gestire simili progetti.

Allo stesso modo, appare quanto più necessario un coinvolgimento degli *stakeholder* tradizionali, in allineando grandi e piccoli club, sponsor e istituzioni nel riconoscere il valore aggiunto di questi strumenti e adeguarsi a modelli di business meno convenzionali.

Anche nello sport, pertanto, al fine di salvaguardare gli interessi di tutti gli attori coinvolti, è fondamentale implementare misure di sicurezza avanzate, quali *audit* e verifiche indipendenti, in forza delle quali le piattaforme siano sottoposte a controlli periodici per garantire la conformità alle normative e la sicurezza delle transazioni.

Dall'altra parte, appare necessario provvedere a un processo di "educazione e informazione" dei club, che se da un lato appaiono giustamente propensi e interessati ai nuovi sistemi di investimenti e sviluppo proposti dalle opportunità digitali, dall'altro spesso non sembrano ancora strutturalmente e culturalmente in grado di analizzare e gestire simili progetti.

7. Tokenizzazione e TPO nel calcio

Come anticipato, la FIFA ha introdotto ormai da oltre un decennio il divieto di TPO, o *Third Party Ownership*: con tale divieto si impedisce che, nel caso di vendita di un giocatore, chiunque non sia o il club venditore o lo stesso giocatore possa ricevere direttamente o indirettamente parte del prezzo pagato dal club acquirente²⁶.

Tale normativa diventa rilevante quando si consideri che diversi club hanno preso in esame la possibilità di creare asset digitali collegati con il valore a bilancio di uno o più giocatori, permettendo agli investitori di acquistare "quote" di tale asset digitali e di ottenere un guadagno nel caso in cui il giocatore "sottostante" rispetto all'*asset* digitale sia venduto a un valore maggiore rispetto a quello a suo tempo riportato a bilancio.

In primo luogo, ci si deve quindi chiedere se i relativi *token* emessi in connessione alle quote dell'*asset* digitale possano essere considerati come strumenti che consentono a investitori esterni al club di benefi-

²⁶ Cfr. nota 14.

ciare dei proventi legati ai trasferimenti o alle prestazioni future dei giocatori, con effetti analoghi a quella della TPO.

Inoltre, il controllo di un numero considerevole di *token* da parte di un unico investitore potrebbe portare a una potenziale influenza assimilabile a una partecipazione indiretta nella gestione economica, con il rischio di influenze esterne simili a quelle che il divieto di TPO intende evitare.

Attualmente, il quadro normativo FIFA e le autorità calcistiche nazionali non hanno ancora fornito interpretazioni o normative che intervengano sulla tokenizzazione degli *asset* sportivi, e questo da un lato sembra permettere l'attivazione di tali operazioni ma, dall'altro, rende le stesse decisamente rischiose in quanto è sempre possibile che il regolatore sportivo prenda posizione in senso negativo.

FAN TOKENS, NFTS E LOOT-BOXES FANNO
“GIOCO DI SQUADRA”. I RISCHI FINANZIARI
PER L'UTENTE TRA GAMIFICATION E MICROTRANSAZIONI

SOMMARIO: 1. L'evoluzione della struttura del mercato calcistico tra private equity e questioni concorrenziali. – 2. La finanza digitale al servizio delle squadre quale nuova dimensione del fan engagement. – 2.1. Appetibilità di “token identitari”, e collezionabili tra differenze e possibili offerte combinate. – 3. Design, strumenti ed impiego del fattore gamification: le peculiarità delle loot boxes. – 4. Rischi finanziari per l'utente di un “gioco di squadra” all'insegna di gamification e microtransazioni

1. *L'evoluzione della struttura del mercato calcistico tra private equity e questioni concorrenziali*

Negli ultimi anni l'evoluzione tecnologica e l'epidemia di Covid-19 hanno modificato profondamente l'offerta, le modalità di intrattenimento e di fruizione di tutti gli appassionati di calcio e non solo.

Si tratta di cambiamenti interessanti in sé ed anche per le trasformazioni che possono determinare nell'assetto del mercato calcistico e nel concetto stesso di partecipazione e fruizione da parte degli utenti. Tali variazioni sono frutto di una combinazione di fattori, tra i quali in particolare un'evoluzione degli assetti societari, accompagnata da un crescente interesse per la ricerca di nuovi canali di finanziamento, ed i processi di digitalizzazione. Questi ultimi hanno inciso in modo particolare sulle modalità di offerta di eventi e servizi di intrattenimento forniti agli utenti tramite app e piattaforme nonchè sui contenuti anche grazie alle potenzialità della finanza digitale.

Da questo punto di vista, proprio i token, i Non Fungible Tokens (NFTs) ed il mondo del *fantasy game*, cioè, giochi nei quali vengono create formazioni virtuali o simili¹, hanno assunto una sempre maggiore

¹ Il *fantasy game* non è considerato scommessa e non è soggetto al relativo divieto di gioco d'azzardo se ha determinate caratteristiche di selezione della propria formazione su base giornaliera e con competizioni senza poste in gioco finanziarie o simili anche

rilevanza grazie alla possibilità di garantire, tramite raccolta di dati ed algoritmi, l'individuazione dei soggetti maggiormente interessati nonché più in generale una monetizzazione della passione calcistica. Infatti, il legame forte che spinge un tifoso a seguire la propria squadra, ad essere coinvolto ed a provare emozioni per ogni partita e per le prestazioni dei “propri” giocatori, ha trovato negli NFTs, nei *fan tokens* e nella diversificazione dell'offerta nuove modalità per essere canalizzato. Del resto, secondo alcuni, la passione calcistica implica di per se stessa un consumo a partire dall'impegno di tempo dedicato a seguire la propria squadra fino agli aspetti economici di acquisto².

Da ciò derivano notevoli potenzialità economiche individuate sia dalle leghe che dalle stesse squadre di calcio specialmente in quelle nelle quali vi è stata una modifica degli assetti societari, con ingresso di fondi, capaci di cogliere l'importanza di una “capitalizzazione” non solo dell'evento sportivo ma anche dei tifosi e della “loro fedeltà” alla squadra.

Il tema presenta un intreccio di numerosi aspetti che si cercherà di evidenziare fornendo anche alcuni spunti di riflessione specifica sui possibili vantaggi per le squadre ed i rischi finanziari per gli utenti-tifosi.

Preliminarmente può essere utile richiamare l'evoluzione in atto da alcuni anni negli assetti societari dei club, maschili o femminili, iscritti ai campionati di serie A, B e non solo. Infatti, l'ingresso, nel capitale di un certo numero di squadre italiane ed europee, di fondi di *private equity* ed *hedge fund*³, pur non essendo stato l'unico fattore che ha in-

se le differenze appaiono sempre più sfumate. Per una ricostruzione del fenomeno si vedano in particolare M.A. WESTON, *Daily Fantasy Sports and the Law in the USA*, Intl Sports L.J., luglio 2021, p. 121 ss.;

² Sul punto si vedano in particolare K. DIXON, *The Football fan and the pub*, in *International Review for the Sociology of Sport*, 2014, p. 382 ss.; A.E. MANOLI, K. DIXON & G.A. ANTONOPOULOS, *Football Fan Tokens as a mode of “serious leisure”: unveiling the dual essence of identity and investment*, *Leisure Studies*, January, 2024, p. 1 ss.

³ Il primo esempio nel 2006 è stato offerto dal PSG ma successivamente, anche alla luce delle criticità economiche generate dal Covid-19 ha interessato un numero sempre maggiore di squadre. In talia basti pensare, solo per richiamare alcuni esempi, al Milan, alla Roma ed al Como nel campionato di serie A di calcio maschile. È utile sottolineare come quello calcistico sia solo uno degli ultimi mercati ai quali i fondi di private equity hanno dedicato crescente attenzione visto che il valore degli accordi di

fluito sulla crescente attenzione verso le potenzialità della finanza digitale nel mercato calcistico, ha sicuramente contribuito.

Un’indiretta conferma è ravvisabile in una recente indagine sugli assetti e l’andamento finanziario delle società di calcio nella quale si evidenzia come, nei principali campionati europei, il 27% dei club abbia quale azionista di maggioranza un operatore di *private capital*⁴ e come questi soggetti risultino maggiormente orientati ad una diversificazione delle “risorse strategiche” nel modello di business⁵.

Nello specifico si evidenziano geometrie variabili a seconda che i fondi detengano pacchetti di maggioranza del capitale o di minoranza ma con un elemento comune identificabile nella crescente tendenza ad avere nel capitale delle squadre operatori estranei, per loro natura, al mercato calcistico.

Emblematici in tal senso sono due casi del campionato italiano uno più datato e l’altro recentissimo.

Il primo è quello del Milan, nel quale, con il passaggio dal Fondo

private equity è in continua crescita. Nel 2021 si era assistito ad un record di crescita grazie anche alla situazione dei tassi di interesse che poi si è in parte arrestato proprio per la variazione al rialzo dei tassi di interesse. Sul punto si vedano in particolare i Rapporti Bain Global Private Equity Report 2022 e 2024, https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global-private-equity-report-2024.pdf e L. MODINA, *Private equity in football: How the arrival of funds has impacted the industry*, in Corporate Governance and Research & Development Studies, 2024, p. 97 ss.

⁴ Il dato è presente nell’indagine Fineurop, AIPI, Legance, 90° minuto: private capital e calcio, febbraio 2024, <https://www.aifi.it/visualizzaallegatoeventi.aspx?chiave=W75yuPw17T4gT24SJRKmzt6P9wI7f3>. Sullo scenario italiano si veda il contributo di Capello in questo volume.

⁵ Fino ad alcuni anni fa i giocatori e loro prestazioni potevano essere considerati un asset rilevante non solo in termini di prestazione della squadra ma anche di attrazione dei tifosi con effetti sulle campagne di abbonamento. Una simile dinamica non sempre però risultava sufficiente ai fini della sostenibilità del bilancio.

Per un quadro ed un’analisi degli andamenti finanziari delle squadre di calcio nei 5 principali campionati europei si veda in particolare Deloitte, Annual Review of Football Finance, 2023, <https://www.deloitte.com/global/en/Industries/tmt/research/gx-annual-review-of-football-finance.html> e ID., Football money League 2025, www.deloitte.com/uk/en/services/financial-advisory/analysis/deloitte-football-money-league.html.

Eliott⁶ a quello RedBird, si è assistito anche ad un trasferimento di azioni di controllo tra fondi di investimento.

Il secondo molto recente è quello della Juventus. Infatti, la società Theter, gestore della *stablecoin* USDt ancorata al dollaro, ha acquistato una partecipazione di minoranza nel Juventus Football Club⁷. Questa operazione merita attenzione in sé ed anche per la strategia espansiva, mediante acquisizioni, in un arco temporale ravvicinato, di quote di società operanti in segmenti di mercato differenti ma capaci di dare luogo a sinergie⁸.

Una simile dinamica può avere anche rilevanza sul piano concorrenziale nel medio periodo. Infatti, l'ingresso nel capitale delle società calcistiche può essere accompagnato, in alcuni casi, anche da una contestuale acquisizione o acquisizione di partecipazioni in altre imprese di piccole dimensioni funzionali ad un rafforzamento nel mercato di riferimento (si pensi ad esempio a soggetti in grado di sviluppare e potenziare aspetti comunicativi o di *fan engagement*).

Una simile evoluzione può avere riflessi economici per le società interessate ed anche concorrenziali⁹ alla luce del loro progressivo rafforzamento su più segmenti di mercato ed in un quadro nel quale, se

⁶ L'operazione era stata avviata con il riscatto da parte del Fondo Eliott del pegno azionario concesso al precedente proprietario, un imprenditore cinese.

⁷ La notizia è stata accolta positivamente dal mercato con un rialzo in borsa del titolo della squadra del 2.4% superiore alla performance quotidiana dell'indice azionario italiano dello 0.8%. Si veda V. LOPS, *Tether, la società della prima stablecoin al mondo, entra nel capitale della Juventus*, Il Sole 24 ore, 14 febbraio 2025, <https://www.ilsole24ore.com/art/tether-societa-che-emette-prima-stablecoin-mondo-entra-capitale-juventus-AG1eGMtC>.

⁸ Il comunicato Consob sulle partecipazioni rilevanti indica con data 10 febbraio 2025 una partecipazione di Theter nel capitale della Juventus pari al 5,015%. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/w/comunicazioni-relative-a-partecipazioni-rilevanti-2025-02-19?redirect=%2Fweb%2Farea-pubblica%2Fquote%2Fpartecipazioni-r-elenco>.

Di Theter è utile ricordare anche altri recenti investimenti quali quello nella piattaforma video Rumble, nella start up BlackRock Neurotech e Northern Data Group dotata di un'infrastruttura utilizzata per l'addestramento di modelli di intelligenza artificiale.

⁹ Per un approfondimento su questi aspetti con riferimento anche alle società quotate si vedano in particolare A. TZANAKI, *Antitrust's Increasingly Long Arm: (Minority) Private Equity Investors Beware*, in CPI Antitrust Chron., 2022, p. 5 ss. e F. GHEZZI, *Private equity, operazioni di roll-up e tutela della concorrenza*, Riv. Soc., 2024, p. 159 ss.

consideriamo proprio il mercato calcistico, esistono già barriere all'ingresso individuabili nei “posti limitati” nelle differenti serie. Pertanto, se non si vuole affrontare un percorso lungo e irto di incognite, anche finanziarie, funzionali al passaggio dalla serie amatoriali ai campionati maggiori è necessario individuare un club tra quelli già consolidati e inseriti nelle serie maggiori. Peraltro, alla presenza nelle serie maggiori corrisponde anche un maggior numero di tifosi fidelizzabili sui quali fare leva per l'offerta di servizi di intrattenimento.

Proprio un processo di rapide acquisizioni di altri operatori, specialmente se di piccole dimensioni o start up, per offrire una gamma di servizi sempre più ampia (dalla comunicazione allo streaming e non solo), come già mostrato dalle grandi piattaforme nel loro processo di realizzazione dei c.d. ecosistemi, è funzionale al rafforzamento della propria posizione sul mercato. Nel caso delle Big Tech tale meccanismo è stato utilizzato con una certa sistematicità proprio per ampliare il novero delle attività in nuovi segmenti di mercato grazie anche alla mancanza di controllo sulle concentrazioni laddove le acquisizioni risultassero “sotto soglia”¹⁰. Anche per questo la Commissione ha ritenuto utile una rivalutazione dell'articolo 22 del regolamento n. 139/2004 e del principio di notifica preventiva favorendo l'esame anche di quelle fusioni che, pur essendo sottosoglia, possono incidere in modo significativo sul mercato¹¹. Inoltre, sul punto la Corte di Giustizia in una sen-

¹⁰ Tali acquisizioni sono state anche definite “killer” perché capaci di conferire il duplice obiettivo di eliminare un potenziale concorrente sul mercato acquisendo contestualmente il suo know how. Sull'utilizzo del termine “killer” in queste situazioni si vedano in particolare C. CUNNINGHAM, F. EDERER, S. MA, *Killer acquisitions*, 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3241707; M. BOURREAU, A. DE STREEL, *Digital conglomerates and EU competition policy*, Centre on Regulation in Europe (CERRE), 2019, <https://cerre.eu/news/digital-conglomerates-and-eu-competition-policy/>; K.C. LIMARZI, H.R.S. PHILLIPS, “Killer Acquisitions”, *Big Tech and section solution in search of a problem*, 26 May 2020, *Antitrust Chronicle*, www.competitionpolicyinternational.com; A. CANEPA, *I mercanti dell'era digitale, Contributo allo studio delle piattaforme*, Giappichelli, Torino, 2020, p. 103 ss; OECD, *Start-ups, Killer Acquisitions and Merger Control* Background Note, May 2020, DAF/COMP(2020)5, https://www.oecd.org/en/publications/start-ups-killer-acquisitions-and-merger-control_dac52a99-en.html; M. IVALDI, N. PETIT, S. UNEKBAS, *Killer Acquisitions: Evidence from European Merger Cases*, Working paper n. 1420/2014, Toulouse School of Economics, https://www.tse-fr.eu/sites/default/files/TSE/documents/doc/wp/2023/wp_tse_1420.pdf.

¹¹ È utile ricordare come il Regolamento 1925/2022 sui mercati equi e contendibi-

tenza del 2023¹², ha precisato come singole operazioni di fusione possano essere valutate congiuntamente qualora risultino strettamente collegate tra loro con un vincolo condizionale o siano strutturate come una serie di transazioni concluse in un breve lasso di tempo.

L'evoluzione degli aspetti societari è però solo una parte delle trasformazioni osservabili e particolarmente interessante appare soffermarsi sulla differenziazione dell'offerta anche grazie allo sviluppo tecnologico ed al ruolo delle piattaforme.

2. *La finanza digitale al servizio delle squadre quale nuova dimensione del fan engagement*

L'ampliamento dell'offerta di servizi funzionali all'incremento dei canali di finanziamento ha visto in questi anni lo sviluppo tramite piattaforme e app di molteplici modalità di intrattenimento e gaming molto appetibili per l'utente/tifoso grazie anche alla fruibilità senza limiti di orario e alla idoneità a rispondere alla richiesta di essere sempre connessi, attivi e coinvolti. L'obiettivo è quello di rendere disponibili contenuti, giochi e servizi capaci di rafforzare la fidelizzazione ed incrementare i numeri degli interessati, includendo anche coloro che, pur avendo una simpatia per una squadra, non seguono tutti gli eventi sportivi ma possono essere interessati a sperimentare tutte le proposte di intrattenimento in streaming¹³ comprensive del gaming, specialmente quando garantiscono forme di interazione "attiva"¹⁴.

li nel settore digitale (c.d Legge sui mercati digitali) in GUUE L265/1 del 12 ottobre 2022, all'art. 14 co. 1 stabilisca per i gatekeeper la necessità di informare la Commissione su qualunque progetto di concentrazione, a prescindere dal raggiungimento della soglia, qualora le entità partecipanti alla concentrazione o l'oggetto della concentrazione forniscano servizi di piattaforma di base o qualsiasi altro servizio nel settore digitale o consentano la raccolta di dati, a prescindere dal fatto che sia notificabile alla Commissione a norma di tale regolamento.

¹² Si veda la sentenza CGCE, caso C-449/21, Towercast SASU v. Autorité de la concurrence, Ministre chargé de l'économie, del 16 marzo 2023, www.curia.eu.

¹³ In particolare, nel caso di eventi in streaming la pubblicità risulta targettizzata non sono per utente ma anche per evento in base al paese in modo che gli spettatori possano vedere pubblicità inerenti operatori presenti nei loro paesi. Questo aspetto come evidenziato da Radrizzani in questo volume non ha rilievo solo per i singoli ma anche per quanto concerne l'ammontare complessivo dei contributi pubblicitari.

¹⁴ Come ben sintetizzato da Evans ormai diversi anni fa "When it comes to atten-

Un’analisi di questi aspetti richiede di soffermarsi contestualmente sul volume e le caratteristiche dell’offerta su piattaforma e app e sull’utilizzo della gamification per favorire le transazioni.

Soffermarsi su tali aspetti consente un approfondimento del quadro esistente e permette di capire anche se la finanza digitale, inserita in un contesto ludico, possa dare luogo a maggiori rischi per l’utente rispetto a quanto avviene quando il singolo opera su piattaforme e app del mercato finanziario.

Dal punto di vista degli offerenti è utile sottolineare come, a fianco di piattaforme “specializzate” nella commercializzazione di tokens, come Binance, Socios¹⁵ o Paribu, ve ne siano anche altre, compresa quella della Fifa, che offrono anche altri prodotti e servizi. Tutte quante e specialmente le app mirano a catturare l’attenzione dell’utente attraverso l’offerta e la modalità con la quale viene presentata. Il compito, come noto, è tutt’altro che semplice visto che generalmente l’attenzione dell’utente è per sua natura limitata per durata e la sua cattura è tutt’altro che semplice. Anche per questo, come sarà evidenziato, si ricorre sempre più spesso a tecniche di gamification.

Per quanto concerne l’offerta si registra un crescente ricorso ad NFTs, collezionabili e token da parte delle squadre, visti anche i volumi registrati¹⁶, quali esempi evidenti di una rilevanza della finanza digitale

tion seeking, there are few winners that “take all” in practice”. Si veda D. EVANS, *Attention Rivalry among Online Platforms*, Coase-Sandors Working Paper Series in Law and Economics, 2013, p. 3, www.chicagounbound.uchicago.edu. Sulla fisionomia e le caratteristiche del mercato dell’attenzione esiste una vasta letteratura in particolare si veda P. BORDALO, N. GENNAIOLI, A. SHLEIFER, *Competition for attention*, Rev. Econ. Studies, 2016, p. 481 ss.; T. WU, *Blind Spot: The Attention Economy and the Law*, Antitrust Law Journal, 2019, p. 771 ss.

¹⁵ In particolare sull’attività di Socios si veda il contributo di Marcheggiano in questo volume.

¹⁶ Sul punto si vedano i dati sulle squadre utilizzatrici ed i volumi contenuti nel rapporto Chiliz, sviluppatore di Chiliz Chain ecosistema blockchain dell’industria sportiva. Nello specifico si fa riferimento ad oltre 70 squadre e ad una capitalizzazione di mercato di oltre 200 milioni di dollari. Si veda Chiliz Financial Report Q4 2024, https://www.binance.com/en/square/post/21056730151265?_ul=aHR0cHM-6Ly9hcHAuYmluYW5jZS5jb20vdW5pLXFyL2NhcnQvMjEwNTY3MzAxNTYyNjU_bD1lbiZyPTEwNzg5MjkwNTUmdWM9d2ViX3NxdWFyZV9zaGFyZV-9saW5rJnVzPXR3aXR0ZXI&ref=1078929055&utm_campaign=web_square_share_link&utm_source=twitter.

sempre maggiore non più solo nei mercati finanziari ma anche in segmenti differenti come l'arte¹⁷ ed il calcio. Tale aspetto, oltre ad essere significativo in sé, pone anche questioni giuridiche inerenti la natura di ciò che viene offerto da operatori non finanziari.

Peraltro, vi è anche un tema di riconoscibilità da parte degli utenti della natura e delle implicazioni finanziarie di quanto offerto in un quadro di maggiori rischi legati da un lato al contesto ludico e dall'altro all'emozione ed impulsività che può essere generata dalla passione calcistica. In questo senso ad esempio un token, agli occhi dei tifosi più inesperti per età o competenze finanziarie¹⁸, può diventare qualcosa capace di rafforzare il collegamento con la propria squadra ed essere considerato un elemento di riconoscimento, un "token identitario".

Peraltro, in particolare il ricorso alle app, favorisce maggiormente anche una maggiore perdita di percezione dell'acquisto e della quantità di denaro utilizzato visto che vi possono essere anche più passaggi dal "denaro reale" alle criptovalute o anche alle "*in – game value*" o "*in-app value*"¹⁹ (come gemme, monete o simili). Si assiste così ad una trasformazione di valuta corrente, avente corso legale, in una contrattuale che consente l'accesso ad altre utilità o alla possibilità di vincere premi. Infine, è utile tenere conto che i fan token possono essere acquistati anche in una Initial Coin Offerings con il rilascio di un numero specifico di token acquistabili in un periodo predefinito²⁰.

¹⁷ Per un approfondimento del ruolo degli NFTs nel mercato dell'arte si vedano in particolare F. ANNUNZIATA, A. CONSO (a cura di), *L'arte ed il suo doppio*, 2021, Montabone, Milano 2021 e A. CANEPA (a cura di), *Il mercato dei Non Fungible Tokens tra arte, moda egamification*, Milano University Press, 2024, <https://libri.unimi.it/index.php/milanoup/catalog/book/150>.

¹⁸ Sul punto esiste una vasta letteratura con specifico riferimento all'ambito digitale si veda in particolare B. RUSSO, *L'educazione finanziaria nell'era delle tecnologie digitali. Una lettura coordinata per un approccio nuovo alla disciplina*, Giappichelli, Torino, 2022.

¹⁹ Su questi aspetti e ed in particolare sui possibili rischi si veda anche il Report BEUC (European Consumer Organisation) *Monetising Play: Regulating in-game and in-app premium currencies*, settembre 2024, <https://www.beuc.eu/position-papers/monetising-play-regulating-game-and-app-premium-currencies>.

²⁰ Ad esempio si può ricordare come vi sia stata una ICO nel 2020 per quelli del Paris Saint Germain su Socios.com. Sulla fisionomia di una ICO e la sua finalità si veda il documento del Parlamento Europeo, *Understanding initial coin offerings A new means of raising funds based on blockchain*, PE 696167, luglio 2021, In dottrina si

2.1. *Appetibilità di token “identitari”, NFTs e collezionabili tra differenze e possibili “offerte combinate”*

Come noto, il token e l’NFT presentano una differente natura visto che i primi sono fungibili ed assoggettabili, in quanto configurabili come utility token, al regolamento n. 1114/2023 (c.d. MICA)²¹ con tutto ciò che ne consegue in termini di obblighi informativi e di trasparenza²², mentre i secondi sono caratterizzati da un’unicità ed un’illiquidità che ne ha determinato l’esclusione da tale disciplina nonostante vi siano casi nei quali il possesso conferisce l’accesso a varie utilità.

In questa sede però l’elemento sul quale si intende focalizzarsi è la motivazione per la quale vi è stata una così rapida diffusione nel mercato calcistico ed i rischi che ne possono derivare. Il loro utilizzo presenta due finalità: una di rafforzamento della fidelizzazione degli utenti ed una di capacità di rivolgersi ad una platea non limitata ai soli tifosi ma potenzialmente più ampia con possibilità di reperimento di nuove risorse.

Per il tifoso l’appetibilità di acquisto, in particolare di un fan token di un club o di una nazionale, è rafforzata non solo dalle possibili utilità attribuite come l’accesso ad iniziative esclusive, ma anche dalla possibilità di prendere parte all’assunzione di specifiche decisioni della sua squadra grazie all’attribuzione di “diritti di voto”.

Infatti, anche l’acquisto di NFTs di una particolare collezione può consentire il riconoscimento di molteplici utilità correlate al possesso ed al conseguente ingresso in “club esclusivo” (ad esempio accesso ad

vedano in particolare Zetzsche D. A., Buckley R. P., Arner D. W. and Föhr L. The ICO Gold Rush: It’s a Scam It’s a Bubble, It’s a Super Challenge for Regulators, European Banking Institute Working Paper series 18/2018; N. Essaghoolian, ‘Initial Coin Offerings: Emerging Technology’s Fundraising Innovation’, U.C.L.A. Law Review, 2019, pp. 294 F. ANNUNZIATA, Speak, If You Can: What Are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings, Bocconi Legal Studies Research, 2019 rep. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3332485 e C. SANDEI, *L’offerta iniziale di crypto-attività*, Giappichelli, Torino, 2022.

²¹ Regolamento (EU) 2023/1114 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 31 Maggio 2023 On markets in crypto-assets, and amending Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 1095/2010 and Directives 2013/36/EU and (EU) 2019/1937, (c.d. MICA), OJ L 150, 9.6.2023.

²² Sul punto si rinvia al contributo di Savastano in questo volume.

eventi riservati con personaggi famosi del mondo del calcio e non solo). Vi è però una differenza sostanziale rappresentata proprio dal fatto che non si acquisisce alcun diritto di partecipazione alle decisioni del club dei possessori o della società creatrice della collezione di NFTs. Emblematico in tal senso può essere considerato, nel caso del mercato artistico, l'esempio della famosa collezione Bored Ape. gli NFTs, di questa collezione, acquistati in alcuni casi anche a prezzi elevati, venivano presentati come capaci di attribuire "vantaggi e offerte che aumenteranno nel tempo"²³ senza però alcun riconoscimento tra le utilità correlate di diritti di partecipazione a decisioni da assumere. Anche in ambito calcistico si ravvisano esempi simili come nel caso di alcune collezioni promosse dalla Fifa, dedicata a momenti salienti del mondiale per club del 2023. Tra i vantaggi riconosciuti vi era in particolare un beneficio sull'acquisto di biglietti e per la partecipazione alla Coppa del mondo del 2026. In questo caso è di interesse anche la modalità di commercializzazione adottata dalla FIFA sia direttamente, attraverso FIFA+ collect già utilizzata per altre collezioni precedenti²⁴, sia indirettamente e cioè mediante piattaforme specializzate nella commercializzazione di NFTs, come OpenSea. Quest'ultima è una delle principali piattaforme specializzata nella commercializzazione di NFTs di tipo artistico, sportivo e dell'ambito gaming che fa ampio ricorso alla gamification per attrarre gli utenti, favorire la loro partecipazione alle aste e facilitare la conclusione di acquisti che, è utile ricordare, avvengono mediante criptovalute²⁵. Ciò significa notevoli rischi di volatilità, insiti negli NFTs, ed anche nelle modalità per favorire gli acquisti nonché nella modalità di pagamento.

Vista la correlazione con un possibile maggiore interesse all'acquisto di un fan token per il plus offerto, corrispondente ai diritti di voto,

²³ Si veda il sito <https://boredapeyachtclub.com/#/home>.

²⁴ La piattaforma Fifa+ Collect è stata avviata nel 2022. Tra quelle promosse si possono ricordare

²⁵ Sulle modalità di azione di OpenSea e le tipologie di tecniche di gamification utilizzate per la commercializzazione nonché alla contestuale presenza anche di strategie di realizzazione di rarità artificiale capaci di favorire la conclusione degli acquisti in asta a prezzi più elevati, si consenta il rinvio a A. CANEPA, *Mercato e modelli di scambio degli NFTs tra definizione dei prezzi, Gamification e tutela dell'utente*, in ID. (a cura di), *Il mercato dei Non Fungible Tokens...*, cit. p. 23 ss.

può essere utile richiamare le tipologie di decisioni nelle quali attualmente può essere esercitato per valutarne meglio anche il potenziale.

Se osserviamo gli esempi attualmente disponibili sul mercato si nota come i diritti risultino circoscritti ad un ambito piuttosto limitato e su tipologie di scelte ad “influenza limitata” rispetto alle strategie di sviluppo della squadra interessata. Fra di esse, per fare alcuni esempi, vi sono la possibilità di valutare i colori della seconda maglia della squadra o il layout del pullman ufficiale, la definizione delle canzoni di accompagnamento degli allenamenti della squadra o di festeggiamento per un gol segnato, la scelta di una scritta da inserire sulla fascia del capitano²⁶. Anche se apparentemente non sembrano decisioni “importanti” per il futuro della squadra, il volume degli acquisti, rispetto agli NFTs, appare in costante crescita con effetti positivi per le finanze delle squadre aderenti²⁷ ma non sempre per quelli degli acquirenti come osservabile, ad esempio, nel caso dell’Arsenal²⁸. In questo caso i fatti, avvenuti precedentemente all’adozione del Regolamento MICA, avevano determinato l’intervento dell’Advertising Standards Authority (ASA) che aveva sottolineato come gli annunci con i quali i token erano stati presentati agli utenti fossero stati fuorvianti e non avessero messo in luce il rischio dell’investimento, a partire dalla necessità di acquisto in criptovalute e delle implicazioni che ne derivavano²⁹.

In realtà l’aspetto della trasparenza e corretta informazione è fondamentale ma può non essere sufficiente per far riflettere attentamente

²⁶ Quest’ultimo è un esempio offerto dal Paris Saint Germain. In alcuni casi, come quello dei token offerti dalla piattaforma Tifos dedicata all’emissione di token di squadre con società in difficoltà, è prevista anche la possibilità, grazie all’acquisto del relativo token della squadra, di partecipare alla designazione di un dirigente della società che andrà a dare voce alle idee e istanze della “comunità” dei possessori. Attualmente l’unica squadra di calcio inserita in questa piattaforma per la quale è prevista questa previsione è quella del Siracusa.

²⁷ Su questo aspetto si vedano in particolare L. Ante, B. Schellinger, F.-P. Wazinski, Enhancing Trust, Efficiency, and Empowerment in Sports: Developing a Blockchain-Based Fan Token Framework, 2023, https://aisel.aisnet.org/ecis2023_rp/234/

²⁸ Nello specifico il fan token dell’Arsenal dopo un’iniziale crescita aveva subito un crollo dell’80% rispetto al momento in cui aveva raggiunto il valore massimo. Sul punto si veda J. D’URSO, How the crypto crash..., cit.

²⁹ Per maggiori dettagli si veda l’intervento dell’ASA del 10 agosto 2022. <https://www.asa.org.uk/rulings/arsenal-football-club-plc-a21-1121873-arsenal-football-club-plc-1.html>

l'utente sulla rischiosità di una transazione di questo tipo, specialmente quando, oltre agli aspetti già menzionati, l'acquisto è condizione per avere collezionabili necessari, a loro volta, per accedere anche a sfide o ad estrazioni per la vincita di premi³⁰.

Tali "commistioni di utilizzo" tra fan token e collezionabili non riguardano solo le singole squadre presenti nei campionati ma anche le nazionali come già accaduto anche per la nazionale italiana. Per esempio, nel 2024, in occasione dei campionati europei, attraverso la piattaforma Socios, sono stati resi disponibili collezionabili digitali ufficiali, c.d. Football Fabric Collection, accessibili mediante "blocco" dei propri fan token e cioè utilizzando la funzione "locker room" che impedisce la commercializzazione per un periodo di tempo predefinito. È da notare che vi erano più categorie di collezionabili distinti in base alla rarità e per i quali il numero dei fan token da bloccare era più elevato quanto maggiore era la rarità³¹. La decisione di optare per la funzione di blocco più rigida dava luogo all'impossibilità di procedere ad uno sblocco anticipato ed impediva pertanto la commercializzazione ma dava la possibilità di ricevere automaticamente i collezionabili necessari per essere inclusi tra coloro che potevano vincere una maglia della squadra della quale avevano bloccato i fan token. Per essere inclusi tra i potenziali vincitori era necessario però aver soddisfatto anche una ulteriore condizione e cioè aver raccolto tutte e quattro le categorie di collezionabili.

L'interesse di questo esempio non è solo il blocco della commerciabilità per un periodo predefinito non deciso dal possessore ma anche la presenza di elementi di gioco per incentivare l'acquisto in un contesto già di gioco.

In tal senso è emblematico come l'accesso al "club" dei possibili vincitori di un "premio di acquisto" fosse soggetto a due condizioni con implicazioni economiche. La prima la necessità di acquisto e/o possesso di un certo numero di fan token e la seconda un impegno di non commercializzazione per un periodo di tempo prestabilito. Solo il verificar-

³⁰ Tra questi possono esservi ad es. biglietti o altri collezionabili legati giocatori attuali o passati ed a competizioni future.

³¹ Nello specifico l'offerta era articolata nelle seguenti categorie: classica con emissioni di 2000 collezionabili per squadra, bronzo con emissione di 1000 collezionabili per squadra, argento con 750 ed infine oro con 300 collezionabili per squadra.

si di entrambe le condizioni consentiva raggiungere l’obiettivo di essere incluso tra i concorrenti all’assegnazione del premio finale. Un simile “design combinato” può indurre ad una possibile sottovalutazione degli aspetti economici ed in particolare ad una sottovalutazione dell’importo di una spesa certa a fronte dell’incerta vincita di un premio il cui valore non è noto ed è caratterizzato da una notevole volatilità.

3. *Design, strumenti ed impiego del “fattore gamification”: la peculiarità delle loot boxes*

Visto che app e piattaforme operanti nel mercato calcistico nella loro offerta di fan token e NFTs fanno ampio ricorso a meccanismi di gamification, può essere utile, preliminarmente richiamarne la definizione per poi soffermarsi sulle modalità di utilizzo.

Con l’espressione gamification si fa riferimento a tecniche spesso divertenti e simili ad un gioco, nate nel mondo dei videogiochi, utilizzate per favorire partecipazione e coinvolgimento dell’utente. Negli anni hanno assunto sempre di più la fisionomia di strumenti di marketing per la loro capacità di influire e indirizzare i comportamenti³² compresi quelli di acquisto. Tipicamente strumenti di gamification possono essere considerati ad esempio i punteggi, gli elementi sonori per accompagnare la disponibilità di risorse o i traguardi raggiunti con successo, oppure i sistemi di ricompensa. Tali strumenti se impiegati nell’offerta di beni e servizi possono influire sulla propensione all’acquisto³³ e sono ormai utilizzati in un numero sempre maggiore di seg-

³² Su quest’ultimo aspetto si veda in particolare B. BURKE, *Gamify. How gamification motivates people to do extraordinary things*, Bibliomotion, New York, 2014, p. 15 ss.

³³ Per un inquadramento della gamification si vedano tra gli altri S. DETERDING, D. DIXON, R. KHALED, L. NACKLE, *From Game Design Elements to Gamefulness: Defining Gamification*, Conference Paper 15th International Academic MindTrek Conference: Envisioning Future Media Environments, 2011, rep. www.researchgate.net/publication/230854710_From_Game_Design_Elements_to_Gamefulness_Defining_Gamification e F. ROTH, *Gamification: State of Art Definition and Utilization*, 2012, rep. http://hubscher.org/roland/courses/hf765/readings/Groh_2012.pdf; sul tema della gamification applicata ai crypto-assets si veda in particolare J. FALLOWS TIERNEY, *Investment Games*, 2022, rep. sul sito www.ssrn.com ed i documenti CFA Institute, *Fun and Games. Investment Gamification and Implication for Capital Markets*, 2022 e U.S. Depart-

menti di mercato compreso quello finanziario³⁴. In realtà all'utilizzo della gamification non corrisponde necessariamente un rischio così come il suo impiego non è limitato solo ad un incremento di propensione all'acquisto come dimostra il ricorso ad alcuni di questi strumenti per rafforzare l'efficacia di interventi di *nudge* e perseguire di finalità istituzionali grazie all'influenza sulle scelte dei singoli³⁵.

Tra le tecniche però ve ne sono alcune, come le *loot boxes*, nelle quali la componente di rischio è preponderante soprattutto se impiegate in contesti di acquisto e di gioco. Questa consiste in un contenitore virtuale, una sorta di pacchetto sorpresa acquisibile e soprattutto del quale non è noto preventivamente il contenuto ma solo il fatto che contiene componenti utili per l'avanzamento nel gioco o il superamento di ostacoli e livelli. Nonostante l'incertezza ed il rischio insito nella decisione di acquisto di trovare qualcosa di non utile in quel momento o di già posseduto, nei videogiochi, le *loot boxes* hanno avuto notevole successo ed hanno suscitato profonde riflessioni soprattutto nel momento in cui il loro acquisto non era più effettuabile con "moneta di gioco" bensì esclusivamente con ricorso ad uno strumento di pagamento. Proprio in questo contesto è stata rilevata anche la capacità delle *loot boxes* di incrementare l'interesse ed il coinvolgimento nella sfida nonostante il possibile effetto di delusione a seconda del contenuto trovato. Come ricordato nel 2020 dal Parlamento Europeo³⁶, i pacchi sorpresa, per loro stessa configurazione possono rivelare fin da subito le tipologie di

ment of the Treasury, *Crypto- Assets: Implications for Consumers, Investors and Business*, Settembre 2022.

³⁴ Sull'utilizzo nell'ambito finanziario si vedano in particolare P. LUCANTONI, *Negoziazione ad alta frequenza tra olocrazia dell'algoritmo e gamification del contratto di investimento*, Riv. Trim. Dir. Ec., 3/2021, suppl., p. 114 ss.; B. DASH, *Gamification of e-wallets with the Use of DeFi Technology – a Rivist to Digitalization in Fintech*, International Journal of Engineering, Science, Technology and Innovation (IJESTI), Vol 3, Issue 1, January 2023; C. BAKER, C.K. ODINET, *The Gamification of Banking*, settembre 2023, rep. su www.ssrn.com; Consob, *La gamification degli investimenti finanziari*, Quaderno giuridico n. 32 gennaio 2025, www.consob.it/documents/d/area-pubblica/qg32.

³⁵ In tal senso si veda G. SGUEO, *Punteggi, classifiche e premi: è possibile "giocare" con le politiche pubbliche?* in Riv. tri. Dir. pubbl. 2019, p. 591 ss.

³⁶ Si veda European Parliament, Directorate-General for Internal Policies, *Loot boxes in online games and their effect on consumers, in particular young consumers*, Luglio 2020, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652727/IPOL_STU\(2020\)652727_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2020/652727/IPOL_STU(2020)652727_EN.pdf).

“contenuto” che potrebbero essere trovate, oppure non dare alcuna indicazione se non sulle categorie di contenuti che si potranno trovare una volta aperti.

Sia nella prima tipologia sia nella seconda, come mostrato dal mercato dei video-game, possono favorire lo sviluppo di dipendenze e una maggiore propensione ed interesse al gioco d'azzardo³⁷.

Tale correlazione emerge anche dalla maggiore spesa media in *loot box* di coloro che risultano attratti anche dal gioco d'azzardo.

Una ulteriore conferma deriva dal riconoscimento, nella legislazione di alcuni paesi, di una natura equiparabile al gioco d'azzardo. In tal senso è interessante ricordare come sia attualmente in attesa di decisione una questione pregiudiziale presentata proprio nel gennaio 2025 dal Tribunale delle imprese di Anversa inerente l'offerta e la promozione sull'App Store di Apple proprio di un gioco caratterizzato da *loot box*. Il Tribunale di Anversa ritiene che possa essere qualificato come gioco d'azzardo e, come tale, violi la normativa belga in materia che prevede per tale offerta il possesso di una licenza³⁸.

4. *I rischi finanziari per l'utente di un “gioco di squadra” all'insegna di gamification e microtransazioni*

Nel mercato in esame la questione della gamification assume rilievo per la sua capacità di indurre un possibile incremento di permanenza su app e/o piattaforma³⁹ contestualmente alla conclusione di un alto

³⁷ Si veda in tal senso in particolare D. ZENDLE, P. CAIMS, *Video game loot boxes are linked to problem gambling: Results of a large-scale survey*, 2019, <https://journals.plos.org/plosone/article?id=10.1371/journal.pone.0206767>; H. WARDLE, D. ZENDLE, *Loot Boxes, Gambling, and Problem Gambling Among Young People: Results from a Cross-Sectional Online Survey*, 2021, p. 257 ss.; S.G. SPICER, C. FULLWOOD, J. CLOSE, L.L. NICKLIN, J. LLOYD, H. LLOYD, *Loot boxes and problem gambling: Investigating the “gateway hypothesis”*, *Addictive Behavior*, 2022, p. 107327 ss.

³⁸ Si veda Apple Distribution International, causa C-47/25 e la causa olandese da cui ha avuto origine sulla quale maggiori informazioni sono reperibili al seguente link https://juportal.just.fgov.be/JUPORTAwork/ECLI:BE:ORANT:2025:JUG.20250116.1_NL.pdf.

³⁹ Secondo alcuni il prolungamento del tempo di permanenza sarebbe strettamente connesso, specialmente nei soggetti più giovani a quello che avviene nei videogame dove si registra un “irresistibile bisogno di giocare e una crescente tensione che potreb-

numero di micro-transazioni, ravvicinate temporalmente, effettuate perlopiù in criptovalute ed aventi ad oggetto *crypto-assets* o NFTS in un contesto di intrattenimento e divertimento. Le microtransazioni sono qualificabili come acquisti effettuati nell'ambito dello specifico evento, gioco o forma d'intrattenimento, capaci di dare all'acquirente accesso ad utilità ulteriori e non inizialmente incluse.

Tra gli elementi di gamification utilizzati nell'offerta combinata di NFTs e fan token si osserva il ricorso anche a pacchetti sorpresa.

Se ad esempio prendiamo proprio i pacchetti sorpresa proposti dalla FIFA si può osservare come questi prevedano più tipologie, definiti pacchetto sorpresa e pacchetto ricompensa⁴⁰, organizzati come una serie di "tappe necessarie" di un percorso per quella che viene definita la "sfida definitiva". L'utente può vincere solo portando a termine una raccolta di tutte le collezioni contenute in determinare serie di pacchetti sorpresa al termine della quale verrà assegnato un NFT considerato "prestigioso" e non trasferibile⁴¹. L'evoluzione nell'incremento di rischi per l'utente di questi pacchetti risiede proprio nel fatto che l'acquisto non corrisponde più semplicemente a "pacchetti di carte di giocatori" come in precedenti giochi FIFA⁴² bensì in NFTs o token. Peraltro, la struttura di un'offerta così articolata oltre agli aspetti di aleatorietà e difficoltà di "recupero" rende più complessa anche la quantificazione della spesa vista la frammentazione in un numero variabile di micro-transazioni il cui importo, finalizzato alla sfida o alla possibile vincita del "premio", non verrà più riconvertito in denaro reale.

Peraltro, proprio l'aspettativa sul possibile premio finale, conte-

be essere alleviata solo giocando". Si veda R.A., DESAI, S. KRISHNAN-SARIN, D. CAVALLO, M.N. POTENZA, *Video-gaming among high school students: health correlates, gender differences, and problematic gaming*. Pediatrics, 2010, p. 1414, <https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/21078729/>.

⁴⁰ Si tratta Pacchetto Sorpresa - Sfida Definitiva che consente di ricevere il gol iconico di Milla e il Sigillo di Completamento. Per maggiori dettagli si veda <https://collect.fifa.com/it-IT/drops/surprise-drops-ch>.

⁴¹ Si veda quale esempio di questa dinamica il pacchetto sorpresa edizione Genesi sul quale maggiori dettagli sono <https://collect.fifa.com/itIT/marketplace/sp-ch-sc>.

⁴² Il riferimento è al gioco simile ad un album di figurine nel quale, acquistando pacchetti di carte, si entra in possesso di giocatori più o meno rari e con caratteristiche utili al fine di avere un vantaggio in gioco scambiabili all'interno del gioco stesso, mediante monete raccogliibili all'interno del gioco o acquistabili con denaro reale.

stualmente al tempo dedicato alla raccolta, inducono a continuare gli acquisti per cercare di ottenere un premio finale di cui non è noto il valore attuale e la capacità di mantenerlo. La correlazione tra estrazione di un premio ed incremento degli acquisti trova conferma anche in un’indagine effettuata nel 2024 dalla Financial Conduct Authority (FCA) sulle app di trading. In essa si evidenziava come, in presenza di un’ estrazione di premi, a parità di informazioni fornite, si registrasse un incremento degli scambi effettuati in investimenti rischiosi seppure con differente livello di incremento in base all’età, a genere ed al livello di alfabetizzazione finanziaria⁴³.

Inoltre, proprio il meccanismo “ad acquisti successivi”, trasmette maggiormente l’idea di un progressivo avvicinamento al traguardo che può spingere a “proseguire nel percorso” specialmente in presenza di indicazioni che si è in competizione con altri. Proprio per favorire questa dinamica, per ogni “collezione”, viene indicato il numero dei partecipanti alla singola “raccolta” ed anche il numero di concorrenti, specialmente se elevato, assume rilievo nell’incrementare la frequenza transazioni.

Infine, è utile sottolineare come, spesso, al fine di spingere ad un maggior numero di acquisti, i prezzi dei pacchetti o degli altri possibili acquisti vengano definiti in modo tale da generare residui di credito sul profilo utente non rimborsabili⁴⁴.

Si tratta di un quadro meritevole di attenzione in sé anche qualora si utilizzi un’unica piattaforma/app ma che desta preoccupazioni ancora maggiori se si tiene conto della possibilità di partecipazione simultanea ad uno o più giochi proposti da una piattaforma e addirittura a più giochi su più piattaforme contemporaneamente.

In tali casi, le transazioni, pur essendo in molti casi di importo non elevato, possono essere molto numerose e ravvicinate nel tempo perché, funzionali come nell’esempio appena richiamato, a concludere

⁴³ Nello specifico in presenza di punti ed estrazioni vi era un aumento dal 6% all’8% mentre considerando la sola estrazione dell’1%. Si veda FCA, Digital engagement practices: a trading apps experiment, Research Note in Financial Regulation, June 2024.

⁴⁴ Sul punto si veda in particolare J. HAMARI, V. LEHDONVIRTA, *Game design as marketing: How game mechanics create demand for virtual goods*. International Journal of Business Science & Applied Management, 2010, p. 14 ss.

una raccolta a premi con un rischio di “dipendenza” capace di generare situazioni di sovraindebitamento.

Del resto, le piattaforme e le app facilitano anche la rapidità e semplicità di conclusione dell’acquisto con il “minimo dispendio di atti di volontà contrattuale”⁴⁵, sia nella formazione che nella manifestazione di volontà.

A completamento del quadro dell’offerta è utile ricordare come, se consideriamo in senso ampio la sfera del fantasy game⁴⁶, in esso possano essere inserite anche nuove tipologie di offerta come quelle che prevedono acquisto di prodotti finanziari derivati aventi come sottostanti indici finanziari legati ai calciatori. In quest’ultimo caso proprio la natura finanziaria, evidenziata anche dalla sede di negoziazione⁴⁷, potrebbe favorire una maggiore consapevolezza dell’utente oltreché una maggiore tutela garantita dall’applicazione della normativa di riferimento.

Infine, è utile tenere conto nella valutazione complessiva dei rischi anche il c.d. framework effect o “effetto-contesto”⁴⁸ nel quale si inseriscono gli elementi di gamification descritti. Questo svolge un ruolo di orientamento delle decisioni di acquisto, come nel caso dei social media dove tale funzione è svolta dalle reti di appartenenza e dalla loro capacità di creare senso di appartenenza ed emulazione⁴⁹. Nel caso in

⁴⁵ L’espressione è di G. SANTINI, *Il commercio*, Mulino, Bologna, 1979, p. 277.

⁴⁶ In quest’ambito possono rientrare anche situazioni assimilabili alle scommesse. Per un approfondimento su questi aspetti si veda in particolare M. ROTH, *Don’t Bet on It: Sports Betting and Consequential Detrimental Impact*, GWU Law School Public Law Research Paper 06-2025.

⁴⁷ Ad esempio, se si prende in esame la proposta della società Capital Market spa (CSA) la negoziazione avviene nel mercato OTC.

In situazioni di questo tipo gli indici possono tenere conto anche di dati “sul campo” e nello specifico sulle prestazioni per definire indici prestazionali funzionali ad offrire la possibilità ai tifosi ed a tutti gli interessati di registrarsi ed effettuare negoziazioni sul valore di mercato dei calciatori.

⁴⁸ Sul tema si vedano in particolare A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, *The framing of decision and the psychology of choice*, Science, 1981, p. 453 ss.; M.J. ROSZKOWSKI, G.E. SNELBECKER, Effects of “framing” on measures of risk tolerance: Financial planners are not immune, Journal of Behavioral Economics 1990, n. 3, p. 237 ss.; N. LINCiano, *Le distorsioni comportamentali e la consulenza finanziaria*, in AGE, 2012, p. 1 ss.; U. MORERA, E. MARCHISIO, *Finanza, mercati e regole...ma soprattutto persone*, in AGE, 2012, p. 5 ss.

⁴⁹ Nel caso dei social media proprio l’aspetto emozionale, fondamentale per l’asunzione di qualunque decisione, compresa quella di scambio, è rafforzata dall’idea

esame tale effetto è individuabile in una serie di elementi molto differenti tra loro ma ciascuno capace di rendere l'utente meno attento rispetto ai possibili rischi finanziari. Nello specifico il riferimento è in primo luogo alla natura ludica di questo mercato, alla scelta di un crescente numero di squadre di concludere contratti di sponsorizzazione con piattaforme di criptovalute⁵⁰ fino alla modifica di normative in essere. Questi ultimi due aspetti appaiono in qualche modo collegati in quanto l'esposizione e l'associabilità della propria squadra alle criptovalute può portare ad una percezione differente del rischio in esse insite. Inoltre desta qualche preoccupazione la discussione vigente su una possibile revisione della normativa in essere sulle scommesse⁵¹ con possibile modifica della L. n. 96/2018 (di conversione del c.d. decreto dignità). Una delle ipotesi riguarda la possibilità di eliminare il divieto di pubblicizzazione di giochi e scommesse su banner e cartellonistiche degli impianti sportivi⁵². Una quota degli introiti annuali derivanti da tali scommesse e giochi, pari all'1%, verrebbe destinata agli organizza-

della coincidenza di interessi ed azioni con gli appartenenti alla propria rete. Proprio quest'elemento facilita anche il coordinamento di scelte collettive (basti pensare ad esempio a quanto avvenuto nel caso Game-stop o, seppur con una differente finalità, nelle crisi bancarie della Silicon Valley). Su questo ruolo si consenta il rinvio a A. CANEPA, *Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell'assunzione delle decisioni di investimento*, in Riv. trim. dir. ec., 2022, p. 324 ss.

⁵⁰ Tali accordi, anche alla luce di possibili crolli di valore delle criptovalute, possono avere effetti sugli introiti delle squadre e portare anche alla necessità di rescissione dei contratti. Sul tema si veda in particolare J. D'URSO, *How the crypto crash has impacted each Premier League Club*, 2022, 28 giugno 2022 New York Times, <https://www.nytimes.com/athletic/3378407/2022/06/28/crypto-crash-premier-league/>.

⁵¹ Pur non essendo oggetto specifico di questo lavoro è utile sottolineare come in tema di impulso a scommesse alcuni studi evidenziano l'esistenza di un legame tra esposizione al marketing del gioco d'azzardo, decisione di gioco e maggiore partecipazione al gioco d'azzardo. Si veda in particolare J. TORRANCE, C. HEATH, M. ANDRADE, P. NEWALL, *Gambling, cryptocurrency, and financial trading app marketing in English Premier League football: A frequency analysis of in-game logos*, Journ. Behavioral Add., 2023, p. 972 ss.

⁵² Il c.d. Decreto Dignità, D.L. n. 87 del 12 luglio 2018, era stato poi convertito con legge n. 96 del 9 agosto 2018 pubblicata in G.U. n. 168 del 13 luglio 2018.

Sulla riproposizione in commissione cultura al senato della proposta si veda https://www.repubblica.it/economia/2025/02/25/news/aziende_scommesse_sponsorizzazione_attivita_sportive_culturali-424025773/.

tori degli eventi sui quali si è scommesso e dovrebbe consentire di avere maggiori risorse per progetti e soprattutto per la manutenzione e costruzione di nuovi stadi. La ratio di questa proposta, inizialmente prevista nel D.L. Cultura recentemente approvato senza poi essere stata mantenuta nel testo finale, è ravvisabile proprio nella ricerca di ulteriori canali di finanziamento per il settore calcistico e, a seguito della mancata approvazione nel provvedimento citato è stata ripresa e recentemente approvata in commissione cultura al Senato.

I FAN TOKEN ED IL CASO SOCIOS

SOMMARIO: 1. La duplice natura dei Fan Token: strumento di rewards e asset finanziario. – 2. Differenze tra Fan Token e NFT. – 3. La natura crypto dei Fan Token e l'industria sportiva. – 4. Blockchain e Fan Token: un ponte tra Club e tifosi. – 4.1. Dati e fidelizzazione: la forza nascosta dei Fan Token. – 5. Una prospettiva globale ed Il futuro del calcio nell'era digitale

1. *La duplice natura dei Fan Token: strumento di rewards e asset finanziario*

Negli ultimi anni, il calcio ha abbracciato una trasformazione digitale senza precedenti, una rivoluzione che ha avvicinato club e tifosi come mai prima d'ora. Tra tutte le innovazioni, la tecnologia blockchain e i fan token si sono affermati come strumenti capaci di ridefinire l'esperienza calcistica, spostando l'attenzione da un'interazione passiva a un coinvolgimento attivo e significativo. Socios.com, leader mondiale in questo settore, ha aperto la strada creando e sviluppando il concetto di fan token, trasformando il modo in cui i club e i tifosi interagiscono.

L'idea dei fan token è nata dall'esigenza di colmare il divario tra club e tifosi in un mondo sempre più digitalizzato. Socios.com, una piattaforma tecnologica basata sulla blockchain, è stata la pioniera di questa innovazione. Il progetto ha preso vita con l'obiettivo di offrire ai tifosi un modo per essere parte integrante delle decisioni e delle attività del proprio club, andando oltre il semplice supporto emotivo. Il primo fan token è stato lanciato nel 2019 e da allora il fenomeno si è rapidamente espanso, coinvolgendo alcuni dei più grandi club del mondo. Grazie a questa tecnologia, i fan possono ora avere un ruolo attivo nella vita del club, unendo passione e innovazione in una nuova esperienza sportiva.

2. *Differenze tra Fan Token e NFT*

I token, in generale, sono rappresentazioni digitali di un valore o di un diritto, registrate su una blockchain. Ogni token può avere una fun-

zione specifica, come rappresentare una valuta, un asset fisico o digitale, oppure fornire accesso a determinati servizi o vantaggi.

I fan token sono una categoria di token progettata appositamente per il mondo dello sport e dell'intrattenimento. A differenza degli NFT (Non-Fungible Token), che sono unici e non intercambiabili, i fan token sono fungibili, il che significa che ogni token ha lo stesso valore e le stesse caratteristiche di un altro dello stesso tipo. Mentre gli NFT vengono spesso utilizzati per rappresentare oggetti digitali unici, come opere d'arte, video o memorabilia sportive, i fan token offrono vantaggi pratici e interattivi, come il diritto di voto in decisioni specifiche del club, accesso a premi esclusivi e un ruolo attivo nella community.

Questa differenza è cruciale: mentre gli NFT si concentrano sull'unicità e sul collezionismo, i fan token puntano al coinvolgimento e alla partecipazione attiva dei tifosi, trasformando il loro supporto in un'esperienza dinamica e collaborativa.

La loro crescita è stata straordinaria: alla fine del 2024, il volume medio giornaliero di scambi ha raggiunto i 92,26 milioni di dollari, segnando un aumento del 537% rispetto al trimestre precedente e del 90% rispetto alla media dell'anno. Questa impennata riflette il crescente interesse del mercato per questi asset digitali sostenuti dallo sport, guidato da una robusta adozione di nuove strategie di trading e di acquisti di utilità.

Il valore dei Fan Token non si limita al mercato: il loro impatto si estende anche all'esperienza diretta dei tifosi. Nel quarto trimestre del 2024, il numero di premi riscattati ha registrato un aumento del 110% rispetto al trimestre precedente, con oltre 33 milioni di Reward Points spesi per esperienze esclusive, tra cui l'accesso a partite VIP e incontri con i giocatori. Club prestigiosi come il Manchester City, il PSG e l'AC Milan hanno registrato una crescita significativa nell'utilizzo dei Fan Token, con il City in testa con un incremento del 323% nei riscatti. Questi dati dimostrano come i Fan Token non siano solo strumenti di investimento, ma anche chiavi d'accesso a un nuovo modo di vivere il calcio, in cui tifosi e club interagiscono in un ecosistema digitale dinamico e partecipativo.

3. La natura crypto dei Fan Token e l'industria sportiva

I fan token nascono dall'ecosistema delle criptovalute, basandosi su blockchain decentralizzate che garantiscono trasparenza, sicurezza e

immutabilità delle transazioni. La loro natura crypto consente di creare una nuova economia digitale all'interno dell'industria sportiva, dove i tifosi non sono più semplici spettatori ma partecipanti attivi. Acquistabili con criptovalute o valute tradizionali, i fan token offrono ai tifosi un accesso diretto a esperienze uniche, riducendo le barriere tradizionali tra club e sostenitori.

L'industria delle criptovalute, in rapida crescita, ha trovato nello sport un partner naturale. Club e organizzazioni sportive vedono nella blockchain non solo un mezzo per generare nuovi flussi di ricavi, ma anche uno strumento per innovare il proprio modello di business.

I Fan Token si stanno affermando anche come asset digitali con una crescente rilevanza finanziaria. La loro integrazione nei mercati delle criptovalute ha reso possibile un livello di trading sempre più sofisticato, con strategie di investimento che includono il trading algoritmico e l'analisi tecnica. L'aumento del volume di scambi e l'interesse degli investitori indicano che questi asset non sono più solo strumenti di fidelizzazione, ma anche componenti di portafogli diversificati all'interno del panorama crypto. Inoltre, l'adozione crescente di regolamentazioni più chiare e sicure per il settore delle criptovalute sta contribuendo a rafforzare la credibilità dei Fan Token come asset di investimento, aumentando la fiducia di trader e appassionati di sport.

Inoltre la collaborazione tra il settore crypto e quello sportivo ha portato a sponsorizzazioni globali, campagne promozionali e l'adozione di tecnologie all'avanguardia, dimostrando che questa sinergia è molto più di una moda passeggera. Socios.com, in particolare, ha dimostrato come i fan token possano essere un ponte tra questi due mondi, creando opportunità senza precedenti per club e tifosi.

L'adozione dei Fan Token non riguarda solo il calcio, ma si sta espandendo rapidamente in altri sport, tra cui Rugby, Formula 1, e-sports e tennis. Questa espansione testimonia l'adattabilità e la versatilità di questa tecnologia, che permette agli appassionati di qualsiasi disciplina di sentirsi più vicini ai propri idoli. Le squadre e le organizzazioni sportive stanno sfruttando i Fan Token per rafforzare la loro brand identity, aumentare il coinvolgimento dei tifosi e generare nuove fonti di ricavo. Il successo di questi asset digitali è dovuto anche alla facilità con cui possono essere acquistati e utilizzati tramite l'app Socios.com, rendendo l'esperienza accessibile a una platea sempre più ampia di utenti.

4. *Blockchain e Fan Token: un ponte tra club e tifosi*

Immaginate di non essere più solo un tifoso che applaude dalla tribuna o davanti a uno schermo, ma di avere la possibilità di partecipare direttamente alla vita del vostro club del cuore. Questa è la promessa dei fan token, strumenti digitali unici che, attraverso la blockchain, offrono ai tifosi un accesso esclusivo a decisioni, vantaggi e opportunità.

I fan token non sono semplici gadget digitali: sono veri e propri asset che i tifosi possono acquistare e possedere, dotati di un valore reale che li rende molto più di un semplice simbolo di appartenenza. Grazie a questi token, i tifosi possono votare su aspetti concreti della gestione del club, come la scelta di una maglia o l'inno da suonare dopo un gol, riducendo così le distanze tra il club e i suoi sostenitori. Questa partecipazione diretta crea un legame emozionale senza precedenti, trasformando il rapporto tra tifosi e club in una relazione più autentica e paritaria.

Ma il valore dei fan token non si limita al coinvolgimento. Per i club, rappresentano una fonte di ricavi innovativa e strategica. La vendita iniziale dei token genera entrate immediate, mentre le transazioni successive tra tifosi mantengono un flusso continuo di introiti. Questi fondi possono essere reinvestiti in progetti ambiziosi, dai trasferimenti di giocatori alle infrastrutture, garantendo una crescita sostenibile.

Oltre agli aspetti economici e di engagement, i Fan Token stanno rivoluzionando il concetto di governance sportiva. Grazie a questi strumenti, i tifosi possono partecipare a decisioni chiave del club, come la scelta di divise, inni e messaggi motivazionali. Questa democratizzazione del rapporto tra squadra e tifosi rappresenta un cambiamento epocale nel mondo dello sport, abbattendo le barriere tradizionali e creando un senso di comunità e appartenenza più forte. I club che hanno adottato questo modello hanno visto un aumento significativo nell'engagement della fanbase, consolidando un legame più profondo e autentico tra tifosi e società.

4.1. *Dati e fidelizzazione: la forza nascosta dei Fan Token*

Uno degli aspetti più potenti dei fan token è il loro contributo nella gestione dei dati. A differenza delle piattaforme tradizionali, dove i dati

degli utenti sono spesso controllati da terze parti, la blockchain permette ai club di accedere direttamente alle informazioni sui propri tifosi. Questo significa poter analizzare preferenze e comportamenti in modo dettagliato, offrendo esperienze personalizzate e iniziative mirate. In questo modo, i club possono rafforzare il legame con la propria fan base, trasformando la conoscenza dei tifosi in un vantaggio competitivo.

La fedelizzazione è un altro pilastro centrale: con i fan token, i tifosi si sentono non solo coinvolti, ma anche valorizzati. Premi esclusivi, come incontri con i giocatori, merchandise firmato o biglietti VIP, trasformano l'esperienza del tifoso in qualcosa di unico e irripetibile. Questo non solo alimenta un senso di appartenenza profondo e duraturo, ma dimostra anche l'impegno del club nel ridurre le distanze e creare un dialogo diretto con i propri sostenitori.

5. Una prospettiva globale ed Il futuro del calcio nell'era digitale

Oltre a rafforzare il legame con i tifosi locali, i fan token stanno aprendo le porte a un pubblico globale. Non importa se vivi a Roma o a Bangkok, con un semplice acquisto puoi diventare parte integrante della community del tuo club preferito. Questo ha un impatto enorme sul marchio del club, aumentandone la visibilità internazionale e rendendolo più attraente per sponsor e partner commerciali. La piattaforma Socios.com, in particolare, ha reso possibile questa espansione globale, connettendo milioni di tifosi in tutto il mondo attraverso un unico ecosistema digitale.

La digitalizzazione ha ridefinito le regole del gioco, e i fan token ne sono un esempio lampante. Non si tratta solo di tecnologia, ma di un cambio di paradigma: i tifosi non sono più spettatori, ma protagonisti. E i club che sapranno abbracciare questa visione saranno quelli che guideranno il futuro del calcio. In definitiva, i fan token rappresentano molto più di una tendenza: sono il ponte verso un'era in cui tifosi e club collaborano, crescono e condividono successi. Un'era in cui la passione per il calcio trova nuove forme di espressione e in cui la tecnologia non è solo uno strumento, ma un mezzo per costruire legami durevoli nel tempo.

LORENZO SAVASTANO

FAN TOKEN E SPORTFI: ASPETTI DEFINITORI, FISCALI E CONTABILI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. *Fan token* e *SporFi*: quadro tecno-giuridico di riferimento. 2.1. Il funzionamento della blockchain: il caso *Chiliz Chain*. – 2.2. Analisi funzionale e sostanziale dei *fan token* alla luce del MiCAR. – 3. Trattamento fiscale dei *fan token*: regime fiscale fino al 31 dicembre 2022. – 3.1.1. Regime fiscale introdotto dalla legge di Bilancio 2023. – 3.1.2. Modifiche introdotte dalla legge di Bilancio 2025. – 3.2. Considerazioni sugli aspetti fiscali dei *fan token*. – 3.2.1. *Fan Token Offering*: aspetti fiscali. – 3.2.2. Il caso Messi: compensi sotto forma di *fan token*. – 3.2.3. La cessione di *fan token* sul mercato secondario. – 4. Inquadramento contabile dei *fan token* e trattamento contabile dei cripto-asset: regole generali. – 4.1. Cripto-attività contabilizzate secondo lo IAS 2. – 4.2. Cripto-attività contabilizzate secondo lo IAS 38. – 4.3. Cripto-attività contabilizzate secondo l'IFRS 9. – 4.4. Considerazioni sulla contabilizzazione dei *fan token*. – Conclusioni.

1. Premessa

Negli ultimi anni la digitalizzazione dell'economia ha portato alla nascita di nuove forme di *asset* digitali, tra cui i *fan token*, strumenti che combinano elementi di *engagement* per i tifosi di vari club sportivi con una vasta gamma di soluzioni offerte dalla tecnologia *blockchain*¹.

Come vedremo, l'evoluzione di questi strumenti si inserisce in un contesto più ampio di innovazione finanziaria, definito *SportFi*, che

¹ Sul punto si citano, tra gli altri: ANTE L., SAGGU A., SCHELLINGER B., WAZINKSI F., *Voting Participation and Engagement in Blockchain-Based Fan Tokens*, in *International Business and Finance*, Volume 70, Part A, 102333, 2024; GABBRICCI F., *Fan token, cosa sono, come possono essere usati per finanziarsi*, in *Blockchain4innovation.it*, pubblicato il 3 febbraio 2021; SOLNTSEV I., ALEKSEEVA A., SUSOV Y., *New Financial Tools in Sport: NFTs and Fan Tokens*, in *Journal of Corporate Finance Research*, Vol. 16, n. 2/2022, p. 107 e ss.; ALBÈ G. - BOTTINI F., *Blockchain e calcio, i token piacciono a squadre e tifosi: tutti gli impatti*, in *Agenda Digitale*, 10 settembre 2021; ZOLEA R., *I fan token tra diritto, nuove tecnologie e finanza*, in *Tigor: rivista di scienze della comunicazione e di argomentazione giuridica*, XIV, n. 2., 2022.

rappresenta l'applicazione dei modelli algoritmici tipici della *finanza decentralizzata* (DeFi) al settore sportivo².

Al fine di comprendere e apprezzare pienamente le prospettive e le possibilità offerte da tale tecnologia, sarà analizzato il meccanismo di funzionamento di una delle *blockchain* maggiormente impiegate per l'emissione di *token* nel mondo dello sport e dell'intrattenimento, ovvero la *Chiliz Chain*, che ha finora svolto un ruolo trainante nello sviluppo di questi *asset* digitali, offrendo un'infrastruttura informatica sicura ed efficiente per la loro generazione e lo scambio tra *users*.

Il presente lavoro si propone, quindi, di analizzare i *fan token* sia dal punto di vista tecnologico che giuridico, con particolare attenzione al quadro normativo di riferimento delineato dal recente Regolamento MiCAR (*Markets in Crypto-Assets Regulation*), il quale, come noto, ha introdotto disposizioni specifiche per la classificazione e la regolamentazione dei cripto-*asset* nell'Unione europea.

In particolare, sarà approfondita il tema della distinzione tra *utility token* e *security token*, evidenziando le implicazioni derivanti dalla loro qualificazione giuridica.

Tracciati gli aspetti defnitori, sarà esaminato quindi il (conseguente) trattamento fiscale dei *fan token*, ripercorrendo l'evoluzione normativa nazionale dalla disciplina precedente al 2023 fino alle modifiche da ultimo introdotte dalla legge di Bilancio 2025. Saranno quindi analizzate le conseguenze fiscali legate a operazioni di *Fan Token Offering* (FTO), alla remunerazione di calciatori professionisti mediante offerta di *fan token* (come nel c.d. caso Messi), nonché alla loro successiva cessione sul mercato secondario.

Infine, il lavoro si concentrerà sull'inquadramento contabile di tale tassonomia di *token*, esaminando le possibili classificazioni secondo i più accreditati *standard* contabili internazionali, evidenziando le relati-

² Sul tema della finanza decentralizzata si rimanda, diffusamente, a: SAVASTANO L. *L'impatto della Decentralized Finance sui sistemi di compliance e reporting fiscale ed anti-riciclaggio dei mercati finanziari*, in AA.VV. (a cura di L. Ammannati, A. Canepa, G.L. Greco, U. Minneci), *Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali*, Torino: Giappichelli Editore, 2021; CHEN Y. - BELLAVITIS C., *Decentralized Finance: Blockchain Technology and the Quest for an Open Financial System*, *Stevens Institute of Technology School of Business Research Paper*, 2019; JENSEN J. R. - ROSS O., *Managing Risk in DeFi*, University of Copenhagen - Department of Computer Science, 2021; MEEGAN X. - KOENS T., *Lessons Learned from Decentralized Finance*, ING, Amsterdam, 2020.

ve implicazioni per le imprese che li emettono o li detengono in bilancio.

L'obiettivo è quindi offrire un'analisi multidisciplinare che consenta di comprendere a fondo la natura e le implicazioni di questi strumenti, fornendo un quadro chiaro e aggiornato sulle sfide e opportunità legate ai *fan token* nel panorama normativo ed economico attuale.

2. *Fan token e SporFi: quadro tecno-giuridico di riferimento*

2.1. *Il funzionamento della blockchain: il caso Chiliz Chain*

Un esempio paradigmatico, al quale ispirare l'analisi del fenomeno dei *fan token*, è il protocollo informatico denominato *Chiliz Chain*: una *blockchain* focalizzata sul settore sportivo, progettata per potenziare l'interazione tra fan e organizzazioni sportive attualmente utilizzata da oltre 70 squadre sportive di *élite*, che utilizzano la piattaforma per creare *fan token* e altre applicazioni decentralizzate (dApp) che migliorano, incentivano e potenziano il coinvolgimento dei tifosi³.

Caratteristiche peculiari della *blockchain* di Chiliz sono:

- *il protocollo di validazione delle transazioni*: la Chiliz Chain utilizza un sistema di 11 validatori attivi con un protocollo di consenso *Proof of Stake Authority* (PoSA). Si tratta di un protocollo di validazione delle transazioni che combina elementi caratteristici dei meccanismi *Proof of Stake* (PoS) e *Proof of Authority* (PoA)⁴.

Nello specifico, nel sistema basato sul PoSA, operante tipicamente su una *blockchain* di tipo *permissioned*, i validatori sono

³ Informazioni reperite sul sito di *Chiliz Chain* (<https://www.chiliz.com>), nonché dalla consultazione del relativo *white paper*.

⁴ Un sistema *proof of work* (ad esempio utilizzato con la *blockchain* di *bitcoin*) è un meccanismo di consenso basato su equazioni matematiche, difficilmente risolvibili ma facilmente verificabili. Per la risoluzione del problema è indetta una competizione tra “*validatori*” (chiamato *miner*), che impiegano ingenti sforzi di calcolo – con conseguente elevato consumo di energia – per verificare la transazione e condividere i risultati con la rete. Al “*vincitore*” è così assegnata una ricompensa, corrispondente a una frazione del valore del valore transato. Al contrario, il sistema *proof of stake* assegna quote di diritti di convalida agli utenti (chiamati *forgers* o *stakers*) in base alla quota di partecipazione della *blockchain* su cui operano. Le partecipazioni possono essere misurate in modo

scelti in base alla loro reputazione o identità verificata, come avviene nella PoA, e sono anche tenuti a mettere in gioco una quantità significativa di *token*, caratteristica della PoS. Questo approccio garantisce una rete sicura ed efficiente, facendo affidamento sia sull'identità dei validatori che sul loro investimento economico nel sistema⁵;

- la compatibilità con l'*Ethereum Virtual Machine* (EVM), facilitando lo sviluppo, l'integrazione e la migrazione di dApp da parte degli sviluppatori.

In concreto, l'integrazione con l'EVM – impiegato non solo da *Chiliz Chain* ma anche da altre *blockchain* come *Binance Smart Chain* (BSC) e *Polygon* – favorendo l'esecuzione di *smart contract* e dApp su *Ethereum* e altre *blockchain* compatibili, presenta il rilevante vantaggio di permettere agli sviluppatori di creare e migrare applicazioni senza riscrivere necessariamente il codice informatico sottostante, favorendo la *componibilità* (c.d. *composability*) del sistema⁶.

La combinazione delle due citate caratteristiche consente di evidenziare un aspetto di grande interesse della *Chiliz Chain*, anche ai fini delle considerazioni che verranno svolte circa il trattamento tributario e contabile dei *fan token*: tale tipologia di *blockchain* è infatti potenzialmente in grado non solo di emettere di *token* rappresentativi di diritti di voto, ma anche di abilitare soluzioni tecnologiche avanzate, tipiche del Web3⁷.

L'integrazione di un'architettura decentralizzata e la compatibilità

diverso (e.g. quantità di *token* posseduti, periodo di detenzione, importo delle attività bloccato nella blockchain come garanzia).

⁵ In definitiva, i vantaggi di questa opzione algoritmica sono non solo tempi di validazione delle transazioni più celeri, ma anche commissioni (*fee*) ridotte e un consumo energetico inferiore rispetto ad altri meccanismi di consenso.

⁶ Gli *smart contract* eseguiti sull'EVM sono scritti principalmente in Solidity e compilati in *bytecode*, che viene poi elaborato dall'EVM. Un aspetto chiave del sistema è il concetto di *gas fee*, ovvero un costo computazionale richiesto per eseguire le operazioni, necessario per evitare attacchi DDoS e garantire l'efficienza della rete. Sulla caratteristica di composability dell'EVM, si rinvia a: MEEGAN X., *Identifying Key Non-Financial Risks in Decentralised Finance on Ethereum Blockchain*, 2020; SAVASTANO L., *op. cit.*

⁷ Il Web3 rappresenta l'ultima evoluzione di Internet, plasmata sui paradigmi di

con l'EVM, ha consentito infatti alla *Chiliz Chain* di introdurre nuovi modelli di interazione tra tifosi, club sportivi e investitori aprendo scenari innovativi anche nell'ambito della finanza decentralizzata (*DeFi*) applicata allo *sport*, dando vita, in tal modo, al concetto emergente di *SportFi*.

L'integrazione della *DeFi* in questo contesto consente infatti di creare nuovi *strumenti finanziari* che superano i modelli tradizionali di monetizzazione nel settore sportivo.

Non può infatti tacersi come – sotto l'aspetto del profilo di rischio – l'oscillazione del valore di questa tipologia di *asset* sembri essere collegata all'andamento borsistico della società emittitrice, all'andamento finanziario della società calcistica, nonché alle fluttuazioni del mercato dei *cripto-asset* in generale⁸, sebbene, al momento, la letteratura sviluppata in materia abbia rilevato una scarsa correlazione tra andamento finanziario dei *fan token* e *cripto-valute*⁹.

Esempi di questo nuovo modello di applicazione della tecnologia crittografica a tradizionali meccanismi finanziari e ad altre ordinarie operazioni economiche sono, a mero titolo esemplificativo:

- la *tokenizzazione* dei biglietti per eventi sportivi su *blockchain*, che permette la vendita e la rivendita sicura dei *ticket*, evitando fenomeni di contraffazione e speculazione.
- l'emissione di *non-fungible token* (NFT) “*sportivi*”, rappresentativi cioè di momenti iconici o *memorabilia* digitali, che possono essere scambiati su *marketplace* decentralizzati, garantendo la proprietà esclusiva e verificabile agli acquirenti.
- la creazione di modelli di *staking* e *yield farming*: i *fan token* possono anche essere utilizzati in protocolli di *staking*, dove i tifosi possono immobilizzare i loro *token* per ottenere ricompense in base alla loro partecipazione all'ecosistema.

blockchain e decentralizzazione. A differenza del Web2, in cui i dati e le transazioni sono gestiti da intermediari centralizzati (come piattaforme *social* e/o istituzioni finanziarie), il Web3 consente agli utenti di possedere direttamente i propri *asset* digitali, eliminando la necessità di terze parti. Ciò è reso possibile dall'uso di *token* digitali, NFT (*Non-Fungible Token*) e *smart contract*, che garantiscono transazioni sicure, trasparenti e automatizzate.

⁸ Cfr. ZOLEA R., *op. cit.*, p. 131.

⁹ VIDAL-TOMAS D., *Blockchain, sport and fan tokens*, in *IDEAS Working Paper Series from RePEc*, MRAP Paper, n. 111350.

La *SportFi* promossa (e “*abilitata*”) da Chiliz Chain trasforma, dunque, il modo in cui i fan interagiscono con le loro squadre preferite, consentendo loro di partecipare attivamente alle dinamiche economiche e decisionali del club attraverso strumenti digitali avanzati, segnando la transizione da un modello di consumo passivo dell'intrattenimento sportivo a un modello interattivo e partecipativo.

2.2. *Analisi funzionale e sostanziale dei fan token alla luce del MiCAR*

La possibile interazione e integrazione dei *fan token* con protocolli e modelli di funzionamento tipici della finanza decentralizzata e delle altre soluzioni del c.d. Web3, pone con irruenza al centro dell'analisi il corretto inquadramento giuridico di tale tipologia di *asset* digitali: la loro qualificazione – alternativamente – come *utility token* o *security token* dispiegherà, infatti, un differente regime normativo applicabile.

Come noto, oggi il Regolamento n. 2023/1114/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 31 maggio 2023, comunemente noto come MiCAR (*Markets in Crypto-Assets Regulation*), ha finalmente dettato una disciplina informante il dinamico settore delle cripto-attività, effettuando una meritoria *actio finium regundorum* delle definizioni giuridiche dei nuovi *asset* digitali, nonché declinando una serie di regole chiare per la loro emissione, offerta al pubblico e richiesta di ammissione alla negoziazione.

Prima di interrogarci sul più adeguato “incasellamento” giuridico dei *fan token*, si stima utile richiamare alcuni dei concetti-chiave introdotti dal legislatore unionale che, dopo aver definito “*cripto-attività*” come una “*rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga*” (art. 3, comma 1, punto 5), ha categorizzato diverse tipologie di *res* virtuali, tra cui compaiono:

- *e-money token* (EMT): cripto-attività che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale e che possono essere emessi da banche e Istituti di moneta elettronica;
- *asset-referenced token* (ART): cripto-attività diverse da EMT che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento a

- un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali;
- *crypto-asset “other than”*: categoria residuale che comprende un’ampia gamma di cripto-attività, diverse sia da EMT e ART sia dagli strumenti finanziari o da altri prodotti già disciplinati da altri atti UE.
 - *utility token*: un tipo di cripto-attività destinato unicamente a fornire l’accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente. Nello specifico, per quanto di interesse in questa sede, gli *utility token* sono cripto-attività che hanno la funzione di fornire l’accesso a un bene o a un servizio prestato dal loro emittente.

Dato il loro ancoraggio ad attività sottostanti, solo gli EMT e gli ART appartengono alla categoria delle *stablecoins* e, di conseguenza, il MiCAR interviene in modo diverso su ognuna delle tipologie di cripto-attività richiamate.

Nel caso di ART è infatti previsto che le attività di emissione, offerta al pubblico e richiesta di ammissione alla negoziazione siano riservate a soggetti specializzati, previa specifica autorizzazione e sotto vigilanza continuativa dell’Autorità nazionale competente¹⁰.

Con riguardo, inoltre, agli EMT, le predette attività sono invece consentite, previa notifica preventiva all’autorità competente, a banche e istituti di moneta elettronica (IMEL), già conformi ai requisiti previsti dalla Direttiva 2009/110/CE (EMD).

Sia gli emittenti di ART, sia quelli di EMT sono comunque tenuti alla pubblicazione di un *white paper*, modellato sulla disciplina del prospetto informativo dei mercati finanziari, di cui il Regolamento enuclea contenuti e forme, nonché responsabilità.

Infine, con quanto concerne le altre tipologia di *asset* virtuali, il Regolamento prevede che i servizi connessi agli altri *digital asset* possano essere effettuati solo da operatori qualificati *Crypto-Asset Service Provider* (CASP) o da intermediari che abbiano ottenuto apposita, ulteriore licenza (tra questi compaiono banche, imprese di investimento, gestori di sedi di negoziazione e depositari centrali).

¹⁰ Tali attività sono consentite anche agli istituti bancari, previa notifica all’autorità nazionale competente designata ai fini del MiCAR.

Posto l'ambito oggettivo di applicazione della nuova normativa unionale, ne consegue che il regime imposto dal MiCAR non si applica a:

- cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività, ovvero i NFT (v. considerando 11 e art. 2, par. 3, MiCAR).

Sul punto è tuttavia opportuno sottolineare che la possibilità di considerare un *token* come non fungibile non è di per sé sufficiente a escludere tale *asset* dall'ambito di applicazione del Regolamento, a meno che il diritto o la *res* sottostante non presenti effettive caratteristiche di non replicabilità, unicità e (dunque) infungibilità.

In altri termini, l'emissione di una vasta collezione o la tiratura seriale di *token* (come nel caso dei *fan token*) potrebbe ben essere intesa quale indicatore di fungibilità dell'*asset* digitale, attribuendo la correlata attività di emissione al regime descritto dal MiCAR;

- cripto-attività rientranti nella definizione di strumenti finanziari, ovvero i *tokenized security* (art. 2, par. 4, lett. a), per i quali resta applicabile il peculiare regime applicabile agli strumenti finanziari, delineato dalla Direttiva 2014/65/UE (c.d. *Markets in Financial Instruments Directive II* – MIFID II), disciplinante la fornitura di servizi di investimento relativi agli strumenti finanziari.

Ad ogni modo il corretto inquadramento giuridico dei *token* dovrà essere condotto con approccio *case-by-case*, richiedendo l'attento esame non solo del *white paper* redatto secondo le indicazioni del MiCAR, ma anche della *tokenomics* sottostante al modello di *business*, nonché del modello contrattuale prescelto dalla società *sponsor* e dalla società emittitrice dei *digital asset*.

2.3 Le implicazioni concrete dell'analisi giuridica dei *fan token*

Ad un livello generale di analisi è quindi possibile affermare che l'analisi del funzionamento dei *fan token* emessi in una specifica *blockchain*, come la *Chiliz Chain*, potrà – a seconda dei casi – presentare un duplice scenario: gli stessi potranno infatti essere considerati *utility token* con conseguente applicazione del regolamento MiCA, o, in

alternativa, qualora i *fan token* presentino elementi tipici degli strumenti finanziari, *security token*, con attivazione del peculiare *framework* normo-regolamentare tracciato dalla direttiva MiFID II.

Procedendo con ordine, qualora i *fan token* risultino classificabili come *utility token*, essi rientreranno, come detto, nel regime normativo delineato dal Titolo II del MiCAR, con la conseguenza che gli stessi:

- sono soggetti a obblighi di trasparenza e a requisiti informativi specifici, tra cui la pubblicazione di un *white paper* conforme agli articoli 5 e 6 del MiCAR, che deve fornire dettagli sulle funzionalità e sui rischi associati;
- devono essere destinati esclusivamente all'utilizzo all'interno di un ecosistema chiuso (es. l'interazione tra tifosi e club) e non avere una funzione di investimento;
- gli emittenti di *utility token* non devono ottenere un'autorizzazione specifica come *Crypto-Asset Service Providers* (CASP), a meno che non offrano servizi aggiuntivi connessi a cripto-attività regolamentati (es. custodia, cambio o intermediazione di cripto-attività).

In questo scenario, i *fan token* restano, pertanto, meri strumenti di *engagement*, validi per accedere a vantaggi esclusivi (come votazioni su decisioni del club, esperienze speciali o premi) senza assumere tuttavia caratteristiche speculative o finanziarie.

A contrariis, qualora i *fan token* incorporino elementi di natura finanziaria, come la possibilità di generare un'aspettativa di rendimento o di essere utilizzati come strumento di investimento, allora potrebbero rientrare nella tassonomia dei *security token*. In tal caso, come detto, troverà applicazione il *framework* delineato dalla MiFID II, che stabilisce che gli strumenti finanziari devono essere soggetti a requisiti di trasparenza, protezione degli investitori e vigilanza da parte delle autorità finanziarie.

In particolare, sarà necessario rispettare norme relative alla distribuzione, custodia e negoziazione degli asset digitali, con obblighi di valutazione della clientela e informativa sui rischi, come previsto dall'articolo 25 della predetta direttiva unionale.

In concreto, quindi, l'inquadramento come *security token* implicherebbe quindi un livello di regolamentazione molto più elevato, equiparando i *fan token* a strumenti di investimento veri e propri. Ciò

avrebbe impatti significativi sulla loro emissione, sulla modalità di scambio e sulla *compliance* normativa degli operatori del settore.

In concreto, un *fan token* potrebbe astrattamente presentare le caratteristiche di uno strumento finanziario nel caso, ad esempio, presenti:

- meccanismi di *revenue sharing* o di distribuzione di dividendi: qualora un *fan token* conceda ai suoi detentori una quota sui ricavi di un club o una partecipazione diretta ai guadagni derivanti da eventi sportivi, biglietti o merchandising;
- un valore legato alla *performance* finanziaria della squadra: alcuni modelli ipotetici di *fan token* potrebbero ad esempio variare il loro valore in base ai risultati finanziari di un club (ad esempio, un *token* che aumenta di valore se la squadra ottiene sponsorizzazioni più remunerative o raggiunge determinati obiettivi economici);
- funzioni di investimento e/o di speculazione: alcuni *fan token* già esistenti vengono negoziati su *exchange* di criptovalute centralizzati e decentralizzati, e il loro valore oscilla in base alla domanda e offerta, proprio come avviene con strumenti finanziari tradizionali;
- modelli di *stake* o rendite passive: se un club o una piattaforma offrisse *fan token* che generano interessi, dividendi o premi finanziari periodici semplicemente connessi alla loro detenzione.

Attualmente, è comunque opportuno evidenziare come la maggior parte dei *fan token* emessi su piattaforme come *Chiliz Chain* sia progettata per rientrare nella categoria degli *utility token*, evitando quindi la più stringente regolamentazione applicabile ai *security token*.

3. *Trattamento fiscale dei fan token: regime fiscale fino al 31 dicembre 2022*

In Italia, in assenza di una regolamentazione specifica, le prime questioni che hanno riguardato il trattamento tributario di operazioni in crypto-attività sono state affrontate e risolte dall'Agenzia delle entrate, a partire dal 2016, in sede di risposta alle istanze di interpello presentate dai contribuenti.

Più in dettaglio, l'Amministrazione finanziaria si è inizialmente conformata alle conclusioni raggiunte dalla Corte di Giustizia dell'U-

nione europea (CGUE) ai fini IVA, basate una equiparazione *de iure* tra *digital asset* e valute estere¹¹.

Al riguardo, il principale riferimento interpretativo nel trattamento fiscale delle valute virtuali detenute fino al 31 dicembre 2022 è stata la risoluzione n. 72/E del 2016 dell'Agenzia delle entrate, con la quale – in accoglimento del predetto orientamento – l'Amministrazione finanziaria ha chiarito che alle operazioni aventi ad oggetto valute virtuali risultano applicabili, in generale, le disposizioni fiscali vigenti in materia di valute estere aventi corso legale (art. 67, comma 1, lettera *c-ter*), comma 1-bis e comma 1-ter, del TUIR¹².

Quindi, ai fini della tassazione delle imposte sul reddito delle persone fisiche che detengono cripto-valute *al di fuori dell'attività d'impresa*, diventavano fenomeni fiscalmente rilevanti:

- le operazioni a “*termine*” relative ad acquisti e vendite di valute virtuali, nonché taluni prelievi da *wallet*, per le quali si presume una sottesa finalità speculativa. In tale ipotesi la cessione di cripto-attività derivante da prelievi da *wallet*, per i quali la giacenza media superi un controvalore di euro 51.645,69 € per almeno sette giorni lavorativi continui nel periodo d'imposta, darebbe luogo a una cessione a titolo oneroso, tassata con imposta sostitutiva del 26% (ai sensi dell'art. 5 D. Lgs. 21 novembre 1997, n. 461), ove non si traduca nel trasferimento verso un altro *wallet* di proprietà del medesimo contribuente;
- le operazioni a “*pronti*” relative ad acquisti e vendite di valute virtuali per le quali, mancando la finalità speculativa, non generano redditi imponibili.

¹¹ Sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea 22 ottobre 2015, C-264/14 (c.d. sentenza *Hedqvist*).

¹² Sulla stessa linea interpretativa anche la Risposta a interpello 788/2021. In proposito, giova richiamare anche l'interessante Risposta ad interpello (non pubblicata) 956-39/2018 del 22 gennaio 2018, DRE Lombardia, sencodo cui le operazioni di conversione di valuta virtuale, se detenute al di fuori del regime d'impresa, generano un “reddito diverso” tassabile, ai sensi dell'articolo 67, comma 1, lettera *c-ter*, e comma 1 *ter*, Tuir, sulla base dei principi che regolano le operazioni aventi a oggetto le valute tradizionali.

3.1.1. Regime fiscale introdotto dalla legge di Bilancio 2023

Con la legge di Bilancio 2023 (articolo 1, commi da 126 a 147, della legge 29 dicembre 2022, n. 197), al fine di fornire maggiore certezza ai contribuenti, il legislatore ha introdotto nell'ordinamento domestico una nuova definizione di “cripto-attività”, valida ai soli fini fiscali, modellata sulle disposizioni unionali dettate dal MiCAR.

Nello specifico, il nuovo art. 67, comma 1, lett. c-*sexies* del TUIR prevede che costituiscono “redditi diversi”, se non costituiscono redditi di capitale ovvero se non sono conseguiti nell'esercizio di arti e professioni o di imprese commerciali o da società in nome collettivo e in accomandita semplice, né in relazione alla qualità di lavoratore dipendente “(...) *le plusvalenze e gli altri proventi realizzati mediante rimborso o cessione a titolo oneroso, permuta o detenzione di cripto-attività, comunque denominate, non inferiori complessivamente a 2.000 euro nel periodo d'imposta. Ai fini della presente lettera, per “cripto-attività” si intende una rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga. Non costituisce una fattispecie fiscalmente rilevante la permuta tra cripto-attività aventi eguali caratteristiche e funzioni*”.

Pertanto, le plusvalenze realizzate e gli altri proventi percepiti per effetto di operazioni relative a *cripto-attività* sono imponibili – in capo alle persone fisiche (purché il reddito non sia conseguito nell'esercizio di attività d'impresa, arti o professioni o in qualità di lavoratore dipendente), agli enti non commerciali (se l'operazione da cui deriva il reddito non è effettuata nell'esercizio di impresa commerciale), alle società semplici ed equiparate, ai non residenti senza stabile organizzazione nel territorio dello Stato, quando il reddito si considera prodotto nello stesso territorio ai sensi dell'art. 23 TUIR – come redditi diversi e assoggettati a tassazione, con la medesima aliquota applicabile alle rendite finanziarie (26%).

Si tratta, a ben vedere, di una definizione contenutisticamente ampia, normativamente evoluta e operativamente innovativa, che richiede di essere “scomposta” per essere apprezzata nelle sue implicazioni pratiche. Al riguardo, un utile strumento di analisi è rappresentato dalla circolare n. 30/E del 27 ottobre 2023 dell'Agenzia delle entrate, che ha declinato in concreto i contenuti della norma.

La disposizione, prima di tutto, dispone che: *“le plusvalenze e gli altri proventi realizzati mediante rimborso o cessione a titolo oneroso, permuta o detenzione di cripto-attività, comunque denominate, non inferiori complessivamente a 2.000 euro nel periodo d'imposta”*.

Al riguardo è possibile osservare che, in generale, per la qualificazione dei redditi di natura finanziaria esiste una netta distinzione fra *“redditi di capitale”* e *“redditi diversi”* la cui principale conseguenza è di non consentire all'investitore la compensazione tra guadagni e perdite conseguiti nelle citate diverse tipologie di redditi.

Tale distinzione è completamente obliterata (*rectius*: pretermessa) nella qualificazione dei redditi diversi derivanti da cripto-attività: sono redditi diversi di cui alla lettera c-*sexies*) sia le plusvalenze realizzate mediante rimborso o cessione a titolo oneroso o permuta, sia gli altri proventi derivanti dalla detenzione di cripto-attività (ad esempio tramite *staking*), comunque denominate, non inferiori complessivamente a 2.000 € nel periodo d'imposta.

Ulteriori regole operative ritraibili dalla disposizione sono:

- la previsione di una soglia (franchigia) minima pari a euro 2.000, da calcolare complessivamente nel medesimo periodo d'imposta;
- l'irrelevanza delle perdite (pertanto, l'eventuale smarrimento o perdita della chiavi private non comporta una fattispecie fiscalmente rilevante).

Proseguendo, nell'analisi della disposizione, il legislatore tributario afferma che: *“ai fini della presente lettera, per “cripto-attività” si intende una rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga”*.

In proposito, appare evidente come la penna del legislatore abbia attinto all'*acquis* di matrice unionale fornito dal MiCAR, “mimando” una definizione già presente nel settore anti-riciclaggio.

In dettaglio, la nuova definizione fiscale di cripto-attività, sebbene non preveda le medesime categorizzazioni previste dal MiCAR, è teleologicamente volta ad individuare una serie di attività che non sono suscettibili di rientrare nella descrizione civilistica di strumento finanziario (*security token*), la cui disciplina è già contenuta nelle lettere da c) a c-*quinquies*) del medesimo comma 1 dell'articolo 67 del TUIR.

Pertanto, è possibile evincere che rientrano nella nuova categoria reddituale:

- cessione “*a pronti*”, rimborso o permuta di cripto-attività aventi diverse caratteristiche e funzioni;
- cessione a titolo oneroso di *utility token*, vale a dire dei rapporti da cui deriva il diritto di acquistare a termine (quando sarà disponibile) il prodotto o il servizio. Non costituisce reddito l’acquisto del bene o servizio a prezzo scontato per effetto dell’esercizio del diritto;
- attività di *staking*;
- cessione “*a termine*” di cripto-valute (e, in generale di cripto-attività) che non costituiscono strumenti finanziari in forma digitale;
- cessione di NFT già “*emessi*”.

La disposizione in esame si chiude sancendo che “*non costituisce una fattispecie fiscalmente rilevante la permuta tra cripto-attività aventi eguali caratteristiche e funzioni*”: si tratta di una regola giuridica da cui sprigionano importanti considerazioni pratiche.

Può ora infatti essere pacificamente affermato che non costituisce fattispecie realizzativa lo scambio di un cripto-asset con un altro né, in generale, lo scambio di un NFT con un altro NFT. Costituisce, invece, una fattispecie fiscalmente rilevante come permuta, ad esempio, l’acquisto di un NFT con una cripto-valuta.

Inoltre, con riferimento alla permuta tra cripto-valute e *stablecoin* è necessaria una distinzione, seguendo l’approccio definito dal regolamento MiCA, in base al quale le *stablecoin* possono essere distinte in EMT e ART.

Sul punto è intervenuta l’Agenzia delle entrate con la richiamata circolare n. 30/E del 27 ottobre 2023, che ha definitivamente chiarito che la permuta tra un *crypto-asset* e un:

- EMT, è fiscalmente rilevante, in quanto è garantito il diritto di credito del possessore al valore nominale rispetto ad una valuta fiat;
- ART, non è fiscalmente rilevante, mancando per questi ultimi sia la condizione della classificazione come moneta elettronica, sia la condizione del rimborso del credito al valore nominale.

In conclusione, completano l'intervento legislativo approntato dalla legge di Bilancio 2023 nella specifica materia, le ulteriori disposizioni volte a consentire:

- la possibilità di affrancare il valore fiscale delle cripto-attività detenute alla data del 1° gennaio 2023 (commi da 133 a 137), assoggettando tale valore ad un'imposta sostitutiva del 14%;
- la regolarizzazione delle violazioni pregresse (commi da 138 a 143), non dichiarate nel quadro RW della dichiarazione dei redditi, mediante il pagamento di sanzioni in misura ridotta (0,5% per ciascun anno di detenzione) e, nel caso di redditi prodotti, di un'imposta sostitutiva pari al 3,5% del valore dei *digital asset* detenuti.

3.1.2. Modifiche introdotte dalla legge di Bilancio 2025

È in ultimo intervenuto nel descritto quadro normativo la legge di Bilancio per l'anno 2025 (art. 1, commi da 23 a 29 della legge 30 dicembre 2024, n. 207), operando tre importanti modifiche sostanziali:

- elevazione dell'aliquota di imposta dal 26 al 33% sui redditi generati da plusvalenze o altri proventi realizzati a decorrere dal 1° gennaio 2026;
- eliminazione della soglia di franchigia di 2.000 euro;
- rivalutazione del valore fiscale delle cripto-attività detenute mediante il pagamento di un'imposta sostitutiva del 18% (assumendo quale prezzo di carico quello del 1° gennaio 2025).

3.2. Considerazioni sugli aspetti fiscali dei *fan token*

Tanto premesso con riguardo alle principali regole di tassazione di valori digitali delineate dal legislatore nazionale, preme ora rivolgere l'attenzione ai possibili profili di interesse concernenti gli scambi di *fan token*.

In proposito, all'interno del “ciclo di vita” dei predetti *asset* virtuali, è possibile enucleare almeno tre scenari di possibile rilevanza fiscale:

- le c.d. *Fan Token Offerings* (FTO, equivalenti tanto nella logica e quanto nella modalità di funzionamento alle *Initial Coin Offerings*, ICO);

- la cessione di *fan token* a lavoratori dipendenti (come avvenuto in alcuni casi celebrati dalla cronaca sportiva);
- il trattamento dei proventi generati dalla cessione di *fan token* sul mercato secondario degli *user*.

3.2.1. Fan Token Offering: aspetti fiscali

Iniziando dal primo scenario, pare utile ricordare che le *Initial Coin Offerings* (ICO) sono operazioni di raccolta di risorse finanziarie mediante *blockchain* che si realizzano attraverso l'offerta agli investitori di una quantità determinata di diverse tipologie di *token digitali* (*currency*, *security* e *utility*)¹³.

Di conseguenza, le FTO altro non sono che ICO in cui l'oggetto della cessione è costituito dalla peculiare tipologia di *token* offerto.

Prima della legge di bilancio 2023, il trattamento fiscale dei *token* ricevuti a seguito di una ICO dipendeva essenzialmente dalla tipologia di *token* ricevuta sulla base di una valutazione di tipo *substance over form*.

In particolare, qualora – dall'analisi del *white paper* e della *tokenomics* sottostante – il *token* fosse risultato assimilabile a:

- un *currency token*, avrebbero trovato applicazione le regole delineate in materia di detenzione di valute estere;
- un *security token*, sarebbero divenute operative le norme previste in materia di:
- redditi di capitale, per i proventi derivanti da tali rapporti (art. 44, comma 1, lett. h TUIR), con previsione di una ritenuta a titolo di acconto del 26% ai sensi dell'art. 26, comma 5, DPR 600/1973 per i residenti o a titolo di imposta nella misura del 26% per non residenti;
- redditi diversi, in caso di plusvalenze (art. 67, comma 1, lett. c-quater TUIR), con applicazione dell'imposta sostitutiva del 26%;
- un *utility token*, sarebbe divenuta *de iure* applicabile l'assimila-

¹³ Una panoramica esaustiva delle modalità con le quali possono essere emessi *token* all'interno di una *blockchain*, si rinvia a: AVELLA F., *I termini essenziali per navigare tra le cripto-attività*, in AA.VV. (a cura di AVELLA F.), *Bitcoin e Digital Asset*, Il Sole 24 Ore, 2023, pagg. 11 e ss.

zione a reddito diverso ai sensi dell'art. 67, comma 1, lett. c-*quarter*) del TUIR.

La legge di bilancio 2023 e, a corollario, l'Agenzia delle entrate con la richiamata circolare n. 30/E, hanno ora contribuito a portare una maggiore chiarezza in questo scenario, ponendo un'assimilazione *tout court* dei redditi generati dal *digital asset* alla categoria residuale dei redditi diversi *ex art. 67, comma 1, lettera c-sexies*) TUIR, qualora non costituiscano strumenti finanziari *tokenizzati*.

3.2.2. Il caso Messi: compensi sotto forma di fan token

Un interessante aspetto relativo al trattamento tributario dei *fan token* è emerso in occasione di recenti casi di cronaca sportiva, che hanno reso pubblica la decisione di alcuni club calcistici di corrispondere parte della retribuzione ai propri calciatori professionisti mediante tali *asset* digitali, come avvenuto – a titolo esemplificativo – in occasione dell'ingaggio di Lionel Messi da parte del Paris Saint-Germain (PSG)¹⁴.

L'assegnazione di *fan token* come parte della retribuzione ai calciatori professionisti solleva interrogativi circa una loro possibile assimilazione a strumenti di incentivazione, come le *stock option*, che vengono solitamente concesse al *top management* e ai membri del consiglio di amministrazione di un'azienda oppure ai dipendenti¹⁵.

A livello meramente introduttivo, vale ricordare che le *stock option* sono strumenti finanziari che conferiscono ai dipendenti il diritto di acquisire azioni dell'azienda a un prezzo prestabilito, rappresentando una forma di pagamento basata su azioni. Questi strumenti sono quindi direttamente collegati al capitale sociale dell'entità e sono regolati attra-

¹⁴ Si veda la notizia 'Paris Saint-Germain Concludes First Player Signing Featuring Fan Tokens', pubblicata sul sito *Socios.com*, il 12 agosto 2021 (www.socios.com/paris-saint-germain-concludes-first-player-signing-featuring-fan-tokens).

¹⁵ Il dubbio nasce dal fatto che i *fan token* possano avere un valore di mercato e che il loro possesso potrebbe teoricamente comportare un vantaggio economico futuro per i destinatari, similmente a quanto avviene con le opzioni su azioni.

verso l'emissione di azioni o il pagamento in contanti basato sul valore delle azioni stesse¹⁶.

In concreto, quindi, il dipendente che riceve l'offerta di opzioni, generalmente a un prezzo di esercizio pari o inferiore a quello di mercato, ha l'opportunità di realizzare una plusvalenza se – in un momento successivo a quello di assegnazione delle opzioni – il prezzo del titolo supera quello di esercizio.

Su un piano tributario, l'erogazione di compensi sotto forma di *token* genererà reddito di lavoro dipendente o assimilato a quello di lavoro dipendente sempreché, nel periodo d'imposta, il “valore normale” da attribuire a tale forma di retribuzione risulterà, per ciascun amministratore/dipendente, superiore a 258,23 €¹⁷.

Ebbene, nel caso di Lionel Messi, la parte della remunerazione corrisposta tramite *fan token* del PSG non parrebbe rientrare nella definizione di *stock option*, dal momento che tale tipologia di *token* è unicamente in grado di offrire ai tifosi vantaggi come accesso a contenuti esclusivi o diritti di voto su determinate decisioni del club, ma non di rappresentare diritti su azioni o quote del capitale sociale del PSG. Pertanto, la remunerazione in *fan token* non parrebbe costituire una transazione basata su azioni ai sensi dell'*International Financial Reporting Standard* – IFRS 2, in materia di *Share-based Payment*, ma piuttosto una forma di compenso in beni o servizi, la cui contabilizzazione dovrebbe essere valutata secondo altri *standard* contabili appropriati.

Pertanto, sebbene i *fan token* siano stati talvolta paragonati a strumenti di incentivazione finanziaria, come le *stock option*, un compenso potrà essere considerato un pagamento basato su azioni, ai sensi del predetto IFRS 2, solo se conferisce ai beneficiari diritti su strumenti di *equity* della società emittente o se è regolato in funzione del valore di tali strumenti. In caso contrario i *fan token*, non garantendo alcuna partecipazione azionaria o correlazione alla *performance* finanziaria della società, la loro assegnazione ai dipendenti non può essere considerata un pagamento basato su azioni, quanto piuttosto una forma di remunerazione in natura.

¹⁶ Una definizione più rigorosa di *stock option* è fornita dallo *standard* contabile IFRS 2 (“*Share-based Payment*”).

¹⁷ Orientamento confermato anche da legge di Bilancio 2023, nonché chiarito dalla richiamata circolare n. 30/E dell'Agenzia delle entrate.

Inoltre, qualora i *fan token* incorporassero una componente finanziaria, come il diritto a una quota dei profitti del club o la possibilità di generare un rendimento finanziario per i detentori, gli stessi non rappresenterebbero più meri *utility token* riscattabili all'interno microcosmo digitale in cui sono stati emessi (e per gli scopi per cui sono stati generati: ovvero realizzare un meccanismo di “ingaggio emotivo” e fidelizzazione tra gli acquirenti e una società *sponsor*), ma veri e propri *security token*, con la conseguenza di dover essere assoggettati alla specifica normativa prevista per gli strumenti finanziari, con conseguenti obblighi di trasparenza, registrazione e vigilanza da parte delle autorità competenti.

3.2.3. La cessione di fan token sul mercato secondario

I *token*, oltre ad attribuire i specifici diritti, in alcuni casi possono essere scambiati sul mercato secondario tramite la piattaforma dello stesso emittente o su altre piattaforme virtuali. In tali ipotesi, tutt'altro che frequenti (ma, anzi, legati allo stesso modello di *business* di taluni progetti digitali), si pone la questione dell'eventuale applicazione della disciplina dell'imposta sul valore aggiunto (IVA), di cui al D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633 (di seguito: decreto IVA) sui beni virtuali oggetto di scambio.

A mente delle indicazioni fornite in materia dalla richiamata circolare n. 30/E dell'Agenzia delle entrate, è possibile affermare che:

- i *payment* o *currency token*, ove soggette a IVA, saranno esenti ai sensi dell'articolo 10, primo comma, n. 3) del decreto Iva da chiunque effettuate;
- i *security token* e ai servizi a essi connessi, qualora abbiano natura di strumento di investimento, saranno invece ricompresi nell'ipotesi di esenzione “oggettiva” prevista dall'articolo 10, primo comma, n. 4) del decreto IVA, al pari delle azioni, obbligazioni e titoli ivi indicati e sempre che non rientrino tra le operazioni espressamente escluse dall'esenzione contemplate nella disposizione da ultimo richiamata¹⁸;
- gli *utility token* emessi a seguito di ICO, dovranno essere ana-

¹⁸ Si tratta in particolare della “custodia e amministrazione dei titoli nonché il servi-

lizzati alla luce della loro peculiare natura di funzionamento che, a seconda dei casi, potrà rivelarne l'assimilazione a:

- *utility token* in senso stretto, redendosi quindi applicabile la relativa disciplina IVA ora contenuta nella Direttiva 2016/1065/UE del Consiglio del 27 giugno 2016 (c.d. “*direttiva Voucher*”), recepita con il D. Lgs. n. 141 del 2018, che ha aggiunto al decreto IVA gli articoli da 6-*bis* a 6-*quater* e il comma 5-*bis* dell'articolo 13 (cfr. risposta a interpello n. 14 del 2018).

Nello specifico, il *token* potrà essere soggetto alla medesima disciplina prevista in materia di *voucher* qualora presenti gli elementi essenziali di un buono corrispettivo, ovvero l'obbligo di essere accettato dal potenziale fornitore come corrispettivo o parziale corrispettivo di una cessione di beni o di una prestazione di servizio, nonché l'indicazione dei beni/servizi che consente di acquistare o, in alternativa, l'identità dei potenziali fornitori;

- *hybrid token*, allorché la loro natura cambi dopo l'emissione per volontà del possessore e/o per il verificarsi di determinate condizioni).

In tali ipotesi, l'Agenzia delle entrate ha definitivamente chiarito come tali *asset* assumano la natura di titoli di legittimazione di cui all'articolo 2002 del codice civile, mutuandone il relativo trattamento IVA: la loro cessione quindi non integra in sé una prestazione di servizi o una cessione di beni, limitandosi semplicemente a identificare l'avente diritto, conferendo al portatore il diritto di ottenere dalla Società di emissione una prestazione a prezzo ridotto rispetto a chi non possiede tale *token*. Si tratta – in sostanza – di una “*mera movimentazione di carattere finanziario*” non soggetta a IVA, ai sensi dell'articolo 2, terzo comma, lettera a) del decreto IVA.

Nel caso specifico dei *fan token*, qualora gli stessi sottendano a una cessione di beni o di una prestazione di servizio, si ritiene di essere in presenza della prima categoria di *utility token* descritta.

zio di gestione individuale di portafogli”, imponibili Iva con aliquota ordinaria (cfr. risoluzione 16 luglio 1998, n. 77/E e sentenza della Corte di Giustizia 19 luglio 2012, C-44/11, *Deutsche Bank*)

Il trattamento ai fini della loro tassazione indiretta seguirà, pertanto, le richiamate regole in materia di buono-corrispettivo.

4. *Inquadramento contabile dei fan token e trattamento contabile dei crypto-asset: regole generali*

Con riguardo all'inquadramento contabile dei valori digitali, l'IFRS Interpretations Committee ("Comitato IAS/IFRS"), organo tecnico interno all'IFRS Foundation deputato a fornire le interpretazioni ufficiali dei principi contabili internazionali IAS/IFRS ("IAS/IFRS"), costituisce il principale parametro di riferimento.

In limine, corre segnalare come in materia il Comitato IAS/IFRS con il *paper* n. 12 dell'11 e 12 giugno 2019 abbia pacificamente sostenuto la ricomprensione delle crypto-valute nella nozione di *asset* contenuta nell'IFRS *Conceptual Framework*, secondo cui un'attività è "*una risorsa controllata dall'entità come risultato di eventi passati e dai quali sono attesi dei benefici economici futuri che affluiranno all'impresa*"¹⁹.

In Italia, allo stato, le norme che regolano la redazione del bilancio d'esercizio (artt. 2423 e seguenti del codice civile) non forniscono alcuna indicazione in merito alla qualificazione e/o alla classificazione in bilancio di crypto-attività.

In materia, deve dunque farsi riferimento agli *standard* emessi dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC)²⁰ e, in particolare, al principio contabile OIC 11 ("*Finalità e postulati del bilancio d'esercizio*"), in base al quale, in assenza di una disciplina *ad hoc* emanata dall'OIC per il trattamento contabile per "*fatti aziendali specifici*", la società potrà far riferimento alle seguenti fonti, in ordine gerarchicamente decrescente:

- in via analogica, alle disposizioni contenute in principi contabili

¹⁹ In materia si rinvia, su tutti a: AVELLA F., *L'imposizione diretta sulle crypto-attività per i soggetti passivi imprenditori*, in AA.VV. (a cura di AVELLA F.), *Bitcoin e Digital Asset*, Il Sole 24 Ore, 2023, pagg. 102 e ss. Parimenti di grande interesse è il *paper* n. 2019-05 realizzato da PWC, dal titolo "*Cryptographic assets and related transaction: accounting considerations under IFRS*".

²⁰ Fondazione di diritto privato avente piena autonomia statutaria, è stato riconosciuto dalla legge 11 agosto 2014, n. 116 che, tra le proprie funzioni, ha quella di emanare i principi contabili nazionali, ispirati alla migliore prassi operativa, per la redazione dei bilanci secondo le disposizioni del codice civile.

- li nazionali che trattano casi simili, tenendo conto delle previsioni contenute in tali principi in tema di definizioni, presentazione, rilevazione, valutazione e informativa;
- le finalità ed i postulati di bilancio.

Sull'applicabilità, in via suppletiva, degli *standard* internazionali sanciti dal Comitato IAS/IFRS, le motivazioni al principio OIC 11 stabiliscono, inoltre, che agli stessi possa farsi riferimento qualora un “*principio contabile internazionale risulti conforme ai postulati previsti nell'OIC 11, e non vi siano altri OIC applicabili in via analogica, possa essere preso a riferimento dal redattore del bilancio nello stabilire di caso in caso una politica contabile appropriata*”.

Ciò posto, il trattamento contabile delle *res* digitali, anche qualora gli stessi siano *fan token*, dal punto di vista dell'imprenditore/emittente dei *token*, potrà essere ispirato a due *standard* principali: lo IAS 2 (“*Inventory*”), il cui *pendant* nazionale è rappresentato dall'art. 2424 del codice civile e dall'OIC 13 in materia di “*rimanenze*”, o – in alternativa – lo IAS 38 (“*Intangible Asset*”), il cui *speculum* domestico è costituito dall'OIC 24, recante una mirata disciplina in materia di “*immobilizzazioni immateriali*”.

4.1. Cripto-attività contabilizzate secondo lo IAS 2

A favore dell'assimilazione al primo *standard*, si stima utile ricordare che lo IAS 2 definisce quale *Inventory* i beni:

- posseduti per la vendita nel normale svolgimento dell'attività;
- impiegati nei processi produttivi per la vendita; o
- detenuti sotto forma di materiali o forniture di beni da impiegarsi nel processo di produzione o nella prestazione di servizi.

Sul tema, di segno contrario appare la posizione dell'*Association of International Certified Professional Accountants* (“AICPA”) che, nel *paper* del 2020 dal titolo “*Accounting for and auditing of digital assets*”, ha ritenuto che i *digital assets* non possano mai considerarsi rimanenze, in quanto mancanti di consistenza fisica. In proposito, l'Associazione professionale ha quindi proposto la loro equiparazione contabile ad “*attività immateriali*”, indipendentemente dalla loro destinazione.

A livello nazionale, sebbene l'articolo 2424 del codice civile non

espliciti apertamente la nozione di “*rimanenze*”, limitandosi a fornire un elenco non esaustivo di casistiche (tra cui compaiono i prodotti finiti e le merci, i prodotti in corso di lavorazione e i semilavorati, le materie prime, sussidiarie e di consumo), l’OIC 13 ne fornisce una definizione sostanzialmente sovrapponibile a quella enunciata dal mentovato *standard* internazionale, descrivendo le rimanenze come “*beni destinati alla vendita o che concorrono alla loro produzione nella normale attività della società*”.

Come evidente, quindi, diverrà determinante l’analisi in concreto della destinazione per cui il peculiare *asset* è detenuto dall’ente: solo infatti qualora il *token* sia “*immagazzinato*” nella prospettiva di una futura vendita (ovvero nell’ambito dell’attività caratteristica dell’impresa), potrà esserne valutata positivamente la contabilizzazione quale rimanenza di magazzino.

Il corollario applicativo della descritta opzione esegetica sarà la rilevazione iniziale delle attività virtuali al loro costo di acquisto (o di produzione, comprensivo degli oneri accessori), nonché la verifica periodica al minore tra il costo di acquisto o produzione e il valore di realizzazione desumibile dall’andamento del mercato²¹.

4.2. *Cripto-attività contabilizzate secondo lo IAS 38*

In alternativa, una cripto-attività potrà essere trattata secondo i principi dello IAS 38, concernente il trattamento contabile delle attività immateriali, qualora:

- sia identificabile autonomamente, potendo essere venduta, scambiata o trasferita separatamente;
- non sia un’attività monetaria o altra valuta;
- non abbia consistenza fisica;
- sia una risorsa controllata dall’ente detentore, per effetto di eventi passati e con la prospettiva di ottenere futuri benefici economici.

²¹ Con valutazione periodica del loro valore ricorrendo, a seconda dei casi, al metodo della media ponderata, al metodo “primo entrato, primo uscito” (LIFO) o al metodo “ultimo entrato, ultimo uscito” (FIFO)], qualora si tratti di cripto-attività fungibili.

Il “controllo”, in questo caso, è inteso in senso molto ampio: tale entità non deve avere solo il potere di trarre vantaggi economici derivanti dallo sfruttamento della *res* intangibile, ma anche quello di evitare che altri possano beneficiarne.

Si tratta di una definizione *de facto* coincidente con i principi di contabilità nazionale in materia di rilevazione di *asset* immateriali. In dettaglio, infatti, l'OIC 24 definisce “*immobilizzazioni immateriali*” tutte le “*attività normalmente caratterizzate dalla mancanza di tangibilità (...) costituite da costi che non esauriscono la loro utilità in un solo periodo ma manifestano i benefici economici lungo un arco temporale di più esercizi*”²².

Più nello specifico, il mentovato principio contabile definisce “*bene immateriale*” i “*beni non monetari, individualmente identificabili, privi di consistenza fisica e [...] di norma, rappresentati da diritti giuridicamente tutelati*”.

Un bene immateriale è, inoltre, “*individualmente identificabile*” quando:

- è separabile, ossia può essere separato o scorporato dalla società e pertanto può essere venduto, trasferito, dato in licenza o in affitto, scambiato; oppure
- deriva da diritti contrattuali o da altri diritti legali, indipendentemente dal fatto che tali diritti siano trasferibili o separabili dalla società o da altri diritti e obbligazioni.

Il discrimine principale rispetto alle cripto-attività contabilizzate come rimanenze è rappresentato, dunque, dall’aspettativa di vantaggi economici futuri da parte dell’ente controllore, non essendo tali *asset* destinati alla vendita nel corso dell’ordinaria attività di impresa.

In concreto, pertanto, le attività digitali crittografiche potranno essere rilevate al costo di acquisto (comprensivo di eventuali oneri accessori), con l’obbligo di verificare ad ogni data di riferimento del bilancio

²² *Amplius*: AVELLA F., *op.cit.* In generale, sul medesimo argomento: PETRASSI M.C., *Profili civilistici delle criptovalute*, in AA.VV. (a cura di F. AVELLA), *Bitcoin e Cripto-attività*, Il Sole 24 Ore, 2023, p. 40 e ss.; CAPACCIOLI S., *Contabilizzazione e iscrizione in bilancio delle cripto-attività*, in AA.VV. (a cura di M. LONGONI), *Italia Oggi*, 2025, p. 73 e ss.

l'eventuale presenza di indicatori di perdite durevoli di valore. Non potranno, inoltre, essere effettuate rivalutazioni, salvo quando autorizzate da leggi speciali.

4.3. Cripto-attività contabilizzate secondo l'IFRS 9

Come evidenziato nella prima parte del presente contributo, la *blockchain* su cui i *fan token* potrebbe consentire l'integrazione di tale tipologia di *asset* con soluzioni tipiche del Web3 in generale e degli algoritmi *DeFi*, in particolare.

In tale ipotesi, si ritiene che tali *token* – incorporando caratteristiche tipiche di uno strumento finanziario (ad esempio, perché garantiscono una partecipazione ai profitti della società emittente, danno diritto a dividendi o hanno una struttura speculativa assimilabile a un titolo finanziario) – non possano più essere trattati contabilmente come *utility token* o NFT, ma debbano al contrario essere contabilizzati secondo i principi stabiliti dall'IFRS 9 (*International Financial Reporting Standard*), emanato dall'*International Accounting Standards Board* (IASB), in materia di informativa in bilancio sugli strumenti finanziari.

In dettaglio, a mente del richiamato standard contabile uno strumento finanziario è definibile come un contratto che dà origine a un'*attività finanziaria* per una parte e a una *passività finanziaria* o a uno *strumento di capitale* per un'altra parte.

Al riguardo, preme specificare che può essere:

- *attività finanziaria*: qualsiasi diritto contrattuale di ricevere denaro o un altro strumento finanziario da un'altra parte;
- *passività finanziaria*: qualsiasi obbligo di trasferire denaro o un altro strumento finanziario a un'altra parte, come ad esempio debiti, obbligazioni emesse, derivati, ecc.
- *strumento di capitale*: rappresenta l'*equity*, cioè il capitale sociale di una società, come le azioni emesse.

L'IFRS 9 disciplina inoltre la classificazione e la misurazione degli strumenti finanziari, stabilendo tre possibili categorie:

- *Ammortized Cost* (Costo Ammortizzato): se l'intenzione è di detenere il *token* fino alla scadenza per incassare i flussi di cassa contrattuali. Nello specifico, i *token* potranno essere valutati

con il predetto metodo contabile al ricorrere di entrambe le seguenti condizioni:

- le attività finanziarie sono possedute nell’ambito di un modello di *business* il cui obiettivo è quello di incassare i relativi flussi di cassa contrattuali;
- i relativi termini contrattuali delle attività prevedono per date prestabilite dei flussi di cassa, rappresentati unicamente da pagamenti di capitale nominale e di interessi determinati sull’ammontare del valore nominale residuo;
- *Fair Value Through Other Comprehensive Income* (FVOCI): se il *token* è classificabile come un investimento. In dettaglio, tale ipotesi potrà ricorrere quando il *digital asset*, congiuntamente:
 - sia posseduto nell’ambito di un *business model* finalizzato all’incasso di flussi di cassa previsti contrattualmente o mediante la cessione di tali attività,
 - i termini contrattuali delle attività (iscritti, nell’ecosistema della finanzia digitale, all’interno degli *smart contract*) danno origine, in date predeterminate, a flussi di cassa derivanti da rimborsi di capitale nominale e da interessi calcolati in relazione all’ammontare del valore nominale residuo;
- *Fair Value Through Profit or Loss* (FVTPL): se il *token* è destinato alla negoziazione attiva ed è detenuto, quindi, con finalità di *trading*. In tale scenario, i *token* saranno valorizzati in base al metodo del *fair value*, mentre gli impatti economici verranno registrati direttamente conto economico.

Poiché i *security token* sono strumenti finanziari negoziabili, spesso con finalità speculative, è empiricamente più probabile che gli stessi rientrino nella terza categoria (FVTPL).

Ne consegue che le variazioni di valore dovranno essere rilevate a conto economico in tempo reale, con impatti significativi sui risultati finanziari della società che li detiene.

4.4. Considerazioni sulla contabilizzazione dei *fan token*

Provando a sintetizzare visivamente le conclusioni raggiunte nei precedenti paragrafi, si riporta – di seguito – una tabella di sintesi:

CLASSIFICAZIONE	NORMA CONTABILE	CRITERI DI APPLICAZIONE	EFFETTI CONTABILI
Utility Token (Fan Token “puro”)	IAS 2 (Rimanenze)	Se destinati alla vendita nel normale ciclo operativo	Valutati al costo o valore netto di realizzo
Utility Token non destinati alla vendita immediata	IAS 38 (Beni immateriali)	Se detenuti per uso interno o sviluppo di un ecosistema	Valutati al costo, ammortizzati se necessario
Security Token (con caratteristiche finanziarie)	IFRS 9 (Strumenti Finanziari)	Se incorporano diritti finanziari, dividendi o partecipazione ai profitti	Valutati al <i>fair value</i> con impatto diretto sul conto economico

Alla luce delle suesposte considerazioni, la detenzione di *fan token* da parte del soggetto emittente pare possa assimilarsi allo *standard* dettato in materia di *Inventory*, trattandosi di *res* detenute per essere alienate nell’ambito della propria attività di impresa.

Quanto sopra, in ragione:

- l’*id quod plerumque accidit*: come già evidenziato è, difatti, infrequente che – allo stato – un *fan token* presenti elementi tipici di un *security token*. La corretta classificazione del bene digitale richiede, tuttavia, un attento scrutinio della *tokenomics* sottostante al progetto imprenditoriale;
- lo scopo della detenzione dell’*asset* virtuale che, nel caso specifico, è riconducibile alla destinazione alla vendita “nella normale attività della società”, in linea con il già richiamato OIC 13.

Operativamente, pertanto, il costo iniziale di rilevazione contabile sarà – come detto – quello di produzione o di acquisto della cripto-attività. Nel peculiare sistema della tecnologia *blockchain* assumerà quindi rilievo il metodo di determinazione del valore economico del *token*, che varierà a seconda del meccanismo di emissione.

Nella maggior parte dei casi, i *token* sono proposti agli investitori nell’ambito di:

- una *Fan Token Offering*, dove gli *asset* digitali sono venduti in cambio di valute aventi corso legale o di una valuta virtuale tendenzialmente stabile come *ether* o *bitcoin* (c.d. *paired currency*);
- meccanismi di *Launchpad* (noti anche come “*incubatori di criptovaluta*” o *Initial Exchange Offering* – IEO), in base ai quali

token di nuova emissione sono riservati, a un prezzo vantaggioso, a coloro che – prima del lancio ufficiale – abbiano vincolato altri *token* già esistenti sulla *blockchain* del progetto.

Pertanto, la contabilizzazione del valore del *token* potrà essere evitata dalla consultazione della piattaforma dell'*exchanger* dove il bene digitale è stato emesso e/o acquistato.

Parimenti, le successive valutazioni dovranno tener conto del valore di mercato del *token* presente sulla piattaforma di scambio al momento della rilevazione contabile.

5. Conclusioni

L'analisi dei *fan token* nel contesto della tecnologia *blockchain* e della regolamentazione finanziaria evidenzia la loro natura ibrida, a cavallo tra meri strumenti di *engagement* per i tifosi e potenziali strumenti finanziari.

Il loro inquadramento giuridico e contabile richiede un'analisi *in casibus* che, in concreto, non potrà prescindere dallo scrutinio del *white paper* informante il progetto, redatto secondo lo schema e i contenuti disciplinati dal MiCAR, della *tokenomics* sottostante al modello di *business*, che dovrà evidenziarne la struttura economico-finanziaria di base, nonché del modello contrattuale prescelto dalla società *sponsor* e dalla società emittitrice dei *digital asset*.

Solo all'esito di tale analisi multidimensionale sarà infatti possibile determinare la reale natura del *token*, traendo le necessarie conclusioni in punto di regime di trasparenza applicabile e tutela del consumatore. Un regime che, come visto, sarà meno stringente qualora il *fan token* sia stato strutturato come semplice *utility token*, e non come *asset* utilizzato per finalità di investimento.

La distinzione tra *utility* e *security token* riverbera inoltre effetti anche dal punto di vista fiscale, incidendo significativamente sugli effetti tributari relativi alle *Fan Token Offering* (FTO), all'eventuale retribuzione dei dipendenti delle società calcistiche mediante tale tipologia di *asset* virtuale, alla cessione dei *token* sul mercato secondario.

Quanto sopra, nonostante gli importanti sforzi di sistematizzazione compiuti dalla legge di Bilancio 2023, che non solo ha colmato pregresse lacune interpretative in materia di trattamento fiscale delle cripto-at-

tività, ma anche allineato *de facto* la tassazione dei *fan token* a quella di altri strumenti digitali.

Sul piano contabile, infine, la classificazione dei *fan token* dipenderà dalla funzione economica svolta che, a seconda dei casi, renderà applicabili le regole e i principi sanciti dagli *standard* internazionali IAS 2, IAS 38 e IFRS 9. Mentre infatti gli *utility token* possono essere trattati, alternativamente, come rimanenze o beni immateriali, i *security token* dovranno essere necessariamente contabilizzati come strumenti finanziari secondo l'IFRS 9, con impatti rilevanti sulla volatilità del bilancio e sulla *disclosure* finanziaria.

Può dunque essere conclusivamente osservato come i *fan token* rappresentino un'innovazione significativa nel settore dello sport e della finanza digitale, segnando una trasformazione epocale da un modello consumo passivo dell'esperienza sportiva ad uno di partecipazione attiva, anche sotto forma di finanziamento. Una modalità di *engagement* potenzialmente "esportabile" anche in altri settori socio-economici connotati da un forte coinvolgimento emotivo degli utenti, a partire da quello politico.

Come sempre, nel dinamico e proteiforme settore delle innovazioni digitali, la regolamentazione dovrà scorgere, scrutare e seguire i principali sviluppi della nuova tecnologia, a partire dal connubio e dalla sinergia sempre più stretta e biunivoca tra i *fan token* e le nuove prospettive aperte dal Web3 e dalla *SportFi*.

FABRIZIO VEDANA

PROFILI CONTABILI DEI FAN TOKEN TRA EMISSIONE E ACQUISTO

SOMMARIO: 1. Emissione di token e aspetti contabili. – 2. I principi contabili internazionali (IAS). – 3. I principi contabili nazionali (OIC). – 4. Proposta di nuovo principio contabile. – 5. Le raccomandazioni di Consob e Banca d'Italia.

1. Emissione di token e aspetti contabili

Il tema si presta ad essere trattato da almeno due diversi punti di vista ovvero quello della società sportiva che li emette e quello degli investitori, privati ed aziende, che li compravendono.

Se una società sportiva o un brand emette fan token, deve registrarli in bilancio secondo le regole della contabilità finanziaria. Al momento dell'emissione i fan token venduti al pubblico generano un ricavo, che può essere classificato come ricavo da vendite di beni digitali o, in alcuni casi, anticipi su servizi futuri, se offrono vantaggi continuativi. La contropartita sarà un'entrata di cassa o crediti (se pagati con cripto-attività, questi devono essere valutati secondo il loro valore di mercato). I ricavi derivanti dalla vendita dei fan token dovrebbero generalmente essere soggetti a tassazione diretta. Sul punto la stessa Agenzia delle Entrate, nella circolare 30/E del 27 ottobre 2023, ha precisato, con riferimento alle imposte sui redditi, che un'operazione di cessione degli utility token da parte della società emittente, qualora, sul piano contabile, sia rappresentata come una mera movimentazione finanziaria in applicazione dei corretti principi contabili, non assume autonoma rilevanza fiscale ai fini IRES. Se il token concede diritti a lungo termine (es. accessi esclusivi per più anni), potrebbe essere contabilizzato come ricavo differito e riconosciuto progressivamente. Se il club riacquista i token il riacquisto può essere trattato come una riduzione del patrimonio netto o come una spesa operativa se rientra in strategie di mercato. Le cripto-attività potrebbero però essere rilevate in bilancio dal soggetto emittente tra i debiti (o tra gli strumenti partecipativi). In tal caso, a prescindere dalla qualificazione e classificazione contabile

adottata, è necessario valutare se tali passività possiedano i requisiti contenuti nell'articolo 44 del Tuir per essere ricondotte agli strumenti simili alle azioni e, conseguentemente, per considerare indeducibile la relativa remunerazione ai sensi dell'articolo 109 del medesimo Tuir. Ciò comporterà, in capo al soggetto possessore delle predette cripto-attività, l'applicazione del regime PEX al ricorrere delle condizioni di cui all'articolo 87 del Tuir. Con la modifica apportata all'articolo 110 del Tuir, come sopra accennato, sono stati sterilizzati tutti i fenomeni valutativi riguardanti le cripto-attività, prescindendo dalle modalità con cui tali asset sono iscritti in bilancio e dalla rilevazione a conto economico dei componenti (positivi o negativi) derivanti da detti fenomeni¹.

Se un'azienda o un individuo acquistano fan token, la loro classificazione dipende dall'intenzione d'uso; se detenuti come investimento finanziario devono essere classificati come attività finanziarie non quotate o cripto-asset (secondo il principio contabile IFRS 9, se adottato).

Se utilizzati per ottenere servizi o benefit (es. biglietti, sconti, votazioni) possono essere invece trattati come anticipi su servizi, quindi registrati in bilancio come crediti verso fornitori di servizi digitali. L'amministrazione fiscale, nella circolare 30/E del 27 ottobre 2023, ha precisato che, nel caso in cui la società effettui attività di investimento in cripto-attività per conto proprio (con esclusione di qualsiasi attività nei confronti del pubblico e di ogni attività di intermediazione), le operazioni di acquisto e vendita di cripto (trattate nella prospettazione contabile utilizzata "alla stregua" di valute estere) con contropartita una valuta avente corso legale, i relativi proventi od oneri concorrono alla formazione del reddito imponibile ai fini IRES, in misura pari alla differenza tra il prezzo di cessione e il costo di acquisto delle cripto-valute cedute.

Se l'azienda utilizza i fan token per pagare collaboratori o fornitori si può parlare invece di una compensazione in natura, quindi il costo deve essere registrato sulla base del valore di mercato del token al momento della transazione.

Se vogliamo fare lo sforzo di applicare i principi contabili internazionali oggi presenti i fan token sembrano potersi far rientrare, se considerati investimenti, nella categoria degli strumenti finanziari in applicazione dell'International financial reporting standard (IFRS) n. 9; di-

¹ In tal senso si veda la circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 30/E del 27 ottobre 2023.

versamente potrebbero essere trattati come attività immateriali (in applicazione del principio IAS 38) se il loro valore è legato a un diritto d'uso o benefit.

Se l'azienda li tratta come asset destinati alla vendita vanno invece trattati come rimanenze in applicazione del principio IAS 2. Per le imprese che adottano i principi contabili nazionali (OIC in Italia), al momento non ci sono linee guida esplicite, quindi si tende ad applicare il principio OIC 24 (Attività immateriali), OIC 13 (Rimanenze), se l'azienda commercia fan token e OIC 14 (Crediti), se vengono acquistati per ottenere servizi.

2. I principi contabili internazionali (IAS)

Come noto i principi contabili nazionali ed internazionali hanno l'obiettivo di codificare le prassi contabili al fine di rendere la comunicazione finanziaria intellegibile e comparabile; sul versante delle cripto-attività, soprattutto a livello internazionale, è in corso un fecondo dibattito ed un cantiere in continuo movimento, senza ancora alcun punto fermo.

La natura delle cripto-attività, e di conseguenza, l'iscrizione in contabilità, costituisce una sfida, tanto ardua, quando mutevole nel tempo che non ne permette una cristallizzazione né tantomeno una sistemazione pacifica, anche in considerazione del continuo evolversi di un sistema tecnologico che si basa su fondamenta differenti dal mondo fisico.

A livello Europeo, il trattamento contabile delle cripto-attività è stato affrontato, dagli Organismi di normazione contabile di Finlandia, Spagna, Lituania, Francia, Paesi Bassi, Slovacchia e Belgio, ognuno con un punto di vista diverso e per finalità differenti.

- Istituto Finlandese di Contabilità (ris. 1895 del 23.10.2012): Cripto-attività quali attività finanziarie correnti (sub-categoria di altri titoli); se il modello di business è basato sulla negoziazione di cripto-attività (acquisto, vendita e anche emissione), devono essere inserite nella sezione “circolante” (magazzino) e sotto sezione “altri beni mobili”.
- Instituto de Contabilidad y Auditoria de Cuenta (Spagna) RFA: RMR / 38-14 del 05 marzo 2014: qui i Bitcoin sono classificati come attività immateriali o magazzino a seconda dell'attività svolta.

- Lituania: linee Contabili su Initial Coin Offerings del 12.06.2018. Criptovaluta utilizzata quale mezzo di pagamento quale strumento finanziario da valutarsi al fair value, con differenze da imputarsi a conto economico (non immobilizzazioni finanziarie). Nel caso di inesistenza di una quotazione affidabile, il sistema da seguire è quello del costo rettificato dall'impairment test. In alcuni casi, le cripto-attività possano essere esposte nella sezione relativa ai depositi liquidi a condizione di una adeguata informativa nelle note al Bilancio.
- Autorité des Normes Comptables (Francia) Règlement N° 2018-07 del 10.12.2018 Criptoattività (Actif numerique): Necessaria un'analisi dei diritti e degli obblighi impliciti ed espliciti nei confronti degli (eventuali) emittenti e degli acquirenti (su white paper). Emittente quali (i) un debito rimborsabile, (ii) obbligo di fornire servizi ancora da eseguire o beni da consegnare, (iii) riconoscimento come reddito differito o (iv) in carenza di ciò quale ricavi. Detentore: contabilizzazione segue dall'intenzione e dalla natura delle stesse.
- Paesi Bassi - RJ-Uiting 2018-7: Criptovaluta iscritta quali immobilizzazioni immateriali da valutarsi al prezzo di acquisto o – subordinatamente a determinate condizioni – al valore corrente; iscritta quali scorte sono valutate al prezzo di acquisto, iscritta quali altri investimenti possono essere valutate al costo o valore corrente.
- Slovacchia: Interpretazione del Ministero: Cripto-attività quali attività finanziarie a breve termine diverse dal contante e quindi, ai fini della valutazione, come per i titoli destinati alla negoziazione. Nel caso di mining, la cripto-attività è registrata fuori bilancio nei libri ausiliari e verrà registrata nei libri contabili il giorno in cui viene ceduta.
- Commission des Normes Comptables (Belgio): Cripto-attività utilizzate quale strumento di pagamento. Inopportuno quali altri titoli: troppa enfasi sull'aspetto degli investimenti, data la natura estremamente volatile e non sono valute estere. Raccomandazione tra gli Altri Crediti: poiché sono essenzialmente un credito nei confronti di una futura controparte. Credito verso un numero di soggetti che è, allo stato attuale, limitato, ma non ancora individuata.

- L'Interpretations Committee dello IASB ha pubblicato un documento interpretativo ove considera la detenzione di cripto-attività iscrivibili in bilancio tra le rimanenze - IAS2 (nel caso in cui le cripto-attività siano oggetto dell'attività di scambio dell'impresa) o tra le immobilizzazioni finanziarie - IAS38.

Negli Stati Uniti Il FASB (USA) ha pubblicato l'ASU 2023-08, Accounting for and Disclosure of Crypto Assets, un aggiornamento ai propri principi relativi alle cripto-attività che soddisfano i seguenti sei criteri: (i) siano qualificabili come immobilizzazioni immateriali (intangible assets); (ii) non forniscano al titolare diritti opponibili o pretese su beni, servizi o altre attività sottostanti; (iii) siano creati o residenti su un registro distribuito basato su blockchain o tecnologia simile; (iv) siano protetti tramite crittografia; (v) siano fungibili; e (vi) non siano creati o emessi dall'entità che redige il bilancio o da sue parti correlate.

Le cripto-attività che soddisfano le sei caratteristiche sono misurate al fair value in ogni periodo di riferimento con le variazioni iscritte a conto economico; oltre alle disposizioni sulla misurazione e presentazione del fair value, è necessario fornire informazioni sostanziali per consentire agli investitori una migliore comprensione delle voci in questione.

Le attività devono essere presentate separatamente nello stato patrimoniale dalle altre attività immateriali nonché indicate separatamente nel conto economico quando rimisurate.

Le società devono fornire informazioni sostanziali in modo che gli investitori possano comprendere la consistenza in cripto-attività, la significatività, le restrizioni contrattuali (e non) sulla vendita e i cambiamenti durante il periodo di riferimento.

Il fair value è definito nell'ASU come “[il] prezzo che sarebbe ricevuto per vendere un'attività o pagato per trasferire una passività in una regolare transazione tra partecipanti al mercato alla data di misurazione”.

Affrontare il trattamento contabile delle cripto-attività congiuntamente rischia di generare corto circuiti e contraddizione, poiché alcune cripto-attività sono assimilabili a fenomeni noti, mentre le cripto-attività costituiscono un “oggetto legale non identificato”.

La distinzione tra cripto-attività e cripto-attività, pur se non presente nella normativa, assume quindi rilievo per i principi contabili e la corretta rappresentazione in bilancio.

L'International Accounting Standards Board (IASB), organismo responsabile dell'emanazione dei principi contabili internazionali, nel giugno 2019 ha reso noto la propria posizione sulla detenzione delle cripto-attività, limitando a quelle che abbiano le seguenti caratteristiche:

- a. siano valuta digitale o virtuale registrata su un libro mastro distribuito che utilizza la crittografia per la sicurezza.
- b. non emesse da un'autorità giuridica o da una terza parte
- c. non dà luogo a un contratto tra il titolare e una terza parte.

La detenzione di cripto-attività deve essere inserita nelle scritture contabili e rappresentata nel Bilancio di Esercizio, nell'attivo patrimoniale dato che è indubbio che esso sia:

- (i) una risorsa controllata dall'entità,
- (ii) come risultato di un evento passato,
- (iii) da cui sono attesi benefici economici futuri che affluiranno all'entità.

L'Interpretations Committee dello IASB nel proprio documento considera la detenzione di cripto-attività iscrivibili in bilancio tra le rimanenze - IAS2 (nel caso in cui le cripto-attività siano oggetto dell'attività di scambio dell'impresa) o tra le immobilizzazioni finanziarie - IAS38.

Il paragrafo 8 dello IAS 38 Attività immateriali definisce un'attività immateriale come "un'attività non monetaria identificabile senza sostanza fisica", il paragrafo 12 stabilisce che un'attività è identificabile se è separabile o deriva da contratti o altri diritti legali e che quindi può essere diviso dall'entità e venduto, trasferito, concesso in licenza, affittato o scambiato, individualmente o insieme a un contratto correlato, attività o passività identificabili.

Poiché la detenzione di criptovaluta soddisfa la definizione di attività immateriale prevista dallo IAS 38 sulla base del fatto che

- (a) può essere separato dal possessore e venduto o trasferito individualmente; e
- (b) non conferisce al titolare il diritto di ricevere un numero fisso o determinabile di quote di valuta.

L'Interpretations Committee sottolinea che lo IAS 2 "Magazzino" si

applica alle cripto-attività quando sono detenute per la vendita nel normale corso degli affari. Se lo IAS 2 non è applicabile, l'entità applica lo IAS 38 ("Immobilizzazioni Immateriali") alla detenzione di cripto-attività.

Si sottolinea che questa interpretazione è limitata alla detenzione di cripto-attività non altre tipologie di cripto-attività ovvero per scopi diversi rispetto alla detenzione da parte dello IASB.

I principi contabili nazionali (OIC)

Le società che non applicano i principi contabili internazionali (IAS/IFRS) redigono i propri bilanci sulla base della disciplina contabile nazionale, ovvero delle disposizioni del codice civile (artt. 2423 - 2435-bis), integrate e interpretate dai principi contabili nazionali emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC).

In tale ambito è possibile distinguere le entità che utilizzano cripto-attività in

- (a) Entità che producono-emettono cripto-attività;
- (b) Entità che commercializzano cripto-attività
- (c) Entità che offrono servizi di custodia sulle cripto-attività
- (d) Entità diverse dalle precedenti

Le entità che producono, emettono ovvero commercializzano cripto-attività dovranno iscriverle in magazzino, seguendo i dettami del principio OIC 13.

Le rimanenze di magazzino rappresentano le cripto-attività entrate nella disponibilità dell'entità, e quindi negli indirizzi (address) nel controllo dell'entità.

Il costo è definibile come il costo di produzione per le cripto-attività acquisite a titolo originario (mining, forging, staking, airdrop, fork, etc.) e comprende tutti i costi direttamente imputabili alla cripto-attività, nonché altri costi (compresi gli oneri finanziari), per la quota ragionevolmente imputabile al bene, relativi al periodo di fabbricazione e fino al momento dal quale il bene può essere utilizzato. I costi di distribuzione e le commissioni di transazione non possono essere computati nel costo di produzione.

In caso di acquisto a titolo derivativo il costo è quello di acquisto e comprende tutti i costi direttamente imputabili alla cripto-attività, con la quota di altri costi, per la quota ragionevolmente imputabile al bene.

Il principio di valutazione in bilancio per le rimanenze consiste

nell'iscrizione al minore tra il costo di acquisto o di produzione e il valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato; tale minor valore rispetto al costo non può essere mantenuto nei successivi bilanci se ne sono venuti meno i motivi.

Per valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato si intende la stima del prezzo di vendita delle cripto-attività nel corso della normale gestione, avuto riguardo alle informazioni desumibili dal mercato, al netto dei presunti costi di transazione e dei costi diretti di vendita. Per il valore di mercato, visti i rischi in merito alla possibile non liquidabilità, occorrerà prendere il valore della chiusura di esercizio ed indicare in Nota Integrativa le variazioni successive. Questo in relazione al fatto che un vero e proprio mercato non c'è, tale per cui l'andamento del mercato richiesto dalla norma deve essere letto alla luce dei principi di prudenza e competenza.

In caso di detenzione di cripto-attività per conto terzi nella forma proper custodian, intesa come servizio di mera custodia per eseguire esclusivamente le istruzioni dei clienti alla stregua di un servizio fiduciario, l'entità le considererà quali beni di terzi, dando notizia nella nota integrativa quali impegni non risultanti dallo stato patrimoniale, con informazioni sulla composizione dei beni e della natura di tali impegni.

L'entità che detiene cripto-attività nella forma di full custodian dovrà iscrivere nel proprio bilancio, nell'attivo, le cripto-attività ricevute in custodia, al valore corrente e nel passivo il corrispondente debito nei confronti degli utenti, per le cripto-attività custodite.

L'entità, in entrambi i casi, dovrà anche indicare in Nota Integrativa i rischi che tale attività comporta ed i debiti potenziali cui si espone, nonché le politiche per la protezione del patrimonio di terzi, anche in relazione all'equilibrio tra i debiti in cripto-attività e le consistenze dell'attivo.

Le entità diverse da quelle precedenti possono detenere criptovaluta a breve termine o ovvero oltre il termine di chiusura di uno o più esercizi successivi.

L'entità che detiene cripto-attività a lungo termine per mezzo di non custodial wallet deve iscriverle tra le altre immobilizzazioni immateriali, voce B - I n. 7, con applicazione del Principio OIC 24, per i beni a durata illimitata.

In caso di detenzione a breve termine, l'iscrizione nelle immobiliz-

zazioni confligge con i principi di bilancio, imponendo una diversa classificazione, ritenendo la soluzione meno criticabile l'iscrizione verso crediti verso altri, voce C - II n. 5 quater), con applicazione del Principio OIC 15, ancorché in assenza di controparte.

Tale scelta si basa sul fatto che la criptovaluta è essenzialmente un credito nei confronti di una futura controparte, che è disposta a consegnare beni o a prestare servizi in cambio di una certa quantità di criptovaluta.

La detenzione di crypto-attività genera rischi e incertezze unici ed in particolare incertezze e rischi tecnologici e legali che dovranno essere rappresentati in Nota Integrativa, fornendo informazioni adeguate rispetto ai rischi:

- tecnologici, relativi sia alla conservazione sia all'evoluzione tecnologica delle crypto-attività, non presenti in altre attività;
- legali, a causa delle caratteristiche uniche delle crypto-attività e dell'assenza di precedenti norme e regolamenti, esistono importanti questioni giuridiche connesse alla relazione tra entità e criptovaluta anche in relazione al rischio del verificarsi di eventi avversi (ad esempio, frode, perdita, furto o liquidazione giudiziale di una controparte);
- di mercato, derivante dall'assenza di fonti ufficiali relative agli andamenti del prezzo

Le crypto-attività, invece, necessitano di un ulteriore livello di analisi dovendo seguire ulteriori direzioni, con uno schema di almeno cinque dimensioni:

- Ecosistema di riferimento, vale a dire il meccanismo di consenso e la costruzione tecnica (se token o criptovaluta nativa), nonché i modi di trasferimento, di conservazione e di decentralizzazione.
- Natura delle crypto-attività, che include l'analisi dell'oggetto connesso al token, cercando di distinguere ulteriormente tra protocolli (i) correlati a diritti esercitabili, (ii) correlati a beni o valute a corso legale o Real World Asset, (iii) che hanno o meno un mercato attivo, in valuta a corso legale ovvero in altra crypto-attività o, (iv) che generano un cash flow o meno;
- Ruolo dell'entità all'interno dell'ecosistema, al fine di comprendere se esista o meno un sinallagma tra la sua attività e i ricavi

che ne ritrae poiché, nei protocolli decentralizzati, tale correlazione può essere molto sfumata.

- Analisi dell'attività dell'entità che detiene le cripto-attività e delle intenzioni, vale a dire se le cripto-attività costituiscano oggetto dell'attività o meno, ovvero se abbiano natura immobilizzata.
- Inquadramento della posizione dell'entità nella relazione contrattuale, vale a dire l'analisi del contratto, dell'effettività della relazione e sugli eventuali rimedi giuridici, individuando la presenza o meno di un rapporto di debito/credito ovvero di deposito ovvero di altra figura assimilabile.

Le cripto-attività sfuggono a definizioni “chiuse” per i principi contabili e è opportuno che il redattore di bilancio evidenzi le definizioni e i criteri utilizzati, poiché trattasi di termini non comuni e che necessitano una comprensione, compresa la relazione con l'entità, al fine di inquadrare anche la relazione giuridica.

Le entità che emettono delle cripto-attività devono invece definire la propria posizione, registrando delle “cripto-passività”, dei ricavi anticipati, delle poste di patrimonio netto o dei ricavi a seconda della relazione esistente con la cripto-attività.

La cessione di cripto-attività a terzi deve seguire il principio OIC34 relativo alla cessione dei beni. Il punto 23 indica che il ricavo è rilevato quando le seguenti condizioni sono soddisfatte:

- a) è avvenuto il trasferimento sostanziale dei rischi e dei benefici connessi alla vendita costituito dallo spostamento dell'address sotto il controllo dell'entità ad un altro soggetto; e,
- b) l'ammontare dei ricavi può essere determinato in modo attendibile: tale fattispecie non pare ricorrere nel caso di permuta di cripto-attività tra loro, poiché non esiste un mercato ufficiale ovvero di riferimento.

L'elemento distintivo consiste se è presente o meno di un “mercato regolamentato” la cui definizione non può prescindere dalle norme del diritto dei mercati finanziari ove sono definiti come tali:

- i mercati previsti e autorizzati in ottemperanza alle disposizioni del T.U.F. iscritti nell'elenco tenuto dalla Consob o riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario e iscritti in un apposito

elenco tenuto dall'European Securities and Markets Authority (ESMA) o riconosciuti dalla Consob sulla base di accordi stipulati con le corrispondenti Autorità estere;

- istituiti, organizzati e disciplinati da disposizioni adottate o approvate dalle competenti Autorità di Paesi appartenenti all'OCSE, in base alle leggi in vigore nello Stato in cui detti mercati hanno sede.

La maggior parte (se non la totalità) delle crypto-attività sono negoziate in piattaforme private ove viene rilevato un prezzo, senza alcuna validazione, né controllo né possibilità di verifica a posteriori con difficoltà di individuazione dei valori di scambio.

A tal fine solo la permuta di crypto-attività con beni e servizi può essere considerata rilevante, poiché è possibile quantificare il valore normale di questi ultimi in maniera attendibile.

3. Proposta di nuovo principio contabile

Stanti le oggettive difficoltà connesse al fatto che non esiste un principio contabile internazionale specifico sul trattamento delle crypto-attività, anche l'Italia, come hanno già fatto altri Stati europei e non, ha deciso di dotarsi di un principio contabile sulle crypto-valute/crypto-attività.

La commissione incaricata dopo aver esaminato i diversi trattamenti previsti dalle autorità dei diversi Paesi ha evidenziato che non vi è alcuna uniformità di inquadramento del fenomeno e che le varie classificazioni effettuate dipendono più da quanto, storicamente o culturalmente, le Autorità di quel Paese sono orientate a fare sotto il profilo delle libertà economiche piuttosto che scientificamente da quanto sono organizzate sotto il profilo della tecnica contabile domestica delle best practices internazionali.

Il progetto di principio contabile, ancora in attesa di essere formalmente approvato dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), ha quindi previsto delle regole differenziate in ragione dell'appartenenza del soggetto ad una delle seguenti categorie:

- soggetti che producono crypto-attività
- soggetti che commercializzano crypto-attività

- soggetti che utilizzano cripto-attività nei propri processi produttivi.

In riferimento ad ognuna di queste tipologie di soggetti si è poi provveduto ad individuare regole generali di comportamento che potessero consentire di rappresentare le cripto-attività nei bilanci, in funzione dell'attività svolta, con riferimento ai criteri di valutazione utilizzabili per l'iscrizione contabile e rilevando la necessità di implementare sistemi informativi, sia periodici che illustrativi, per la segnalazione, anche preventiva ove possibile, della sussistenza di potenziali rischi, attuali e futuri, senza al momento rilevare eccezioni e dette informative, basate sulla non significatività degli importi².

Tale criteri assumono una rilevanza ancora maggiore alla luce della definitiva entrata in vigore della Market in Crypto Asset Regulation e l'istituzione degli albi dei Cripto Asset Service Provider per i quali, forse più ancora che per altri soggetti, è urgente definire delle chiare ed uniformi regole per la classificazione e valutazione in bilancio delle cripto-attività.

5. Le raccomandazioni di Banca d'Italia e Consob

È utile segnalare che con comunicazione del 6 marzo 2025 Banca d'Italia e Consob hanno raccomandato gli emittenti e le società di revisione di fornire nei propri bilanci informazioni utili per comprendere gli effetti di tali attività sulla propria situazione patrimoniale, economica e finanziaria. La comunicazione sottolinea l'importanza di fornire agli investitori informazioni trasparenti e dettagliate sui rischi delle cripto-attività, permettendo loro di prendere decisioni più consapevoli. Inoltre, richiama l'attenzione dei revisori sui pericoli legati alla volatilità dei prezzi, alla complessità tecnologica e ai profili antiriciclaggio di questi strumenti finanziari. Le cripto-attività, hanno precisato le due Autorità di Vigilanza, devono essere trattate nei bilanci aziendali seguendo i principi contabili internazionali già esistenti. In particolare, le cripto-valute, come il Bitcoin, devono essere rappresentate secondo il principio contabile IAS 38, che riguarda le attività immateriali. Questo

² In allegato si riporta la proposta di principio contabile. Classificazione e valutazione delle criptovalute nel bilancio di esercizio.

approccio è valido a meno che le cripto-valute non siano detenute per la vendita nell'ambito dell'attività ordinaria della società; in tal caso, si applica il principio IAS 2, relativo alle rimanenze. Questa distinzione è essenziale per garantire una rappresentazione corretta della situazione patrimoniale delle aziende. Per quanto riguarda le altre tipologie di cripto-attività, gli emittenti sono chiamati a esaminare attentamente le caratteristiche specifiche di ciascuna attività. Questo permette di identificare il trattamento contabile più adeguato, assicurando allo stesso tempo un'informativa completa e trasparente sulla natura di queste attività e sui rischi che ne derivano. In sostanza, le aziende devono garantire che le informazioni fornite siano sufficienti per permettere agli investitori di comprendere appieno la portata e le implicazioni delle loro esposizioni alle cripto-attività. Un altro aspetto fondamentale evidenziato dalla comunicazione congiunta riguarda la trasparenza sui rischi e sugli impatti patrimoniali delle cripto-attività. Le società sono infatti invitate a fornire dettagli approfonditi sugli effetti di queste attività sulla propria situazione patrimoniale, economica e finanziaria. Questa informativa deve considerare sia le posizioni detenute direttamente sia quelle indirette, offrendo una visione chiara e completa agli investitori. Inoltre, è essenziale che l'informativa includa spiegazioni dettagliate sulle tecniche di valutazione del fair value adottate, in conformità con lo standard IFRS 13. Questo consente agli investitori di comprendere meglio i rischi connessi alla volatilità dei prezzi delle cripto-attività e di prendere decisioni più consapevoli. Infine, la comunicazione congiunta sottolinea l'importanza di un'informativa continua e tempestiva al mercato. Le società devono infatti pubblicare, attraverso comunicati stampa, tutte le informazioni rilevanti riguardanti le cripto-attività, compresi gli aspetti legati all'acquisto, alla sottoscrizione e alla gestione di tali attività. Questa prassi deve essere attuata nel rispetto del Regolamento MAR, che disciplina la trasparenza e la prevenzione degli abusi di mercato. Garantire un flusso informativo continuo e affidabile è cruciale per preservare la fiducia degli investitori e assicurare la stabilità dei mercati finanziari. I revisori devono affrontare numerosi rischi legati alla gestione delle cripto-attività. La forte volatilità dei prezzi e la complessità della tecnologia blockchain richiedono competenze tecniche avanzate e un costante aggiornamento normativo. Inoltre, il rischio di riciclaggio è particolarmente elevato, data la natura potenzialmente opaca delle transazioni in cripto-attività. Per questo motivo, i revisori

devono applicare misure di controllo rafforzate, verificando con attenzione l'integrità delle controparti e segnalando tempestivamente eventuali operazioni sospette all'Unità di Informazione Finanziaria (UIF). La conformità alle normative antiriciclaggio è fondamentale per garantire la trasparenza e la sicurezza dei mercati. La comunicazione congiunta di Banca d'Italia e Consob rappresenta un passo significativo verso una maggiore trasparenza e sicurezza nei bilanci delle società che investono in crypto-attività. Sebbene non introduca nuovi obblighi normativi, evidenzia l'importanza di un'informativa chiara e dettagliata per proteggere gli investitori e garantire la conformità alle normative antiriciclaggio. Le società emittenti e i revisori legali sono quindi chiamati a rafforzare i controlli interni e le pratiche di trasparenza per gestire efficacemente i rischi associati a questo settore in rapida evoluzione.

ALESSANDRO MEZZANOTTE

CONTENZIOSO TRIBUTARIO E PENALE NEL CRIPTO-CALCIO

SOMMARIO: 1. Uno sguardo d'insieme: criptovalute, fantoken e il mondo del calcio. – 2. Il versante penale: reato di riciclaggio e auto-riciclaggio. – 3. Il versante tributario: il rapporto tra il diritto europeo e il diritto interno

1. *Uno sguardo d'insieme: criptovalute, fantoken e il mondo del calcio*

Lo sviluppo delle nuove tecnologie, a cui tutti stiamo assistendo, non poteva che pervadere anche l'ambiente calcistico. Nel periodo, infatti, del *lockdown* del 2020-2021, reso necessario dalla pandemia da Covid-19, gli stadi erano rimasti chiusi e gli abbonamenti, anche delle piattaforme digitali per la fruizione delle partite, non venivano sottoscritti o rinnovati. Le società di calcio, allora, avevano cominciato a pubblicizzare l'acquisto di particolari strumenti – i c.d. *fan token* – per mantenere una fidelizzazione dei tifosi delle squadre e, al contempo, incamerare risorse economiche. I *fan token* rientrano nella grande famiglia delle criptovalute. Le criptovalute possono essere definite come una valuta dematerializzata, che sfrutta la tecnologia *blockchain*. Per *blockchain* s'intende, invece, una tecnologia informatica che permette agli utenti di trasferire informazioni crittografate attraverso la rete internet. Quindi, i *fan token* sono una forma di criptovaluta, al pari dei *Bitcoin*. Se un tifoso acquista un *fan token*, attraverso moneta avente corso legale oppure a sua volta mediante un'altra criptovaluta, ottiene dei vantaggi o dei *benefits* in relazione alla squadra di calcio scelta. I *fan token* non sono emessi direttamente dai club calcistici, ma questi ultimi stipulano un contratto con delle piattaforme, le più note sono *Chiliz* e *Socios.com*.

Il funzionamento è il seguente: la piattaforma sfrutta l'immagine della società calcistica, retribuendola. In cambio, la società di calcio concede alla piattaforma la possibilità di emettere *fan token*, collegati a dei vantaggi, che poi vengono acquistati dai tifosi. Si genera un sistema triangolare: la società calcistica decide quali vantaggi andranno concessi ai tifosi; incamera il valore economico dell'operazione versato dalla

piattaforma a cui ha concesso la sua immagine; mentre la piattaforma incassa valuta (tradizionale o criptovaluta) dall'acquisto dei *fan token* ad opera dei tifosi. In generale i benefici che ottiene un tifoso che acquista i *fan token* sono legati a decisioni in ordine al *design* della terza maglia della squadra; le canzoni da ascoltare durante gli eventi; avere accesso a contenuti speciali come video degli spogliatoi o dei corridoi collegati con il campo di gioco; interviste con i calciatori o esperienze VIP; offerte sul *merchandise* ufficiale; oppure sconti in esclusiva con accesso prioritario rispetto agli utenti che non hanno acquistato i *fan token*. Inoltre, solitamente, viene concessa la possibilità di vincere premi esclusivi o riservati estratti solamente per coloro che hanno acquistato i *fan token*. Più *fan token* vengono acquistati e maggiori sono le possibilità di ottenere i vantaggi più esclusivi. Si tratta, pertanto, di una vera e propria innovazione finanziaria dove le piattaforme emittitrici – e indirettamente le società calcistiche – ricevono un finanziamento ad opera di coloro che hanno comperato i *fan token*, i quali a loro volta ottengono la possibilità di essere coinvolti in decisioni di *marketing* e di conseguire dei privilegi. Guardando all'oggi, si può notare come il giro d'affari sia enorme. Le principali squadre di calcio d'Europa hanno stipulato contratti con piattaforme di criptovalute per l'emissione di *fan token*, acquistati dalla platea dei tifosi. La società Juventus ha stipulato un contratto con la piattaforma *Socios* per la creazione e la vendita del *fan token* \$JUV per 7 milioni di euro a stagione. Nella stagione 2024-2025 *Socios* è stato sostituito da *Zondacrypto*. La società Inter, per i *fan token* \$INTER, riceve 16 milioni di euro l'anno da *Socios*. Allo stesso modo il Milan, il Napoli, la Roma, il Paris Saint Germain ed il Real Madrid. Il club spagnolo, oltretutto, è stato il primo in assoluto ad aprire al mercato delle criptovalute, permettendo di pagare il tour del Santiago Bernabeu attraverso i *bitcoin*. Entrando nel dettaglio si può notare che accedendo al sito internet di *Socios* per l'acquisto di *fan token* dell'F.C. Inter, appare una grafica dove, innanzitutto, vengono elencati i vantaggi derivanti dall'acquisto dei *fan token*. In particolare, con l'acquisizione dei *fan token* il tifoso può contribuire a influenzare le scelte della società calcistica in ordine all'inno della squadra, il design del bus, la fascia del capitano, il design della terza maglia e dello spogliatoio. Inoltre, l'acquisto dei *fan token* permette di partecipare all'estrazione di premi VIP, quali l'accesso prioritario allo Stadio di San Siro, la possibilità di incontrare i giocatori, usufruire di sconti per il

merchandise ufficiale. Interessanti sono le modalità di acquisto. I *fan token* \$INTER sono acquistabili attraverso la moneta nativa di *Socios*, \$CHZ, e si acquista tale valuta attraverso le carte di debito o credito. Il valore del *fan token* è caratterizzato da una estrema volatilità. Il prezzo cambia continuamente anche nell'arco della stessa giornata, tenendo in considerazione il mercato calcistico, i risultati nel campionato e nelle competizioni europee, il numero di interazioni sui *social network* legate alla squadra. A titolo di esempio, la piattaforma *Bitget*, che monitora i valori di prezzo dei *fan token*, riposa che “il prezzo di *Inter Fan Token* è variato di un -41.84% nell'ultimo anno. Il prezzo più alto di *INTER* in *EUR* nell'ultimo anno è stato €3.67, mentre il prezzo più basso di *INTER* in *EUR* nell'ultimo anno è stato €1.24”. Questo ha comportato che, nell'ultimo anno, il valore totale di mercato della criptovaluta *fan token* per l'Inter messa in circolazione è stato di € 8,179,389.35.

Le società calcistiche, dunque, hanno un elevato interesse a sfruttare questa nuova modalità di “finanziamento”, giacché i *fan token* non danno diritto ad alcun potere decisionale – se non per questioni quasi marginali – né danno diritto a dividendi o a interessi per i tifosi. Vi è, quindi, un incontro tra il tifo calcistico e il mercato dematerializzato e decentrato delle criptovalute. Tuttavia, l'utilizzo di una valuta decentralizzata, basata sulla tecnologia *blockchain*, garantisce sì riservatezza nelle comunicazioni – attraverso lo scambio di messaggi crittografati – ma anche un anonimato delle transazioni. Ciò permette di occultare il contenuto delle transazioni stesse. L'anonimato nell'utilizzo delle criptovalute è favorito dall'assenza di un ente centrale, come avviene, invece, per le banche che controllano e certificano l'identità dei correntisti. È vero che ogni utente quando effettua una transazione in criptovalute, di questa ne rimane traccia nel registro della *blockchain*, associando a ogni utente un indirizzo. Ma è vero, anche, che non sempre a ogni indirizzo corrisponde effettivamente un determinato soggetto. Inoltre, è possibile schermare il proprio indirizzo digitale mediante l'installazione dei VPN (*virtual private network*). Infatti, ogni qualvolta si accede a una rete internet si viene localizzati e identificati attraverso un indirizzo IP. L'uso dei VPN permette di oscurare l'indirizzo IP e rendere difficile l'identificazione e la localizzazione dell'utente che effettua una transazione in criptovalute. Lo strumento delle criptovalute, dunque, siano esse *bitcoin* o *fan token*, diventa un sostituto del denaro, con maggiore garanzia di anonimato, celerità, maggior fruibilità e movimentazione di

grandi somme. È evidente, allora, come l'acquisto e l'utilizzo di criptovalute, ed in particolare l'acquisto di *fan token* nel mondo calcistico, possa diventare un viatico per occultare la provenienza illecita di quanto investito. In sostanza, si acquistano *fan token*, impiegando proventi che hanno un'origine delittuosa, che così vengono re-immessi sul mercato dematerializzato, circolando da utente a utente.

2. *Il versante penale: reato di riciclaggio e auto-riciclaggio*

Si può, dunque, ritenere *de jure condendo* che attraverso l'acquisto delle criptovalute, come i *fan token*, possa integrarsi, qualora ricorrano tutti gli elementi previsti dalla fattispecie incriminatrice, il delitto di riciclaggio. *Art. 648-bis c.p. Fuori dei casi di concorso nel reato, chiunque sostituisce o trasferisce denaro, beni o altre utilità provenienti da delitto [non colposo]; ovvero compie in relazione ad essi altre operazioni, in modo da ostacolare l'identificazione della loro provenienza delittuosa, è punito con la reclusione da quattro a dodici anni e con la multa da euro 5.000 a euro 25.000.*

Nella condotta di riciclaggio possono essere individuate tre fasi: 1) un primo momento coincide con la collocazione del denaro "sporco", e si caratterizza per l'introduzione nel mercato lecito dei proventi delittuosi; 2) la seconda fase è quella di dissimulazione, segnata da ripetute operazioni di trasferimento finalizzate a far perdere la traccia documentale del denaro; 3) la terza fase, l'integrazione, mira ad attribuire legittimità ai proventi illeciti e a farli rientrare nel mercato lecito come guadagni ordinati. Il delitto *de quo* è qualificabile come reato plurioffensivo poiché, accanto al patrimonio, sono tutelati altri beni giuridici come l'amministrazione della giustizia, l'ordine pubblico, ovvero l'ordine economico-finanziario, anche nella specie della tutela del risparmio. Quanto al soggetto agente il delitto può essere commesso da qualunque persona che non abbia concorso nel reato presupposto dal quale provengono il denaro, i beni o le altre utilità oggetto della condotta. Il presupposto del reato di riciclaggio è che il denaro, i beni e le altre utilità provengano da un qualsiasi delitto (doloso o colposo, anche se commesso all'estero), oppure da contravvenzioni punite con la pena dell'arresto superiore nel massimo a un anno o nel minimo a sei mesi. Per quanto riguarda l'accertamento del reato presupposto, ai fini della configurabilità del reato di riciclaggio, non è richiesta l'esatta indivi-

duazione e l'accertamento giudiziale del reato presupposto, ma è sufficiente che lo stesso risulti configurabile almeno in astratto. La condotta tipica del reato è descritta dalla norma secondo tre diversi modelli: sostituzione, cioè tutte le attività dirette alla 'ripulitura' del prodotto criminoso (ad esempio, mediante il cambio di denaro contante con altre banconote, il deposito in banca ed il successivo ritiro, la monetizzazione di assegni di provenienza illecita); trasferimento, cioè tutte le condotte che implicano una movimentazione dei valori di provenienza criminosa da un soggetto ad un altro o da un luogo all'altro in modo da far perdere le tracce della titolarità, della provenienza e della effettiva destinazione. Altre operazioni per ostacolare l'identificazione della provenienza illecita, è la formula di chiusura che consente di sanzionare le tecniche nuove, sempre più diverse e raffinate di ripulitura dei capitali illeciti. Il riciclaggio è un reato istantaneo a forma libera. L'oggetto materiale del reato è costituito da denaro, beni o altre utilità. Ecco, dunque, individuate tutte le componenti dell'elemento oggettivo del reato in speculazione. Occorre, allora, interpretare la fattispecie incriminatrice in modo da ricomprendere in essa le condotte di ripulitura di proventi da reato attraverso l'utilizzo delle criptovalute, e in particolare dei *fan token*. La questione è se i *fan token*, entità di per sé immateriali o de-materializzate, rientrano nell'oggetto materiale del reato. Di certo i *fan token* non possono essere considerati "denaro", giacché per denaro s'intende solo la moneta avente corso legale nello Stato. Ma è possibile ricomprendere le criptovalute nei concetti di bene giuridico oppure di altra utilità, da intendersi come qualsivoglia elemento suscettibile di sfruttamento economico che sia proveniente da qualunque reato. Appunto, l'utilizzo delle criptovalute, attraverso la *blockchain*, ha portato una parte della dottrina ad individuare una sottocategoria del reato di riciclaggio, specificamente legata all'utilizzo della valuta virtuale. Si tratta del *cyberlounding*, traducibile come lavaggio virtuale o cibernetico. Pertanto, attraverso l'acquisto di *bitcoin* o *fan token* o di criptovalute in generale, si ripuliscono i proventi di ulteriori reati e si ostacola l'emersione della provenienza delittuosa degli stessi.

Per ciò che concerne, invece, l'elemento soggettivo del delitto di riciclaggio, si precisa che il dolo è quello generico, consistente nella volontà di compiere le condotte incriminate (sostituzione, trasferimento, altre operazioni) e nella consapevolezza della provenienza illecita dell'oggetto materiale. La giurisprudenza di legittimità, infatti, ha

escluso che l'elemento subiettivo richiesto dall'art. 648-*bis* c.p. fosse il dolo specifico, corrispondente alla specifica finalità che dovrebbe connotare la condotta dell'agente, ossia di occultare la provenienza illecita dei proventi di reato. Sicché, qualora l'agente fosse stato mosso da un'ulteriore finalità non si sarebbe integrato il delitto di riciclaggio. Secondo la Corte di Cassazione, il delitto in esame è sorretto dal dolo generico e deve ritenersi integrato dalla mera coscienza e volontà di ostacolare l'accertamento della provenienza dei beni, del denaro o delle altre utilità (Cass. 38196/2022). L'utilizzo di *fan token*, o di criptovalute in generale, consente, quindi, di porre in essere il delitto di riciclaggio, qualora si occulti la provenienza illecita del denaro, di beni o di altra utilità. Ma stante la clausola di riserva "fuori dei casi di concorso nel reato", il provento del reato che si ripulisce e re-impiega, deve discendere da un reato compiuto da un soggetto diverso dal riciclatore. Qualora, invece, chi abbia ottenuto un provento da un reato commesso e chi lo re-impieghi nel circuito economico sia il medesimo soggetto, allora si entra nell'alveo del delitto di auto-riciclaggio. Art. 648-ter.1 c.p. *Si applica la pena della reclusione da due a otto anni e della multa da euro 5.000 a euro 25.000 a chiunque, avendo commesso o concorso a commettere un delitto impiega, sostituisce, trasferisce, in attività economiche, finanziarie, imprenditoriali o speculative, il denaro, i beni o le altre utilità provenienti dalla commissione di tale delitto, in modo da ostacolare concretamente l'identificazione della loro provenienza delittuosa.* Il delitto di autoriciclaggio è qualificabile come reato plurioffensivo: accanto al patrimonio, sono tutelati altri beni giuridici come l'amministrazione della giustizia, l'ordine pubblico, ovvero l'ordine economico-finanziario, anche nella specie della tutela del risparmio. La fattispecie richiede che le condotte siano "concretamente idonee" ad ostacolare l'identificazione dell'origine dei beni e, quindi, a provocare intralcio alle relative indagini. Si tratta, dunque, di un reato di pericolo concreto. L'autoriciclaggio è un reato proprio, che può essere commesso esclusivamente dall'autore del reato presupposto o dal concorrente (morale o materiale) nello stesso. In mancanza della qualifica soggettiva, la condotta ricade nel più grave delitto di riciclaggio. La condotta penalmente rilevante si individua nel fatto di chi, avendo commesso o concorso a commettere qualsiasi delitto (anche non colposo), impiega, sostituisce, trasferisce, in attività economiche, finanziarie, imprenditoriali o speculative, il denaro i beni o le altre utilità provenienti dalla commissione di

tale delitto, in modo da ostacolare concretamente l'identificazione della loro provenienza delittuosa. Le singole condotte alternative sono: 1) il trasferimento o la sostituzione, quindi un mutamento della titolarità formale del bene o delle disponibilità; 2) l'impiego, cioè una trasformazione del bene che al contempo ne muti la destinazione. È necessario che il bene venga poi re-immesso nel circuito dell'economia legale. Il reimpiego, il trasferimento o la sostituzione devono essere realizzati in modo da ostacolare concretamente l'identificazione della provenienza delittuosa dei proventi. Secondo la giurisprudenza di legittimità, il criterio per comprendere se la condotta dell'agente ostacoli l'identificazione della provenienza delittuosa dei proventi è di un'analisi in concreto ed *ex ante* della idoneità della condotta simulatoria. In altri termini, sono punibili solo le condotte offensive che siano in concreto capaci di rendere difficoltosa l'individuazione dell'origine illecita del provento. Per idoneità *ex ante*, la Corte di Cassazione, ha specificato che essa si basa *“sugli elementi di fatto sussistenti nel momento della sua realizzazione, ad ostacolare l'identificazione della provenienza criminosa del bene, senza che il successivo disvelamento dell'illecito per effetto degli accertamenti compiuti determini automaticamente una condizione di inidoneità dell'azione per difetto di concreta capacità decettiva”* (Cass. 16059/2019). Principio, peraltro, ribadito dalla giurisprudenza in un caso che ha marginalmente toccato il tema delle criptovalute. Infatti, con la sentenza 2868/2021 in un caso in cui i profitti dei reati presupposti erano stati trasferiti mediante bonifici da carte *Postepay* verso società estere che fungevano da *“exchanger di criptovalute”* e, come tali, deputate al cambio in *bitcoin*, è stato stabilito che tali operazioni *“ponevano un serio ostacolo alla identificazione del ricorrente come beneficiario finale delle transazioni ed effettivo titolare di bitcoin acquistati non da lui ma dalle società estere che fungevano da “exchanger di criptovalute”*.

Per quanto riguarda l'elemento soggettivo, si tratta di un reato a dolo generico. Particolarmente delicato il tema dei rapporti tra auto-riciclaggio e riciclaggio nella disciplina del concorso di persone nel reato *ex art. 110 e ss. c.p.* Si faccia l'esempio di Tizio e Caio che pongono in essere il delitto di rapina e poi re-impiegano la refurtiva insieme a Sempronio, che non aveva partecipato al reato-presupposto. Rispondono tutti del delitto di riciclaggio oppure rispondono a titoli differenti, ovvero ancora rispondono tutti del delitto di auto-riciclaggio? Si registrano in dottrina posizioni differenti, tutte egualmente degne di nota ma

ciascuna di esse soffre le obiezioni delle altre tesi. 1) tesi del concorso a titoli alternativi, cioè l'autore del reato-presupposto (qui rapina, quindi Tizio e Caio) risponde di auto-riciclaggio, mentre l'estraneo (Sempronio) risponde di riciclaggio, sulla base delle regole del concorso di persone nel reato. Questa posizione fa leva sull'interpretazione del delitto di auto-riciclaggio come un reato proprio di mano propria, ossia che può essere commesso solo da un soggetto che abbia una particolare caratteristica indicata dal legislatore. Sicché se il comportamento delittuoso è posto in essere da un soggetto privo di tale caratteristica, costui non risponde sicuramente del reato proprio di mano propria, ma nemmeno di un altro reato comune configurato dal legislatore. Esempio di reato proprio di mano propria è l'incesto, se un soggetto ha un rapporto con una persona a cui non è legato da vincoli di parentela non solo non risponde del delitto di incesto ma pone in essere un'attività considerata lecita dall'ordinamento. Ritenere, dunque, il delitto di auto-riciclaggio un reato proprio di mano propria, significa che solo chi ha compiuto il reato-presupposto è l'auto-riciclatore (qui Tizio e Caio), mentre il terzo (*extraneus*, qui Sempronio) non potrà mai rispondere del reato di auto-riciclaggio, in quanto privo dei caratteri delineati dal legislatore (ossia l'aver posto in essere il reato-presupposto). **Critica:** se Tizio e Caio pongono in essere la rapina e poi re-impiegano insieme a Sempronio il denaro allora i primi rispondono di auto-riciclaggio e Sempronio solo di riciclaggio. Però, con la tesi del reato di auto-riciclaggio come reato proprio di mano propria se Tizio e Caio, oltre a porre in essere il reato-presupposto, non re-impiegano direttamente il denaro con Sempronio ma istigano Sempronio a re-impiegare il denaro ottenuto con la rapina, si verifica un'aporia. Difatti, Tizio e Caio hanno sì posto in essere il reato presupposto ma non anche la condotta di auto-riciclaggio, limitandosi solo a istigare Sempronio a riciclare il loro denaro. Pertanto, Sempronio continuerà a rispondere del delitto di riciclaggio, mentre Tizio e Caio resterebbero impuniti: non possono rispondere di riciclaggio in quanto hanno compiuto il reato-presupposto, né possono rispondere di auto-riciclaggio perché i reati propri di mano propria sono integrabili solo se è materialmente posta in essere la condotta decritta dalla norma. 2) tesi del concorso a titoli alternativi, cioè l'autore del reato-presupposto (qui rapina, quindi Tizio e Caio) risponde di auto-riciclaggio, mentre l'estraneo (Sempronio) risponde di riciclaggio sulla base della disciplina del concorso di norme. Tizio e Caio rispondono

solo del reato di auto-riciclaggio perché hanno posto in essere il reato presupposto. Sempronio, invece, potrebbe in via astratta rispondere di entrambi i titoli di reato, però, occorre compiere un esame approfondito di comparazione dell'art. 468-*bis* e dell'art. 468-*ter.1* c.p. alla luce del principio di specialità tra le norme. Secondo questa tesi, le due norme sono in rapporto di specialità reciproca – ossia ogni norma ha degli elementi specializzanti rispetto all'altra – però prevale il delitto di riciclaggio in quanto più grave. Quindi, Sempronio in astratto potrebbe rispondere di riciclaggio o di auto-riciclaggio, ma ponendo a confronto le norme, prevale il delitto di riciclaggio stante la maggiore gravità, indicata dalla cornice edittale più elevata. In questo modo, se Tizio e Caio si limitano a istigare Sempronio a riciclare il denaro conseguito con la rapina, comunque risponderanno del delitto di auto-riciclaggio, rifuggendo dalla tesi del reato di auto-riciclaggio come reato proprio di mano propria, e facendo leva sul concorso di norme: tra il reato di riciclaggio (che non si può applicare a chi ha compiuto il reato presupposto) e il reato di auto-riciclaggio, prevarrà per Tizio e Caio il reato di auto-riciclaggio. Mentre per Sempronio, istigato a compiere il lavaggio del provento del reato, si applicherà il reato di riciclaggio in quanto più grave, all'esito del giudizio di specialità tra le due norme. **Critica:** si utilizza il criterio della specialità bilaterale o reciproca e si fa leva sulla gravità dei due reati, sennonché la giurisprudenza di legittimità sconsiglia di utilizzare il principio della bilateralità reciproca, prediligendo il criterio della specialità *tout court*, senza permettere all'interprete di bilanciare a piacimento i vari elementi specializzanti delle norme. 3) tesi della clausola di riserva *ex art. art. 648-bis* c.p. “fuori dai casi di concorso nel reato”. Essa serve a regolare i rapporti tra i concorrenti, di modo che chi abbia concorso nel reato-presupposto non possa rispondere del delitto di riciclaggio ma solo di auto-riciclaggio, mentre per chi non ha compiuto il reato-presupposto la sua condotta è attratta nell'alveo del delitto di riciclaggio. **Critica:** è una tesi che non spiega come risolvere il problema del concorso a titoli differenziati tra soggetti che pongono in essere il reato-presupposto e poi istighino qualcun altro a porre in essere il reato di riciclaggio. È *tranchat* sostenere che in virtù della clausola chi concorre nel reato-presupposto non risponde mai di riciclaggio e chi, invece, vi concorre risponde solo di auto-riciclaggio. 4) tesi dell'unitarietà del titolo. Tesi diametralmente opposta al precedente, con l'addentellato normativo dell'art. 117 c.p., ai sensi del quale se si con-

corre nel reato proprio, *l'extraneus* risponde anch'esso del reato proprio (ad esempio se il privato concorre con un pubblico ufficiale nella sottrazione di denaro nella loro responsabilità, non risponderà di appropriazione indebita ma del più grave delitto di peculato). Se il reato di auto-riciclaggio è un reato proprio e Sempronio, che non ha la qualifica di *intraneus* (non ha compiuto il reato-presupposto), è istigato a riciclare il denaro, non risponderà del delitto di riciclaggio (più grave) ma del reato proprio di auto-riciclaggio (oltretutto meno grave) compiuto da Tizio e Caio. **Critica:** così facendo significa porre nel nulla il reato di riciclaggio. Sovente, infatti, un soggetto ricicla denaro proveniente di un reato compiuto da altri. Riconoscere, quindi, un'unitarietà nel titolo di reato significa poter perseguire un soggetto per il delitto di riciclaggio solo in casi rari. La giurisprudenza di legittimità è meno sottile rispetto alla Letteratura, e, difatti, ritiene configurabile il concorso a titoli differenti, sicché Tizio e Caio risponderanno di auto-riciclaggio e Sempronio di riciclaggio. Inoltre, Tizio e Caio risponderanno di auto-riciclaggio anche se non pongono in essere la condotta tipica di re-impiego del denaro ma si limitino a istigare Sempronio a riciclare il denaro conseguito con la rapina. In sostanza, la giurisprudenza non declina il reato *ex art. 648-ter.1* come reato proprio di mano propria (Cass. 14800/2020).

3. *Il versante tributario: il rapporto tra il diritto europeo e il diritto interno*

Sul versante tributario e penal-tributario occorre, innanzitutto, volgere l'attenzione al Mi.CA., ossia il Regolamento europeo sulle cripto-attività (MiCA) n. 1114/2023, che entrerà in pieno vigore dal 30.12.2024. È proprio il Regolamento summenzionato a dare una definizione di *utility token* – nel cui alveo si inseriscono i *fan token*. L'*utility token* è descritto come un tipo di cripto-attività destinato unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente *ex art. 3 c. 2 §9*. Il Regolamento Mi.CA. delinea all'art. 2 il suo l'ambito di applicazione, escludendo che sia diretto alla disciplina di prodotti che non hanno scopi di investimento o di pagamento. I *fan token*, dunque, sono esclusi dall'applicazione del Regolamento Mi.CA., in quanto non hanno un uso finanziario ma sono acquistati dai tifosi per avere accesso ad offerte ed esperienze esclusive. I *fan token*, pertanto,

non presentando una finalità di natura monetaria, speculativa e partecipativa, non sono regolamentati dai mercati finanziari. La loro disciplina, infatti, è demandata alla pattuizione contrattuale tra le parti, o meglio si tratta di un contratto concluso mediante moduli o formulari *ex art.* 1342 c.c., dove il contraente-tifoso si limita ad accettare le condizioni imposte dalla piattaforma di vendita dei *fan token*. Occorre, quindi, soffermarsi sulla disciplina interna concernente la tassazione delle criptovalute e degli *utility token* in particolare. Si tratta di un contesto in continua evoluzione, che risente della produzione normativa europea, e dove diviene necessario affidarsi alla interpretazione fornita dall'Agenzia delle Entrate. Per ciò che concerne il settore di nostro interesse, l'Agenzia delle Entrate si è pronunciata con un interpello nel 2022 (interpello n. 507/2022). Tale atto dell'Agenzia delle Entrate riguarda specificamente gli *utility token*, ove sono ricompresi i *fan token*. In particolare si specifica che gli *utility token* conferiscono al possessore il diritto a usufruire dei servizi forniti dalla Società emittente a un prezzo scontato, o giovandosi di altri benefici. Si tratta in sostanza di un vantaggio, concesso nella forma di uno sconto permanente, riconosciuto agli utenti che, riponendo fiducia nell'iniziativa della società emittente, decidono di finanziarla. L'Agenzia delle Entrate, dunque, arriva alla conclusione per cui, ai fini IVA, gli *utility token* sono da considerare alla stregua di documenti di legittimazione *ex art.* 2002 c.c., poiché conferiscono al portatore il diritto di ottenere dalla Società una prestazione a prezzo ridotto rispetto a chi tale *token* non possiede. Pertanto, l'Agenzia delle Entrate è dell'avviso che la cessione degli *utility token*, sia correttamente riconducibile ad una mera movimentazione finanziaria, non rilevante agli effetti dell'IVA. Altra questione rimessa all'Agenzia delle Entrate in ordine agli *utility token* è se essi concorrano alla formazione della base imponibile dell'IRAP. Con l'interpello 14/2018, l'Agenzia ha concluso sostenendo che le somme incassate a fronte dell'assegnazione degli *utility token* non concorrono alla formazione della base imponibile IRAP. Il ragionamento seguito nell'interpello si basa sulla formazione della base imponibile dell'IRAP, che è agganciata alle voci del bilancio di esercizio dell'attività, e, appunto, nel conto economico non rileva l'esistenza di somme incassate a fronte dell'assegnazione di *utility token*. In generale, invece, in tema di criptovalute e crypto-attività occorre dar conto dell'emanazione del d.l.g.s. 129/2024, recante l'adeguamento della normativa nazionale al regola-

mento (UE) 2023/1114, appunto il Mi.CA., dove vi è la previsione dell'art. 30, ai sensi del quale è punito con la reclusione da sei mesi a quattro anni e con la multa da euro 2.066 a euro 10.329 chiunque: a) offre al pubblico *token* collegati ad attività ovvero ne chiede e ottiene l'ammissione alla negoziazione, in assenza dell'apposita autorizzazione rilasciata dall'Autorità competente – per l'Italia CONSOB e Banca d'Italia; b) presta servizi per le cripto-attività disciplinate dal regolamento (UE) 2023/1114, in assenza dell'apposita autorizzazione; c) emette *token* di moneta elettronica in violazione della riserva di cui all'articolo 48, ossia bisogna essere autorizzati quali ente creditizio o istituto di moneta elettronica; d) offre al pubblico *token* di moneta elettronica ovvero ne chiede e ottiene l'ammissione alla negoziazione in assenza del previo consenso scritto dell'emittente di cui all'articolo 48, paragrafo 1, secondo comma, del regolamento (UE) 2023/1114. Occorre ora soffermarsi su un interessante arresto giurisprudenziale in materia di criptovalute: la sentenza n. 26807/2020 della Corte di Cassazione, che ha ispirato l'art. 30 del d.l.g.s. 129/2024 poc'anzi menzionato. La Corte era chiamata a rispondere a due quesiti: – le valute virtuali sono prodotti di investimento o mezzi di pagamento, e dunque rientrano o sono sottratte alla normativa in materia di strumenti finanziari? – un privato senza abilitazione vende bitcoin su un sito internet commette reato di intermediazione finanziaria abusiva? I due interrogativi sono concatenati: alla risposta positiva di uno discende l'esito affermativo per l'altro. La Cassazione risponde che le cripto-valute sono prodotti finanziari, laddove la vendita sia reclamizzata come una propria proposta di investimento, e in tal caso, trattandosi di attività soggetta agli adempimenti di cui al TUF, la loro omissione integra il reato di abusivismo finanziario di cui all'art. 166, comma 1, lett. c) TUF. La qualificazione delle cripto-valute come prodotti finanziari discende da un documento della Banca d'Italia del 2015, dove le valute virtuali sono intese come «*rap-presentazioni digitali di valore, utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento, che possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente*». Il pregio della sentenza della Corte di Cassazione è di aver dato una prima qualificazione giuridica delle criptovalute, considerandole prodotti finanziari, e la loro emissione in assenza dell'autorizzazione dell'Autorità competente, integra il reato di abusivismo finanziario ex art. 166 c. 1 c) TUF, e oggi dell'art. 30 d.l.g.s. 129/2024. Dunque, ritenendo che le criptovalute siano da considerarsi

prodotti finanziari – come suggerisce la giurisprudenza di legittimità – allora si aggancia la disciplina del d.l.g.s. 129/2024 anche sul versante penalistico. Se all'interno di queste criptovalute si ricomprendono anche gli *utility token* – e i *fan token* – allora ad essi si applicherà la disciplina del d.l.g.s. 129/2024. Tuttavia, come specificato dal Regolamento Mi.CA., gli *utility token* non sono strumenti finanziari, in quanto permettono solo l'accesso a un servizio, senza essere uno strumento di investimento. Così opinando, gli *utility token* non sarebbero soggetti alla disciplina del d.l.g.s. 129/2024. Non resta, quindi, che rimanere in attesa di interventi chiarificatori della giurisprudenza o del legislatore per delineare in maniera precisa la natura degli *utility token* e quindi la disciplina che ad essi si applicherà.

SOCIETÀ DI CALCIO E (TIPOLOGIE DI) CROWDFUNDING: UN CONNUBIO POSSIBILE?

SOMMARIO: 1. Il problema dell'accesso al sostegno finanziario 2. – L'infatuazione per la quotazione in borsa. 3. – Il crowdfunding e le sue declinazioni. 4. – Il donation-based crowdfunding. 5. – *L'equity e lending-based crowdfunding*. 6. – Il reward-based crowdfunding.

1. Il problema dell'accesso al sostegno finanziario

È noto che il reperimento di risorse finanziarie da parte delle società di calcio, ancorché necessariamente costituite in forma di società di capitali (s.p.a. o s.r.l.), non si presenta agevole.

Vari sono i fattori che si pongono all'origine di tale situazione. Un ruolo fondamentale è senz'altro giocato dal vincolo di specializzazione dell'oggetto sociale – derivante dalla legge – che impone alle società di calcio di svolgere, oltre all'attività principale (che è quella relativa alla partecipazione del team alle competizioni sportive organizzate dalle varie federazioni), solo le c.d. attività connesse e/o strumentali¹.

In virtù di tale vincolo², se può ammettersi che la singola società acquisisca la proprietà dei beni necessari per l'esercizio dell'attività principale (stadio, centri di allenamento, ecc.), svolge servizi di ac-
co-

¹ È noto che quelle operanti in ambito professionistico sono società di diritto speciale, risultando assoggettate – alla luce del D. Lgs. n. 36/2021 – al vincolo di esclusività dell'oggetto sociale, all'obbligo di destinazione in favore delle scuole giovanili di calcio di una determinata quota di utili (non inferiore al 10%), oltre che alle regole dettate dalla F.I.G.C. alla quale devono necessariamente affiliarsi. In particolare, dalla Federazione i *team* ricevono il c.d. Noif (titolo sportivo), che costituisce un *asset* fondamentale, in quanto rappresenta il presupposto indispensabile per essere ammessi alle competizioni di categoria: sul punto v. E. LOCASCIO ALIBERTI, *Nuove (possibili) forme organizzative delle società di calcio professionistico*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, 352.

² Secondo un'opinione diffusa (cfr. I. DEMURO, *La disciplina speciale delle società di calcio professionistico*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 353 ss.), la specializzazione dell'oggetto sociale risponde anche all'esigenza di agevolare l'attività di vigilanza e controllo da parte della Federazione.

glienza e ristorazione all'interno delle strutture nelle quali ha luogo l'evento sportivo, nonché porti avanti iniziative di gestione degli spazi commerciali all'interno delle suddette strutture o comunque di merchandising mediante lo sfruttamento economico del proprio brand, deve per contro reputarsi preclusa la realizzazione di progetti imprenditoriali di carattere immobiliare diretti ad esempio a riqualificare il quartiere in cui si trova lo stadio o a realizzare e gestire un albergo in una area limitrofa³.

Naturalmente, la ridotta operatività di tali società finisce per influire in termini negativi sul coefficiente di patrimonialità delle stesse, già consistentemente ridotto in ragione della particolare natura degli asset principali (costituite dalle prestazioni degli atleti). Non a caso, non sono poche le società che, per rafforzarsi sotto questo profilo e acquisire una solidità spendibile con il ceto bancario, hanno puntato sulla acquisizione della proprietà dello stadio.

Occorre inoltre tenere presente la difficoltà di elaborare un piano imprenditoriale sul quale misurare con una sufficiente attendibilità il grado di redditività, in quanto i risultati economici dell'attività (in termini di ricavi dalla gestione dell'attività caratteristica) tendono a intreciarsi con quelli sul campo, a loro volta caratterizzati da una accentuata componente di aleatorietà (come può accadere quando l'esito di una partita viene determinato da errori o sviste arbitrali)⁴. Ne discende che anche per le banche si rivela complesso valutare il merito creditizio di tali soggetti e conseguentemente risulta frequente l'adozione di un approccio particolarmente prudente.

³ Ferma l'assenza di una definizione normativa, rientrerebbero nel perimetro delle *strumentali* le attività che si rivelano necessarie o anche soltanto utili allo svolgimento dell'attività calcistica, mentre nell'ambito delle *connesse* le iniziative che trovano nell'esercizio di quest'ultima l'occasione esclusiva per il loro esercizio (così C. MACRÌ, *La vicenda delle società sportive dal diritto speciale al diritto comune*, in *Studium iuris*, 1997, 8). Gli esempi indicati nel testo di attività che esorbitano dai confini consentiti non sono di pura fantasia: in passato, il presidente di una società di calcio di serie A ha affacciato la proposta di realizzare un intero quartiere residenziale con correlati servizi commerciali, denominandolo con il nome della propria squadra.

⁴ Come osserva M. STELLA RICHTER JR (*Considerazioni sulle società sportive quotate*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 362), il mercato degli spettacoli sportivi è del tutto particolare, nel senso che in tanto esiste in quanto ci siano competizioni avvincenti. In direzione analoga, D. REGOLI, *Società sportive e quotazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 341.

L'effetto dell'azione combinata dei fattori indicati è che la «proprietà» delle società di calcio assume i tratti della compagine familiare (sia pure attraverso lo schermo di veicoli societari) con la presenza di un patron nella posizione di comando (in veste di Presidente e/o amministratore, anche di fatto, delle stesse).

Naturalmente, tale assetto finisce per favorire l'estrazione di benefici privati dalla società, con la cooptazione all'interno degli organi di amministrazione e controllo della stessa di familiari e riconoscimento in loro favore di compensi ben al di sopra di quelli di mercato⁵.

2. *L'infatuazione per la quotazione in borsa*

Proprio per superare le criticità legate alla ristrettezza delle risorse disponibili, alcune delle più importanti società di calcio, costituite in forma di s.p.a., (tra cui Juventus, Lazio e Roma) hanno imboccato la strada della «quotazione in borsa»⁶.

La prospettiva di contare sull'ampio bacino di potenziali interessati costituito dalla platea dei tifosi ha indotto a collocare sul mercato emissioni di nuove azioni (anche con sovrapprezzo), in modo da rafforzare la patrimonializzazione della società senza accumulare debiti.

È appena il caso di osservare che l'apertura al pubblico è stata sempre realizzata in modo da far conservare il controllo della società alla pre-esistente proprietà.

Quella che può definirsi una vera e propria infatuazione per la soluzione in esame (apparendo come la via più semplice per acquisire ingenti risorse senza indebitarsi) ha tuttavia presentato ben presto il conto.

Vero è infatti che, una volta conseguita la quotazione, i sodalizi calcistici hanno faticato a rispettare le ben più stringenti regole in tema di presidi organizzativi e di trasparenza imposti dal c.d. statuto delle società quotate: vuoi per la mancata adozione di assetti effettivamente adeguati; vuoi per la difficoltà di rispettare i vincoli imposti dal regime contabile, specie tenuto presente la peculiare natura dei principali asset

⁵ Il pericolo è ben segnalato da M. STELLA RICHTER JR, *Considerazioni sulle società sportive quotate*, cit., 363.

⁶ Sulla parabola della quotazione, v. diffusamente D. REGOLI, *Società sportive e quotazione*, cit., 340 ss.

(ovvero gli atleti) in dotazione a una società di calcio (come evincibile dalla vicenda delle plusvalenze); vuoi ancora per l'assenza di un adeguato flottante che ha determinato – una volta esaurito l'entusiasmo del primo momento – un appannamento dell'interesse con correlato affievolimento della domanda da parte degli investitori in relazione ai titoli immessi nel mercato.

A ciò deve poi aggiungersi l'eccentricità della figura del socio-tifoso: trattandosi a ben vedere di un soggetto difficilmente incasellabile nel paradigma dell'agente razionale, in quanto maggiormente interessato alla performance sul campo rispetto a quella dell'investimento realizzato, anche perché verosimilmente di modesta entità⁷.

Non a caso, la corsa alla quotazione può ormai considerata cessata da tempo e talune delle società che avevano intrapreso tale strada non hanno esitato a tornare indietro, compiendo il passo del *de-listing*, anche nella prospettiva di sottrarsi ai controlli dell'Autorità di vigilanza e vincoli in materia contabile.

3. *Il crowdfunding e le sue declinazioni*

Lo scarso *appeal* che nel corso del tempo la soluzione della quotazione ha finito per esercitare ha indotto le società di calcio (non solo del nostro Paese), sempre alla ricerca di ulteriori risorse economiche, a spostare l'attenzione verso strade alternative.

Tra le varie opzioni in campo notevole interesse ha suscitato quella del *crowdfunding*.

Come è noto, il *crowdfunding* consiste nella rivisitazione di un'intuizione antica: ovvero nella traduzione in realtà dell'idea di chiedere poco a tanti attraverso l'utilizzo della tecnologia di recente conio costituita dalle piattaforme digitali. Più precisamente questo *mix* tra «vecchio e moderno» si lascia apprezzare per il pregio di consentire l'instaurazione di rapporti disintermediati tra il soggetto in *deficit* di liquidità (*in thesi* la società di calcio) e quanti si trovano in una situazione di *surplus* di liquidità all'interno di un circuito – la piattaforma digitale – per lo più gestita da un soggetto terzo.

⁷ A ben vedere, l'irriducibilità del tifoso-investitore al modello dell'agente razionale finisce per avvicinare tale figura a quella del collezionista d'arte, il cui agire si rivela del pari indotto da atteggiamenti e orientamenti idiosincratici.

È altrettanto noto che il fenomeno del *crowdfunding* si lascia declinare in tre distinte tipologie: rispettivamente quella del *donation-based*, dell'*equity-lending based* e del *reward-based*. Sicché verificare la fattibilità del ricorso da parte delle società di calcio a tale strumento equivale a interrogarsi sulla utilizzabilità dell'una o dell'altra tipologia.

4. Il *donation-based crowdfunding*

A ben vedere, il *donation-based crowdfunding* può considerarsi la versione aggiornata dello strumento della colletta presso il pubblico: uno strumento che ha peraltro consentito nel passato di reperire i fondi necessari per la costruzione della cattedrale di Barcellona.

Da un certo punto di vista, quello in esame potrebbe apparire un mezzo particolarmente idoneo per sollecitare una platea di soggetti, quali sono i tifosi, che risultano mossi più dalla passione e da uno slancio emozionale verso la propria squadra del cuore che da un disegno razionale di guadagno ascrivibile a un normale investitore.

Cionondimeno, il ricorso a tale strumento non ha incontrato una particolare fortuna: salvo taluni sporadici casi di campagne volte ad ottenere un sostegno finanziario disinteressato, non si registrano – almeno ad oggi – precedenti realmente significativi.

Invero, occorre segnalare che quella per il calcio è una passione già di per sé costosa (per l'acquisto dei biglietti per assistere alle partite; per affrontare le trasferte; per pagare l'abbonamento ai canali di payTV che trasmettono l'evento); sicché la prospettiva di far sostenere ulteriori costi rischia di suscitare reazioni tiepide.

Va poi considerata l'esistenza di una certa riluttanza delle stesse società di calcio a ricorrere a un simile strumento, verosimilmente per il timore che il suo utilizzo possa essere scambiato per una implicita ammissione di impotenza economica e dunque di inattitudine a reggere le sorti della squadra.

Il tutto senza tralasciare che, come già segnalato in letteratura, nel silenzio legislativo, il *donation-based crowdfunding* viene a sollevare anche non trascurabili problemi di disciplina⁸. Da quest'angolo visuale, il

⁸ Come osserva E. MOROTTI, *Luci e ombre delle piattaforme di crowdfunding donation*, in *Persona merc.*, 2024, 1308 ss., «a livello europeo non esiste una disciplina che si dedichi direttamente al *crowdfunding donation* ... Tale situazione è anche confermata

suggerimento di richiamare, per analogia, le regole (peraltro a loro volta scarse) dettate in tema di comitati (artt. 39 ss. c.c.) evoca il tema dei controlli sull'uso delle liberalità ricevute, con il rischio di esporre la società beneficiaria a gravi danni reputazionali in caso di sospetto di irregolarità⁹.

5. *L'equity e lending-based crowdfunding*

Quella in oggetto costituisce una variante di crowdfunding che permette alle imprese, tramite piattaforma, di collocare direttamente presso il pubblico dei risparmiatori unità di partecipazione al proprio capitale di rischio (azioni o quote) oppure di emettere unità di debito cartolarizzate, (rispettivamente, nell'ipotesi di emittente costituito in forma di s.p.a., obbligazioni; mentre in forma di s.r.l., titoli di debito)¹⁰.

con l'introduzione del d. lgs. 10 marzo 2023, n. 30, che ha recepito in Italia il regolamento europeo n. 2020/1503, mantenendone il medesimo ambito di applicazione oggettivo e soggettivo».

⁹ Per il riferimento in via analogica alla disciplina dei comitati, v. A. RENDA, *Donation-based crowdfunding*, Milano, 2021, *passim*.

¹⁰ Originariamente circoscritta alle c.d. startup innovative (cfr. Decreto «Crescita bis» n. 179/2012, convertito in l. n. 212/2012 che ha determinato l'inserimento del capo III-quater e dell'art. 50-bis nel t.u.f.), la possibilità per le s.r.l di sollecitare il pubblico risparmio tramite offerta su portale era stata poi allargata alle PMI innovative (Decreto «Crescita 3.0» n. 3/2015 convertito in l. 33/2015) e, successivamente alle PMI in genere, fino ad arrivare nel vigente dato normativo a tutte le s.r.l. La sequenza di aggiustamenti normativi in esame è stata definita da N. ABRIANI (*La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 505 ss., spec. 509) come una rivoluzione (fonte di manipolazioni genetiche del tipo) che, nel passare attraverso la finestra della innovazione, ha confermato la natura artificiale della società a responsabilità limitata, la sua natura cangiante di strumento *bon à tout faire*, fissando l'approdo della singolare parabola normativa della stessa «i) da “piccola società per azioni senza azioni” (nel codice dl 1942) a ii) società che, dopo la riforma del 2003, in quanto imperativamente chiusa nella struttura finanziaria, si stagliava come la più duttile tra le forme giuridiche dotate di personalità giuridica (al punto da avvicinarsi a una società di persone a responsabilità limitata) sino iii) all'attuale scenario normativo, caratterizzato dalla compresenza di una perdurante autonomia statutaria e di una inedita possibilità di ricorso al mercato dei capitali di rischio, estesa anche al di fuori del settore innovativo, mediante la sollecitazione all'investimento di quote serializzate sussunte nella nozione di valore mobiliare». Per gli antecedenti normativi relativi alle start-up e alle PMI innovative, cfr. P. BENAZZO, voce *Start-up e PMI innovative*, in *Dig. disc. priv.*, sez.

Appartiene ormai al notorio il fatto che il legislatore (sia unionale che interno) abbia ravvisato nelle piattaforme di crowdfunding uno strumento per agevolare anche da parte delle imprese di minori dimensioni (costituite nella forma tanto di s.p.a. quanto di s.r.l.) l'accesso al pubblico risparmio per la raccolta di capitale di rischio e/o di debito, in modo da allentare la dipendenza delle stesse dal canale bancario.

È altrettanto risaputo che, per portare avanti il suddetto disegno normativo, si è rivelato necessario operare su due tavoli: da un lato quello proprio del diritto societario, trattandosi ad esempio di "aprire" al c.d. risparmio anonimo un tipo di struttura societaria, la s.r.l., pensato dal legislatore della riforma come società chiusa (o a compagine sociale ristretta); dall'altro lato, quello del diritto dei mercati finanziari, occorrendo prevedere in favore dei sottoscrittori dei titoli di *equity* o di debito collocati tramite portali on line strumenti di tutela (*rectius*, presidi organizzativi e/o regole di condotta) adeguati, ma al tempo stesso più leggeri rispetto a quelli previsti dal t.u.f. per gli emittenti quotati e come tali troppo gravosi per imprese di dimensioni più ridotte¹¹.

comm., Agg. *****, Torino, 2017, 467 ss.; mentre con riguardo alle ricadute sistematiche sul tipo correlate alla apertura al mercato dei capitali delle s.r.l. che siano anche PMI, v. M. CIAN, *S.r.l. P.M.I., s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ri-costruzione del sistema*, in *Riv. soc.* 2018, 818 ss.; O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alla s.r.l. P.M.I.*, in *Nuovo dir. soc.* 2018, 915 ss.; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa*, in *Le società a responsabilità limitata* a cura di C. Ibba e G. Marasà, Milano, 2020, I, 87 ss.; nonché il lavoro monografico di S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti degli investitori*, Milano, 2021.

¹¹ È peraltro dubbio che l'obiettivo della semplificazione normativa sia stato effettivamente raggiunto. Basti soltanto pensare che, per effetto dell'ampio utilizzo del meccanismo della delega legislativa, in scia al Regolamento UE 2020/1503, nel giro di un rapido turno di tempo sono stati adottati un numero impressionante di Regolamenti attuativi, con l'effetto di creare un plesso normativo di dimensioni gigantesche e in palese contraddizione con l'idea originaria di dettare un *corpus* normativo leggero, in quanto costruito su misura per imprese di minori dimensioni. In particolare, il riferimento corre al Regolamento delegato 2022/2018 in materia di elementi del metodo di valutazione del rischio di credito; al Regolamento delegato 2022/2112 in tema di requisiti e modalità per la domanda di autorizzazione come fornitore di servizi di crowdfunding; al Regolamento delegato 2022/2016 sulle misure e procedure di continuità operativa; al Regolamento delegato 2022/2115 con riguardo al metodo di calcolo dei tassi di default dei prestiti; al Regolamento delegato 2022/2011 con riferimento agli obblighi in materia di conflitto di interesse; al Regolamento delegato 2022/2113 avente ad og-

Ora, non è questa la sede per esaminare *funditus* i contenuti di una disciplina che ha formato oggetto di svariati ritocchi da parte del legislatore interno, anche dietro impulso di quello unionale.

Ci si limiterà pertanto ad osservare che, in presenza di una società di calcio costituita in forma di s.p.a., almeno sulla carta la modalità di *crowdfunding* in esame si presta effettivamente a costituire una soluzione percorribile con costi decisamente minori rispetto a una normale sollecitazione al pubblico risparmio (di per sé richiedente la redazione e pubblicazione di un prospetto informativo con tutto ciò che ne consegue in termini di maggior complessità della vicenda). Non va peraltro trascurato che l'ammontare dell'offerta di titoli tramite piattaforma non può superare l'ammontare di Euro 5.000.000,00 e che, in ogni caso, l'aprirsi della compagine sociale (nell'ipotesi di offerta di azioni) al pubblico indistinto verrà inevitabilmente a comportare un incremento dei costi di *governance* e di *compliance*.

Quanto all'eventualità di una società di calcio costituita in forma di s.r.l., il problema principale è che, quasi per paradosso, malgrado i numerosi aggiustamenti e l'intervento anche del legislatore unionale, la disciplina non sembra ancora avere raggiunto un punto di caduta definitivo. Allo stato rimangono ancora senza risposta molteplici dubbi tanto sul versante del diritto societario, quanto su quello del diritto dei mercati finanziari.

Basti soltanto pensare alle questioni interpretative che ha suscitato la riscrittura dell'art. 100-ter t.u.f. in seguito alla eliminazione di ogni riferimento al *debt crowdfunding*.

Anzitutto, sono state sollevate incertezze sulla utilizzabilità della offerta tramite portali *on line* in ragione della discussa riconducibilità

getto i *regulatory technical standards* sullo scambio di informazioni tra autorità competenti ai fini dell'attività di vigilanza e di contrasto delle violazioni; al Regolamento delegato 2022/2118 sulla gestione individuale di portafogli prestiti; al Regolamento delegato 2022/2014 sul test di ingresso di verifica delle conoscenze e la simulazione della capacità di sostenere perdite per i potenziali investitori non sofisticati in progetti di *crowdfunding*; al Regolamento delegato 2022/2019 sul contenuto della scheda recante le informazioni chiave sull'investimento; al Regolamento delegato 2022/2117 sulle modalità di trattamento dei reclami; al Regolamento delegato 2022/2123 in materia di formulari, modelli e procedure standard per le notifiche all'ESMA delle prescrizioni nazionali concernenti il *marketing*.

dei titoli di debito emettibili dalle s.r.l. all'interno della categoria dei valori mobiliari¹².

È vero che tale questione è stata agevolmente superata osservando¹³ che, «l'art. 2483 c.c. parla di titoli: [sicché] il richiamo a frazionamenti in unità omogenee del capitale raccolto e a tecniche cartolari – vale a dire documenti idonei a circolare nella disciplina stabilita dagli artt. 1992 ss. – viene naturale»; e con esso – preme aggiungere – l'inquadramento degli stessi nei valori mobiliari. Fermo altresì restando che, nel prevedere che «il gestore del portale assicura che per ciascuna offerta avente ad oggetto titoli di debito siano rispettati i limiti posti dall'art. 2483 c.d. ove pertinenti, nonché gli ulteriori limiti posti dalla disciplina speciale applicabile», lo stesso art. 13, comma 5-quinquies, punto *ii*) del Regolamento Consob sulla raccolta di capitali tramite portali on line (adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e aggiornato con delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020) viene implicitamente ad ammettere la suscettibilità anche dei titoli di debito *ex art.* 2483 c.c. ad integrare l'oggetto di una offerta tramite portali on line.

Cionondimeno, superata una questione, è venuto ad aprirsi subito un ulteriore fronte. In altri termini, il *focus* dell'attenzione degli interpreti è transitato dall'*an* al *quomodo* della sollecitazione. Nel fare salvi i limiti posti dall'art. 2483 c.c. ove pertinenti, proprio la norma regolamentare appena menzionata ha ingenerato il dilemma se la relativa offerta debba avere per destinatari solo investitori professionali (ancorché non necessariamente sottoposti a vigilanza)¹⁴, ulteriormente gravati

¹² Il punto è trattato da P. SPOLAORE, *Struttura finanziaria della s.r.l. e raccolta di capitali online*, in *Società*, 2024 p. 303 ss., il quale sottolinea che la raccolta di capitale di debito attraverso portali *on line* deve ritenersi comunque pacifica in virtù di quanto previsto dal Reg. UE 2020/1503. In senso analogo, M. GARCEA, *Società a responsabilità limitata e raccolta di capitale di credito*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, p. 383 ss.

¹³ LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 462. Per un primo catalogo dei problemi legati alla raccolta di capitale debito da parte della piccola e media impresa, v. M. MAUGERI, *Capitale di debito, minibond e informazione imperfetta del mercato*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, p. 449 ss.

¹⁴ Da segnalare che la versione vigente dell'art. 2483 c.c. permette – a certe condizioni – di rivolgere l'offerta a investitori professionali che non siano assoggettati a vigilanza. Ad avviso di E. FREGONARA, *Il crowdfunding dell'impresa innovativa sostenibile (PMI e S.R.L.): tipologie e novità*, in *Banca impr. soc.*, 2024, p. 234, l'allentamento rispetto all'art. 2483 c.c. riguarderebbe solo la possibilità di collocare i titoli di debito presso investitori professionali, anche se non sottoposti a vigilanza.

dalla garanzia della solvenza del soggetto emittente¹⁵ in caso di cessione successiva dei titoli nei confronti di investitori comuni.

Di fronte a simili questioni, intraprendere una operazione di così profondo impatto rischia di configurarsi come un azzardo difficilmente gestibile.

6. *Il reward-based crowdfunding*

L'ultima variante del fenomeno in esame ricorre quando viene prevista una ricompensa a fronte del versamento ricevuto. Si suole affermare che la c.d. *reward* può consistere nella attribuzione in proprietà di un esemplare del bene la cui produzione viene finanziata tramite la somma dei fondi raccolti, oppure di un diritto di partecipazione agli utili dell'attività di impresa o dell'affare del fundraiser proporzionale al contributo erogato.

Proprio l'accentuata elasticità riconosciuta all'autonomia privata in punto di definizione della *reward* fa apparire tale forma di *crowdfunding* come particolarmente adatta per le società di calcio. Invero, la raccolta dei fondi potrebbe avvenire con un duplice vantaggio: da un lato quello di lasciare invariata la compagine sociale e di non assumere passività pecuniarie; dall'altro lato quello di offrire *benefit* non eccessivamente dispendiosi per la società e comunque tali da avere una ricaduta positiva anche sotto il profilo di un accrescimento dello spirito di appartenenza alla comunità dei tifosi.

¹⁵ Pur trattandosi di questione allo stato incerta, ragioni di coerenza sistematica inducono a propendere per una risposta negativa. E ciò per almeno tre ordini di ragioni. In primo luogo, perché non avrebbe senso selezionare la platea dei potenziali destinatari dell'offerta dei titoli di debito *ex art.* 2483 c.c., quando non viene prevista alcuna limitazione di natura soggettiva nell'ipotesi di collocamento tramite portali on line delle quote di s.r.l. In altri termini, a ragionare in maniera opposta, si verrebbe a scontare un regime più rigoroso per una soluzione di investimento, la sottoscrizione di capitale di debito, reputata tradizionalmente meno pericolosa di una sollecitazione a sottoscrivere capitale di rischio. Inoltre, è lo stesso già citato art. 13, comma 5-quinquies, punto *ii*) a lasciare uno spazio di manovra all'interprete – e dunque ad escludere ogni automatismo applicativo – attraverso l'uso dell'inciso “ove pertinenti”. Da ultimo, appare contraddittorio gravare il debt crowdfunding di vincoli che non trovano riscontro nel lending crowdfunding. Più precisamente, la natura cartolarizzata delle posizioni creditorie nel primo caso non sembra ragione sufficiente e idonea per giustificare una tale disparità di trattamento.

JACOPO FINCO - MARCO NOVARA

LO STAKEHOLDER-TIFOSO: TRA VECCHI PROBLEMI E NUOVI STRUMENTI¹

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Cenni sul problema della rilevanza degli *stakeholders* in generale. – 3. In particolare: lo *stakeholder*-tifoso. – 4. Alcune delle possibili soluzioni. – 5. Forme di dialogo tra *management* e *stakeholders*: il comitato dei tifosi. – 6. Il ruolo della finanza digitale: i cc.dd. *fan token*. – 7. Conclusioni.

1. *Introduzione*

Potrebbe apparire quasi provocatoria la scelta di tematizzare il problema della considerazione degli *stakeholders* delle società calcistiche in questo momento, considerato che una parte di essi ha, come noto, dato prova di perseguire interessi estranei all'ambito sportivo e fortemente patologici attraverso una strumentalizzazione del contesto calcistico. A ben vedere, però, i recenti accadimenti sembrano al contrario rendere più che mai urgente occuparsi di tale tematica e, se non altro, impegnarsi in un tentativo volto a individuare strumenti che garantiscano che le pressioni dei tifosi vengano veicolate attraverso un canale che sia trasparente, istituzionale e tracciabile, perché possano distinguersi tra queste quelle fisiologiche e quelle patologiche ed essere così valorizzate le prime e marginalizzate le seconde.

2. *Cenni sul problema della rilevanza degli stakeholders in generale*

Uno dei problemi maggiormente discussi del diritto societario consiste nell'individuazione del ruolo che gli interessi degli *stakeholders* devono avere nella società². Si tratta di un tema che – sebbene con ter-

¹ Il capitolo è frutto di una riflessione comune degli Autori. I §§ 2, 7 e 8 sono redatti da Jacopo Finco, i §§ 1, 3, 4 e 5 da Marco Novara.

² In effetti, è stato osservato che l'esclusività del profitto come fine ultimo dell'attività di impresa "ha accompagnato il diritto azionario grosso modo fin dalla sua nascita" (cfr. E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism*, Giuffrè, Milano, 2022, p. 1. Si veda anche F. M. MUCCIARELLI, *Perseguire un diritto societario "sostenibile": un*

mini e sensibilità differenti – è studiato sostanzialmente da sempre e che, nonostante ciò, non si può dire ancora esaurito.

In effetti, dopo un primo confronto tra la teoria c.d. istituzionalistica e la teoria c.d. contrattualistica, tale dialettica ha via via perso spazio nel panorama della dottrina italiana, lasciando il posto a quella che – influenzata dal contesto internazionale e americano in specie, dove contemporaneamente venivano sviluppati discorsi per molti versi analoghi a quelli nostrani³ – utilizza le nozioni di *shareholders* e *stakeholders* e che risulta particolarmente efficace per la capacità di porre in evidente contrapposizione i soci e gli altri soggetti che, pur non componendo la compagine sociale, sono interessati alla gestione della società⁴.

obiettivo sincero?, in *Governance e mercati studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato ed E. Desana, 2022, p. 186).

³ Nel panorama americano, deve farsi anzitutto riferimento a A.A. BERLE, *Corporate power as powers in trust*, in *Harvard Law Review*, 1931, Vol. 44 il quale a p. 1049 afferma che “all powers granted to a corporation or the management of a corporation [...] are necessarily and at all times exercisable only for the ratable benefit of all the shareholders as their interest appears”. Di diverso avviso è invece un’altra parte della dottrina la quale ritiene “undesirable [...] to give increased emphasis at the present time to the view that business corporations exist for the sole purpose of making profits” preferendo una visione per cui l’impresa è vista come “an economic institution which has already a social service as well as a profit making function” (cfr. E.M. DODD, *For whom are corporate managers trustees*, in *Harvard Law Review*, 1932, Vol. 45, p. 1148). È poi senz’altro fondamentale il ben noto articolo dal titolo “The social responsibility of business is to increase its profits” di Milton Friedman pubblicato nel *The New York Times Magazine* il 13 settembre 1970 dove l’autore sintetizza la teoria che aveva già esposto in M. FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press, Chicago, 1962. In particolare, Friedman afferma che l’unico scopo degli amministratori – che sono concepiti come dipendenti degli azionisti – è quello di “make as much money as possible”, mentre la realizzazione di politiche in favore di soggetti diversi dai soci implicherebbe un costo per quest’ultimi che non troverebbe ragione alcuna, dal momento che per la tutela di interessi pubblici sono stati eletti appositi organi rappresentativi. Per una ricostruzione del dibattito sia anglosassone che italiano si veda E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism*, Giuffrè, Milano, 2022, pp. 15-86.

⁴ Per completezza deve segnalarsi il passaggio intermedio rappresentato dalla teoria della c.d. *corporate social responsibility* affermatasi prima negli Stati Uniti e poi in Europa e in Italia. Senza alcuna pretesa di esaustività, sul punto si segnalano i contributi di A. CARROL, *A three-dimensional conceptual model of corporate social performance*, in *Academy of management journal*, 1979, Vol. 4, pp. 497-505; S.P. SETHI, *A conceptual framework for enviromental analysis of social issues and evaluation of business re-*

In tempi recenti il problema del ruolo degli *stakeholders* nell'attività della società si è collocato – se possibile – ancora più al centro dei dibattiti, nazionali e internazionali, degli studiosi di diritto societario⁵. Ciò, principalmente sulla spinta dell'identificazione dei cc.dd. “interessi altri” da quelli dei soci, ricondotti all'acronimo ESG (che riassume i problemi *Environmental*, *Social* e di buona *Governance*), la cui rilevanza agli occhi della società civile si sta dimostrando via via crescente⁶.

La rinnovata attenzione da parte degli studiosi per questi “interessi altri” trova eco nella produzione dei legislatori che su più livelli si sono impegnati nel tentativo di dare una nozione e una collocazione più specifica ai fattori ESG. Il regolatore che indubbiamente ha profuso gli

sponse patterns, in *Academy of management review*, 1979, Vol. 4, pp. 63-74; L.E. PRESTON - J.E. POST, *Private management and public policy: the principle of public responsibility*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1975. Per quanto riguarda l'Europa, il Libro Verde della Commissione UE del 2001, dal titolo “*Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*” ha espressamente individuato la CSR come centrale per le future politiche legislative dell'UE. In Italia ci si limita a segnalare lo scritto di M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 1 ss. Deve infine menzionarsi la c.d. *team production theory* che, valorizzando il ruolo di mediatore del consiglio di amministrazione, sostiene la sussistenza nella *public company* di un interesse comune tra i soci e gli altri portatori di interesse (v. M.M. BLAIR - L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in *Virginia Law Review*, 85 (1999), 247).

⁵ Anche in questo caso la letteratura è particolarmente ampia, ci si limiterà dunque a richiamare, sul fronte internazionale, gli scritti di C. MAYER, *Prosperity*, Oxford University Press, Oxford, 2018 e di A. EDMANS, *Grow the pie*, Cambridge University Press, Cambridge, 2022. Per quanto riguarda l'Italia, cfr., tra gli altri, gli scritti di U. TOMBARI, *Potere e interessi nella grande impresa azionaria*, Giuffrè, Milano, 2019 e di E. BARCELONA, *Shareholderism versus stakeholderism*, Giuffrè, Milano, 2022.

⁶ Sul punto cfr. M.E. PORTER - M.R. KRAMER, *Creating shared value. How to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth*, in *Harvard Business Review*, 2011, pp. 4 ss. Si pensi poi alla statistica rilevata dall'Eurobarometro “*Attitudes of european citizens toward the environment*” pubblicato dalla Commissione Europea nel marzo 2020 (reperibile *online*) secondo cui (i) il 90% della popolazione europea è preoccupata degli impatti ambientali dei prodotti che acquista ogni giorno e (ii) l'80% della popolazione europea ritiene che le grandi imprese non si stiano impegnando a sufficienza per proteggere l'ambiente. Inoltre, secondo un'indagine di EY riportata ne *IlSole24Ore*, *Lo stile di vita sostenibile regge la crisi* del 6 febbraio 2023, in Italia il 74% della popolazione si preoccupa dell'ambiente e ben il 65% acquista i prodotti in base al loro impatto ambientale.

sforzi maggiori al riguardo è quello dell'Unione Europea⁷, investendo di conseguenza quello domestico del recepimento dei propri atti⁸. Infine, deve segnalarsi che anche alcune fonti di *soft law* hanno ritenuto di dedicare una specifica attenzione al problema qui di interesse⁹.

In conseguenza dell'attenzione di studiosi e legislatori, nonché della società civile e del mercato, il tema ha quindi assunto rilievo rispetto a tanti aspetti decisivi dell'operatività della società di capitali: dai profili gestionali – si pensi, in particolare, al concetto di “successo sostenibile” quale obiettivo che il consiglio di amministrazione delle società quotate deve perseguire nello svolgimento del proprio incarico¹⁰, o ai

⁷ Non può essere ovviamente questa la sede per ripercorrere gli innumerevoli atti di carattere generale e, poi, più specifico emanati dall'Unione Europea. Basti qui il solo richiamo, ad esempio, (i) alla disciplina della rendicontazione societaria di sostenibilità – recepita oggi in Italia dal D.Lgs. 125/2024 – introdotta per la prima volta dalla direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2014/95/UE (c.d. NFRD) e poi successivamente implementata e sostituita dalla direttiva n. 2022/2464 (c.d. CSRD), (ii) al Regolamento UE 2020/852 (c.d. Regolamento Tassonomia) che ha l'obiettivo di fornire un linguaggio chiaro e uguale per tutti per determinare se una data attività economica possa essere considerata sostenibile, (iii) alla Direttiva 2024/1760 in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*. Da ultimo, poi, deve farsi riferimento alla Direttiva UE 2017/828 del 17 maggio 2017 in materia di incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (la c.d. SHRD II), che impone agli investitori istituzionali di pubblicare delle politiche di impegno nelle quali descrivere le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, tra cui i risultati non finanziari, l'impatto sociale, ambientale e il governo societario.

⁸ Per una analisi comparata degli interventi dei principali legislatori europei in materia di rilevanza degli interessi degli *stakeholders* nella gestione della società v. U. TOMBARI, *Potere e interessi nella grande impresa azionaria*, Giuffré, Milano, 2019, pp. 36 ss.

⁹ Si fa riferimento principalmente al Codice di Corporate Governance, approvato dal Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana nel gennaio 2020 che, applicato secondo il principio del *comply or explain*, è stato adottato dal 95% delle società quotate italiane rappresentanti il 99% della capitalizzazione del mercato (cfr. ASSONIME, *Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code*, aprile 2024, p. 15). Importanti sono anche ad esempio i vari codici di autodisciplina emanati da associazioni di categorie degli investitori istituzionali; si pensi, in particolare, allo UK *Stewardship Code*, adottato dal *Financial Reporting Council*, all'*EFAMA Stewardship Code*, nonché ai *Principi italiani di Stewardship*, adottati da Assogestioni.

¹⁰ Formulato, appunto, dal Codice di Corporate Governance, che, sulla scia della *Section 172(3)* del *Companies Act* inglese del 2006, prevede che il *driver* dell'operato degli amministratori dovrà essere la “creazione di valore nel lungo termine a beneficio

nuovi obblighi che saranno introdotti dal recepimento della nuova direttiva in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*¹¹ – al rapporto tra amministratori e soci – rilevanti al riguardo appaiono soprattutto gli obblighi cc.dd. di *engagement* a carico degli investitori istituzionali titolari di partecipazioni in società quotate¹² – fino a quelli di *disclosure*¹³, per arrivare poi alla crisi d'impresa¹⁴.

3. In particolare: lo stakeholder-tifoso

Il problema del ruolo degli *stakeholders* ha, dunque, rilievo centrale in relazione a qualsiasi società. Il presente contributo non può, evi-

degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società”. La dottrina in materia è sterminata e non può essere richiamata compiutamente in una nota. Per una disamina di tutti gli elementi di novità rispetto al previgente Codice di Autodisciplina (e quindi anche del “successo sostenibile”), cfr. N. ABRIANI, *Il nuovo codice di corporate governance*, in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, 2022, pp. 125 ss.; P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, pp. 268 ss.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Le società*, 2020, pp. 439 ss.

¹¹ Non può essere questa la sede per una disamina della Direttiva 2024/1760. Si segnala solo che tale testo prevede espressamente l'obbligo per le società rientranti nel perimetro applicativo di identificare e gestire gli impatti negativi, effettivi o potenziali, che la propria attività può causare sull'ambiente e i diritti umani.

¹² Di cui alla Direttiva (UE) 2017/828 (c.d. SHRD II), recepita mediante il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, che ha modificato il t.u.f. Le norme rilevanti sul piano del diritto nazionale sono oggi contenute negli artt. 124-*quinquies* t.u.f. e 143-*sexies* del Regolamento Emittenti. Anche in merito al problema della considerazione dei fattori ESG nel comportamento dei soci delle società quotate la letteratura è amplissima e non può essere richiamata esaustivamente in questa sede. In proposito si veda per tutti, nella dottrina italiana, M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, pp. 1350 ss.; G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, pp. 51 ss.

¹³ Il riferimento è alla rendicontazione di sostenibilità introdotta dalla direttiva n. 2022/2464 (c.d. CSRD) e recepita dal D.Lgs. 125/2024.

¹⁴ In questo contesto, ci si chiede se le istanze ESG debbano trovare spazio nella identificazione degli interessi alla cui tutela sono volti gli strumenti di diritto della crisi: cfr. in merito per tutti G. D'ATTORRE, *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, pp. 60 ss.; ID., *Sostenibilità e responsabilità sociale nella crisi d'impresa*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 13 aprile 2021.

dentemente, ambire a trattare un tema tanto ampio e complesso. Si intende, pertanto, solamente guardare i caratteri di specificità che questa questione generale assume nel contesto, particolare, di una certa “specie” di società: quella calcistica¹⁵.

La scelta del tema è giustificata da due ragioni. In primo luogo, ci sembra che nelle società calcistiche vi sia uno *stakeholder* con caratteristiche molto peculiari, che lo differenziano da qualsiasi altro: il tifoso. In secondo luogo, nella prassi, per coinvolgere questo *stakeholder* – per così dire – atipico, le società di calcio hanno iniziato a utilizzare strumenti innovativi che stanno destando grande attenzione, anche in ragione delle significative risorse talvolta investite e ricavate in tal modo¹⁶. La relazione tra le società di calcio e i propri tifosi e gli strumenti utilizzati dalle prime per coinvolgere i secondi meritano, dunque, di essere studiati; e ciò tanto più oggi, in considerazione di quanto osservato in apertura del lavoro.

Conviene a questo punto analizzare il tipo di legame che intercorre tra tifoso e società, al fine di identificare i caratteri di peculiarità di questo *stakeholder* atipico. Al riguardo, ci sembra che tali caratteri possano essere riassunti in tre aggettivi: il tifoso è uno *stakeholder* (i) stabile, (ii) esigente e (iii) imprescindibile.

(i) Uno dei primi aspetti che saltano all’occhio è che il tifoso non è, in quanto tale, legato contrattualmente alla società calcistica. In effetti, esso normalmente intrattiene con la società una molteplicità di rapporti, anche contrattuali, specifici, assumendo di volta in volta qualifiche differenti, ma non vi è un contratto che lega la società e il tifoso in quanto tale. Esso è, infatti, consumatore quando acquista prodotti venduti dalla società, come maglie da gara e altri oggetti di *merchandising*, o quando, come fruitore di un servizio offerto anch’esso dalla società, acquista il biglietto per recarsi allo stadio. Tra tifoso e società calcistica può instaurarsi, poi, una sorta di collegamento contrattuale indiretto, in particolare quando il primo sottoscrive un abbonamento per la visione delle partite offerto da una piattaforma digitale, che a sua volta ac-

¹⁵ Sulla specialità delle società sportive v. M. CIAN, *Le società sportive: profili di specialità*, in *NLCC*, 2022, pp. 1391 ss. Il presente contributo prende in considerazione solamente le società calcistiche per la particolare rilevanza economica, sociale e culturale che tale sport assume in Italia.

¹⁶ V. *infra*, § 6 e specialmente nota 40.

quista i diritti televisivi dalla lega di appartenenza della squadra della società.

L'assenza di uno specifico rapporto contrattuale tra la società e il tifoso in quanto tale differenza certamente quest'ultimo da altre categorie di *stakeholders* – per dir così – “tipici”, come i lavoratori o i creditori sociali. Tuttavia, i tifosi condividono tale caratteristica con altre categorie di *stakeholders*, altrettanto note quanto le precedenti. Si pensi, ad esempio, agli abitanti di una località vicina agli impianti produttivi di una certa società, per i quali può assumere rilievo decisivo l'impatto ambientale della produzione. A ben vedere, tutte le istanze riconducibili al fattore di cui alla lettera E dell'acronimo ESG sembrano prescindere da precisi vincoli contrattuali.

Non è, perciò, l'assenza di un legame contrattuale tra società e tifoso in quanto tale a costituire una ragione di specialità. Piuttosto, una prima peculiarità del legame che intercorre tra tifoso e società si rivela se si prende in considerazione l'oggetto dell'interesse. Ebbene, proseguendo il paragone con gli *stakeholders* di cui si è appena detto – i membri della comunità locale sita nei pressi degli impianti produttivi –, si può osservare che il loro interesse è, in ultima analisi, quello di godere di un ambiente salubre; quanto, invece, all'interesse dei tifosi, esso parrebbe esaurirsi nel raggiungimento di un determinato risultato sportivo da parte della squadra di riferimento. Ecco, dunque, la differenza: mentre il bene idoneo a soddisfare l'interesse¹⁷ degli altri *stakeholders*¹⁸ costituisce un valore riconosciuto – e dunque protetto – dall'ordinamento, l'esigenza del rispetto del quale diviene semplicemente più stringente per chi assume una certa posizione (chi risiede vicino a un impianto produttivo), quello in grado di soddisfare l'interesse del tifoso non è oggetto di un autonomo riconoscimento sul piano legislativo. L'interesse del tifoso poggia su qualcosa di personale, ha a che fare con le passioni e – se si vuole – con i gusti, rispetto ai quali la legge non prende posizione.

Queste considerazioni potrebbero, forse, risultare non inutili se si

¹⁷ V. per l'utilizzo di tali espressioni *infra*, nota 38.

¹⁸ Si è proposto l'esempio dell'ambiente, ma il discorso potrebbe essere esteso ad altri: si pensi alla tutela del credito per i creditori sociali, al diritto del lavoro per i dipendenti, alle norme in materia di corretto adempimento delle obbligazioni per i fornitori, e così via.

osserva i riflessi che le caratteristiche individuate hanno in termini di durata del rapporto.

Si è detto che nella quasi totalità dei casi vi è un bene che l'ordinamento reputa meritevole di tutela per le più svariate ragioni (l'ambiente, il credito, ecc.), che diviene idoneo a soddisfare di volta in volta l'interesse concreto di un soggetto che si trovi in una determinata posizione (quale che sia, essendo sufficiente che assuma una certa posizione: chi risiede, appunto, accanto agli impianti produttivi, chi fa credito, ecc.). Quando, perciò, tale soggetto dovesse mutare posizione, esso cesserebbe di essere interessato all'ottenimento di quel determinato bene, che pure, però, l'ordinamento continuerebbe a proteggere, perché nuovamente idoneo a soddisfare l'interesse di un diverso soggetto che nel frattempo ne abbia assunto la posizione (chi si sia trasferito nella zona dell'impianto produttivo, il nuovo creditore, ecc.).

Opposta è, da questo punto di vista, la situazione del tifoso: il tifoso A è interessato a un determinato risultato per la società 1 (vittoria) e al risultato inverso per la società 2 (sconfitta), mentre il tifoso B sarebbe soddisfatto dai risultati opposti (sconfitta per la 1 e vittoria per la 2), senza che le posizioni dei due tifosi possano in qualche maniera scambiarsi. Gli interessi dei tifosi, cioè, non cambiano al mutare delle posizioni: in nessun caso il tifoso A sarà interessato a risultati diversi dalla vittoria e la sconfitta, rispettivamente, per le società 1 e 2 (e viceversa per il tifoso B).

Detto altrimenti, il peculiare rapporto appena descritto fa del tifoso uno *stakeholder* (quasi¹⁹) stabile: i creditori cessano di essere tali quando il credito viene estinto; nella maggior parte dei casi i lavoratori pos-

¹⁹ Questa precisazione è doverosa e ci consente di spiegare meglio cosa intendiamo. È ovvio che non tutti i tifosi sono parimenti “fedeli” alla propria squadra. Così come è evidente che i numeri degli abbonamenti sottoscritti e delle magliette acquistate tendono a incrementarsi nei periodi in cui i risultati sportivi sono maggiormente appaganti. Quella dello *stakeholder*-tifoso consiste, dunque, in una quasi-stabilità, soggetta parzialmente a mutamenti.

Ciò che ci pare decisivo notare, però, è precisamente la parzialità di tali mutamenti. Detto altrimenti, a prescindere da quali saranno i risultati dell'attività, vi sarà sempre una “fetta” – la cui consistenza varia in ragione di una molteplicità di fattori, ma risulta solitamente consistente in termini percentuali – di tifosi che rimarrà interessata attivamente alla società. In più, gli altri tifosi rimarranno normalmente in una posizione di latenza, pronti a “riaccendersi” quando il vento dovesse cambiare direzione.

sono cambiare impiego e i clienti il proprio fornitore; persino gli abitanti delle località in cui sono siti gli impianti produttivi potrebbero cessare di interessarsi dell'impatto ambientale dell'attività qualora si trasferiscano. Diversamente, per le caratteristiche attuali del tifo sportivo e in particolare del tifo calcistico (salvo possibili evoluzioni che portino all'instaurazione di un legame più con un determinato giocatore che con una squadra), il collegamento fra il tifoso e la squadra è particolarmente forte e appare difficile da scalfire. Il rapporto che li lega non dipende dalle posizioni che di volta in volta il tifoso assume mediante il compimento di determinate azioni (fare credito, trasferirsi, ecc.), ma presenta, appunto, un carattere di stabilità.

(ii) Il rilevante interesse nutrito dal tifoso rispetto alla società calcistica si dimostra, tra l'altro, su un piano di monitoraggio. Si può notare, infatti, che esso è normalmente informato rispetto alle vicende societarie e all'attività di impresa svolta dalla società calcistica come ci pare difficile immaginare rispetto ad altri *stakeholders*, se non in occasione di circostanze particolari e per un periodo di tempo limitato.

E ciò con riferimento non solo alle operazioni straordinarie – si pensi, in proposito, all'attenzione (quando non apprensione) che suscita solitamente la notizia di una possibile cessione del pacchetto di maggioranza della società –, ma anche ad aspetti dotati di minor risonanza.

Invero, il tifoso si interessa e si informa in merito agli assetti organizzativi della società, valutando l'organigramma e il funzionigramma delle posizioni apicali concretamente adottati dalla società; come anche alla gestione propriamente corrente dell'impresa calcistica, cui va ascritto il trattamento degli *assets* considerati strategici, come è qualificabile la cessione del c.d. cartellino di un determinato giocatore e l'acquisto di un altro²⁰. Ciò è tanto vero che esistono dei siti internet specializzati che si occupano di tale tematica con riferimento a una sola società calcistica, pur non essendo gestiti da essa.

Non solo: i tifosi si interessano anche di aspetti dei quali, nelle so-

²⁰ Naturalmente, coloro i quali lavorano nell'impianto produttivo di una società possono essere particolarmente interessati quando essa vende un macchinario per sostituirlo con un altro che funziona in maniera maggiormente automatizzata. Tuttavia, rinnovamenti di questo genere avvengono di rado. Per la società calcistica, invece, il cambio degli *assets* strategici avviene con cadenza almeno semestrale, in corrispondenza delle finestre temporali del c.d. "calciomercato".

cietà solventi²¹, tendono a occuparsi soltanto i soci: l'impiego degli utili di esercizio²². Ed è interessante notare, in proposito, che in questo contesto i tifosi hanno un interesse tendenzialmente allineato con quello tipico del socio-imprenditore di maggioranza²³: l'autofinanziamento in luogo della distribuzione dei dividendi.

Ciò consente di evidenziare un ulteriore profilo di peculiarità: il tifoso tende a comportarsi come se fosse il vero "proprietario" della società. Seppure, infatti, non vanti alcuna legittima pretesa sul patrimonio della società, ritiene che la conduzione di questa debba soddisfare il suo interesse, più ancora che quello dell'azionista di maggioranza²⁴. È dunque uno *stakeholder* carico di pretese (pur non finanziarie) e molto esigente.

(iii) Quanto il tifoso è interessato alla società, tanto risulta per essa imprescindibile. Il tifoso è, infatti, il primo cliente delle società calcistiche, senza il quale non potrebbero esistere. Non occorrono grandi di-

²¹ Il discorso è, evidentemente, diverso per le società che hanno dei problemi di liquidità oppure che ancora non li hanno, ma potrebbero incontrarli a seguito (e in conseguenza) di una particolare distribuzione (intesa in senso ampio: cfr. M. S. SPOLIDORO, *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 1035 ss.) di risorse sociali, nel qual caso anche gli *stakeholders*-creditori risultano interessati.

²² A tale proposito, occorre ricordare che per le società sportive sono imposti legislativamente vincoli alla distribuzione degli utili. In particolare, per le società professionistiche (v. invece per quelle dilettantistiche l'art. 8, co. 3, d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36) è previsto che "L'atto costitutivo preved[a] [...] che una quota parte degli utili, non inferiore al 10 per cento, sia destinata a scuole giovanili di addestramento e formazione tecnico-sportiva" (così l'art. 13, co. 3, d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36).

²³ L'osservazione per cui questo è l'interesse tipico di tale tipologia di socio è frutto innanzitutto dell'osservazione della pratica, visto che, come noto, vi sono controversie nelle quali si discute del possibile abuso del socio di maggioranza che vota per anni a sfavore della distribuzione di dividendi.

²⁴ Particolarmente eloquente è apparsa la dichiarazione rilasciata in proposito da G. CARDINALE (cui è riconducibile il veicolo Acm Bidco B.V., che detiene il 99,93% delle partecipazioni di A.C. Milan s.p.a.), riportata in diversi giornali: "In Italia credo che i tifosi credano che la squadra sia di loro proprietà e noi abbiamo un lavoro da fare per soddisfare questo concetto" (dichiarazione reperibile, per esempio, al link: <https://www.milannews.it/primo-piano/cardinale-il-mio-messaggio-alla-tifoseria-non-sembra-funzionare-quindi-non-daro-alcun-messaggio-finche-non-vinceremo-perche-capisco-che-e-l-unica-cosa-550192#:~:text=che%20vi%20interessa%22,Cardinale%3A%20%22Il%20mio%20messaggio%20alla%20tifoseria%20non%20sembra%20funzionare%2C,unica%20cosa%20che%20vi%20interessa%22>).

mostrazioni al riguardo, ma, per avvedersene, si potrebbe considerare, ad esempio, che le scelte delle società calcistiche in merito alle località delle cc.dd. *tournee* estive e talvolta – parrebbe – ai cartellini dei giocatori da acquistare sembrano determinate anche dall'opportunità di allargare in una determinata zona estera l'ambito della propria tifoseria.

Lo *stakeholder*-tifoso, dunque, è munito di un potere *di fatto* molto pregnante. In un certo senso, realmente l'attività della società calcistica deve tendere alla soddisfazione del suo interesse. Anche in ciò esso sembra, in qualche modo, distinguersi dalle altre figure “tipiche” di *stakeholders*²⁵.

In conclusione, si può ripetere che – se non ci sbagliamo – non esiste un altro soggetto, non socio, che intrattenga con una società un rapporto simile a quello che il tifoso ha con la società calcistica.

4. *Alcune delle possibili soluzioni*

Viste le principali caratteristiche dello *stakeholder*-tifoso, che ne segnano una certa specialità rispetto a qualunque altro, pare interessante domandarsi quali sono gli strumenti giuridici (oltrepassando, dunque, il piano del mero potere di fatto, in forza del quale è ragionevole supporre che venga misurato l'impatto sui tifosi di qualsiasi scelta assunta) tramite i quali i loro interessi – per quanto detto sopra, fisiologici – trovano effettivamente spazio nelle decisioni adottate dagli organi delle società di calcio, se non anche eventualmente nella loro stessa struttura.

Ci sembra, infatti, che, per le ragioni dette, quello delle società di calcio possa costituire un punto di osservazione privilegiato per studiare diverse tecniche di coinvolgimento degli *stakeholders* nelle società di capitali²⁶. Nel presente contributo, in particolare, intendiamo cominciare a porre l'attenzione su due di queste, il comitato dei tifosi e i

²⁵ Anche questa osservazione merita di essere precisata. In qualsiasi caso, infatti, i clienti sono decisivi per l'attività di impresa, così come un fornitore può essere fondamentale per l'operatività di una determinata società; oppure, ancora, senza il concreto apporto dei dipendenti, una società non può operare. I tifosi non sono, dunque, i soli *stakeholders* che possono rivelarsi imprescindibili per una determinata attività sociale. Tuttavia, non ci sembra possibile individuare un'altra categoria omogenea di *stakeholders*, che, con riferimento a una specie di società, si riveli in ogni caso imprescindibile, come lo è il tifoso per la società calcistica.

²⁶ Al riguardo, conviene ricordare che, ai sensi dell'art. 13, co. 1, d.lgs. 28 febbraio

cc.dd. *fan token*, seguendo idealmente una traiettoria rappresentata dall'evoluzione delle soluzioni che si tenta di proporre rispetto al solito, invariato problema.

5. *Forme di dialogo tra management e stakeholders: il comitato dei tifosi*

Particolarmente rilevante per il tema oggetto di indagine risulta, in primo luogo, il comitato dei tifosi, regolato all'art. 13, co. 7, d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36²⁷.

Come è stato osservato²⁸, tale previsione si inserisce in un fenomeno che già da qualche anno si sta sviluppando, specialmente sul piano dell'autonomia statutaria. Diverse sono, infatti, le società che hanno introdotto, di propria libera iniziativa o grazie alla spinta prodotta da fonti di *soft law*, "forme di dialogo e di interazione tra il *management* dell'impresa e gli *stakeholders*"²⁹. Al contempo, la disposizione concernente i comitati dei tifosi appare di particolare interesse perché costituisce uno dei casi in cui l'istituzionalizzazione di tale forma di dialogo è imposta direttamente dalla legge, su un piano dunque di *hard law*³⁰.

È imposto, infatti, a tutte le società professionistiche di prevedere nel proprio statuto la costituzione di un organo consultivo dei tifosi, che provveda alla tutela dei loro "interessi specifici" mediante l'espressione di pareri obbligatori non vincolanti. L'organo deve essere formato da un numero di componenti compreso tra tre e cinque, eletti ogni tre anni dagli abbonati. Il consiglio di amministrazione della società deve determinare il sistema elettronico per l'elezione, nonché fissare le cause

2021, n. 36, "Le società sportive professionistiche sono costituite nella forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata".

²⁷ Ma, come ricorda M. CIAN, *Le società sportive*, cit., p. 1393, nota 8, già introdotto nel nostro ordinamento nel 2019 mediante l'art. 4 l. 8 agosto 2019, n. 86, che aveva modificato la 23 marzo 1981, n. 91, inserendovi il co. 7 dell'art. 10, cui è chiaramente ispirato quello citato nel corpo del testo.

²⁸ M. CIAN, *I comitati rappresentativi degli stakeholders e l'organizzazione societaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, pp. 356 ss.

²⁹ Così M. CIAN, *I comitati rappresentativi degli stakeholders*, cit., p. 356.

³⁰ V. ancora M. CIAN, *I comitati rappresentativi degli stakeholders*, cit., p. 356, che cita, come ulteriore caso, il coinvolgimento degli *stakeholders* nelle imprese sociali (v. l'art. 11 d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112).

di inleggibilità e decadenza³¹. Il comitato elegge tra i propri componenti il presidente, al quale è accordato il diritto di assistere alle assemblee dei soci. Come norma di chiusura della disposizione in commento è, inoltre, previsto che “Le società sportive professionistiche adegu[i]-no il proprio assetto societario alle disposizioni del presente comma entro sei mesi dalla data di entrata in vigore del presente decreto”³². Cionondimeno, la disposizione non è mai divenuta operativa ed è stato proposto a più riprese di rinviarne l'introduzione e di abrogarla³³. Allo stato, non è chiaro se la disposizione entrerà mai in vigore. Le ragioni di ciò paiono potersi ravvisare – oltre, probabilmente, che negli interessi delle società calcistiche – in una inadeguatezza della disposizione stessa, che, per come formulata, risulta di complessa applicazione.

Uno dei principali problemi della disposizione attiene ai presupposti della regola ed è riassumibile nel seguente interrogativo: quando il comitato dei tifosi dovrebbe rendere un parere³⁴?

Anzitutto, conviene forse osservare che il diritto societario non sembra imporre direttamente dei limiti all'intervento consultivo del comitato. L'assegnazione di una competenza, anche esclusiva, a un organo sociale, infatti, – sia essa quella gestoria di cui, nelle s.p.a., all'art. 2380-*bis* c.c. o quella relativa alle materie riservate all'assemblea ordinaria di cui, ancora nelle s.p.a., all'art. 2364 c.c. – è salvaguardata anche quando sia richiesto obbligatoriamente il parere di un altro organo, a condizione che questo sia tenuto a fornire la propria opinione entro un

³¹ Tra le quali devono esservi necessariamente “l'emissione nei confronti del tifoso di uno dei provvedimenti previsti dall'articolo 6 della legge 13 dicembre 1989, n. 401, o dal codice delle leggi antimafia e delle misure di prevenzione, di cui al decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159, ovvero di un provvedimento di condanna, anche con sentenza non definitiva, per reati commessi in occasione o a causa di manifestazioni sportive. Sono fatti salvi gli effetti dell'eventuale riabilitazione o della dichiarazione di cessazione degli effetti pregiudizievoli ai sensi dell'articolo 6, comma 8-bis, della citata legge n. 401 del 1989” (così l'art. 13, co. 7, d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36).

³² Così ancora l'art. 13, co. 7, d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36.

³³ L'itinerario cui si è fatto cenno è descritto brevemente da M. DAMIANI, *Società e tifosi, vicini lontani*, del 1° ottobre 2024, in <https://www.italiaoggi.it/settori/sport/societa-e-tifosi-vicini-lontani-xhemu5ym>.

³⁴ È stato notato che la norma, pur essendo sufficientemente chiara quanto all'elezione dei rappresentanti dei tifosi, sconta due importanti limiti, relativi ai presupposti di applicazione e all'*enforcement* (M. CIAN, *Le società sportive*, cit., pp. 1405 s.); in questa sede ci concentriamo esclusivamente sul primo dei due.

determinato momento, decorso il quale il suo parere non sarà più considerato obbligatorio. Si tratta, per vero, di una conclusione obbligata se si considera che la competenza e la responsabilità ricadono in capo al soggetto che assume la decisione anche quando questa deve essere autorizzata da altri³⁵. Astrattamente, dunque, qualsiasi decisione, sia di competenza degli amministratori sia di competenza dell'assemblea, potrebbe essere sottoposta al parere del comitato.

Manca, però, nella disciplina la fissazione di un termine entro il quale far pervenire l'espressione del parere. Dovrebbe, dunque, essere lo statuto della singola società a individuare tale termine. In difetto, occorrerebbe intervenire sul piano interpretativo, per evitare che la mancata manifestazione di un parere non vincolante ma obbligatorio blocchi, di fatto, il compimento di una certa operazione.

Ciò posto, rispondere all'interrogativo delineato non appare agevole. In effetti, la lettera della legge non offre abbastanza indizi perché si riesca ad affermare in modo sufficientemente certo in quali circostanze il comitato dovrebbe essere interpellato. Essa dice soltanto che il comitato "provvede, con pareri obbligatori ma non vincolanti, alla tutela degli interessi specifici dei tifosi". Evidentemente, quindi, il comitato dovrà esprimere il proprio parere in merito a ogni decisione che impatti sui loro "interessi specifici". Il problema diviene, però, comprendere cosa debba intendersi con tale locuzione e, in particolare, quale interesse possa dirsi "specifico" del tifoso.

Al riguardo, pare potersi osservare solamente che la norma si riferisce agli interessi dei tifosi in quanto tali, cioè in quanto tifosi. Tuttavia, si è visto in precedenza che il tifoso sviluppa un'attenzione e un monitoraggio su molti aspetti della società, fino alla sua gestione corrente. Perciò, se il comitato dovesse essere consultato al ricorrere di ogni decisione che possa impattare su un qualsiasi interesse dei tifosi in quanto tali, esso dovrebbe intervenire rispetto a sostanzialmente qualsiasi decisione, il che non è seriamente ipotizzabile.

³⁵ È il caso dell'art. 2364, n. 5, c.c. Come noto, l'autorizzazione consiste in una sorta di parere obbligatorio, vincolante in caso di esito negativo e non vincolante in caso di esito positivo, nel senso che, se l'autorizzazione non viene accordata l'organo amministrativo non può procedere con l'operazione, mentre, se viene accordata, esso non è in alcun modo vincolato a procedere. L'autorizzazione è, dunque, evidentemente più forte del parere obbligatorio non vincolante, quale quello del comitato dei tifosi.

Pertanto, la dottrina ha suggerito di interpretare la norma in senso restrittivo, per cui, per esempio, il comitato non sarebbe chiamato a rendere un parere in relazione all'approvazione del bilancio o a un aumento di capitale, seppure tali decisioni potrebbero non essere influenti per i tifosi³⁶. Ciò appare condivisibile; tuttavia, occorre ribadire che manca nella legge l'individuazione di un criterio per la selezione delle materie da sottoporre all'attenzione del comitato e l'invito a interpretare la disposizione in modo restrittivo non pare sufficiente a colmare la lacuna³⁷.

Si consideri, ad esempio, il periodo della c.d. campagna acquisti: senza un criterio sulla base del quale identificarne chiaramente i confini, pare difficile escludere che l'interesse dei tifosi sia implicato rispetto alla decisione di acquistare o vendere i diritti relativi alle prestazioni sportive di un determinato calciatore. Perciò, il comitato dei tifosi dovrebbe essere chiamato a manifestare il proprio parere in relazione a ciascuna operazione in entrata o in uscita. È, però, evidente l'incompatibilità di una simile soluzione con le dinamiche del calciomercato, che richiedono solitamente la riservatezza delle negoziazioni (si tratta di un mercato in cui, più che in altri, la concorrenza nelle operazioni di acquisizione è spietata, anche per logiche cc.dd. di disturbo) e talvolta anche una estrema rapidità delle operazioni (resa, da una parte, necessaria perché esse possono essere ultimate solo all'interno di una finestra temporale definita e, dall'altra, possibile perché la *due diligence* sulle caratteristiche tecniche, tattiche e atletiche del calciatore viene effettuata in buona parte sulla base di dati pubblici, quindi tendenzialmente con anticipo rispetto all'avvio vero e proprio delle trattative).

Ebbene, alla luce dei fattori evidenziati, il comitato sarebbe chiamato a esprimere il proprio parere in relazione a ciascuna operazione di mercato? Il che vale a dire: l'interesse dei tifosi a "dire la propria" sugli acquisti e le cessioni è meritevole di tutela al punto da poter impattare in termini negativi sul lucro della società calcistica (è evidentemente questa, infatti, una possibile conseguenza della conclusione o mancata conclusione di un'operazione di mercato)? Come si vede, la questione è tutt'altro che banale.

³⁶ Cfr. M. CIAN, *Le società sportive*, cit., p. 1405.

³⁷ Lo stesso M. CIAN, sempre in *Le società sportive*, cit., p. 1405, nota che "non è agevole tracciare un confine".

Sul punto, si potrebbe ricordare che quale sia l'interesse giuridicamente rilevante, dunque meritevole di tutela, di un determinato soggetto lo si può dire solo alla luce dell'ordinamento. Conviene al riguardo ricordare una nota definizione di interesse offerta diversi anni fa, che metteva chiaramente in risalto questo elemento: secondo tale impostazione, l'interesse consiste nella “*relazione tra un soggetto, cui fa capo un bisogno, e il bene idoneo a soddisfare tale bisogno, determinata nella previsione generale ed astratta di una norma*”³⁸. Ebbene, non pare esservi una norma dalla quale poter ricavare quale sia il tipo di relazione tra tifoso e società che l'ordinamento intende tutelare con l'art. 13 citato. Non lo è certamente quella contenuta in quest'ultimo, ma nemmeno sembra ve ne siano altre sparse nell'ordinamento, che contribuiscano a delineare una fisionomia normativa dello *stakeholder*-tifoso³⁹. In altri termini, se non è in qualche modo delineata la posizione soggettiva del tifoso, ogni tentativo di individuazione dei relativi “interessi specifici” rischia di risultare arbitrario.

Se la legge non fornisce indizi per comprendere a quale bisogno si riferisce, né, inevitabilmente, a quale bene idoneo a soddisfarlo; se, cioè, non offre appigli per comprendere quale sia l'interesse (o gli interessi) che, tra i tanti che possono esservi, è tutelato (o sono tutelati), una disposizione come quella in commento perde di fatto ogni possibile consistenza. Invero, dinanzi a una simile previsione, l'interprete, preoccupato degli effetti che dalla sua interpretazione scaturirebbero, si troverà quasi obbligato a offrire chiavi di lettura eccessivamente restrittive, fino al punto da sminuire del tutto la possibile portata di una regola.

In conclusione, il comitato dei tifosi, per come delineato dal legislatore, non appare uno strumento efficace di coinvolgimento degli *stakeholders* (di più: esso rischierebbe di essere utilizzato strumentalmente per l'esercizio di pressioni patologiche). Ciò, tuttavia, non tanto per la natura non vincolante dei pareri che esprimerebbe qualora en-

³⁸ Così P. G. JAEGER, in *L'interesse sociale*, Milano, Giuffrè, rist., 1972, p. 3 (enfasi dell'Autore).

³⁹ Per essere più chiari: su quale sia l'interesse, per esempio, del socio di una società si può discutere, tra l'altro, a partire dagli artt. 2247 e 2497 c.c. È, cioè, possibile tentare di individuare la fisionomia normativa del socio di società, mentre non sembra del tutto agevole fare lo stesso con riferimento allo *stakeholder*-tifoso.

trasse in vigore l'istituto, quanto per la mancata delineazione a livello normativo della fisionomia del tifoso e la conseguente mancata definizione della rilevanza giuridica (di alcuni) degli interessi di cui esso è portatore.

6. *Il ruolo della finanza digitale: i cc.dd. fan token*

Se il comitato dei tifosi presenta limiti e criticità, occorre a questo punto soffermarsi su un ulteriore e diverso strumento che negli ultimi anni ha visto una rapida espansione: i cc.dd. *fan token*. In effetti, sono ormai numerose le squadre di calcio che hanno emesso il proprio *fan token* raccogliendo diversi milioni di Euro⁴⁰. Tale nuovo strumento, sulle cui caratteristiche ci si soffermerà brevemente, è spesso lanciato dalle società avviando una collaborazione e, in alcune occasioni, anche una *sponsorship*, con una piattaforma digitale basata su *blockchain* dedicata esclusivamente al lancio e alla commercializzazione di *token* destinati alla *fan base* di società sportive.

Come noto, i *token* sono riconducibili alla più ampia categoria delle cripto-attività che è stata interessata dalla recente emanazione da parte dell'Unione Europea del Regolamento MiCA, che ha lo "scopo di definire norme specifiche per le cripto-attività e i servizi e le attività correlati non ancora coperti da atti legislativi dell'Unione in materia di servizi finanziari", al fine di "sostenere l'innovazione e la concorrenza leale, garantendo nel contempo un elevato livello di tutela dei detentori al dettaglio e l'integrità dei mercati delle cripto-attività"⁴¹.

Per quanto qui di interesse, con particolare riferimento ai *fan token*, è importante osservare che tali tipi di *crypto-asset* non rientrano nella nozione di strumenti finanziari individuata dalla Direttiva 2014/65/UE (c.d. Mifid 2)⁴², ma sono riconducibili alla categoria dei cc.dd. *utility*

⁴⁰ Basti pensare che, secondo i dati disponibili su CoinMarketCap solo i primi 10 *fan token* per capitalizzazione di mercato (emessi da Milan, PSG, Santos, Barcellona, Manchester City, Porto, Atletico di Madrid, Roma, Lazio e Juventus) hanno raccolto, complessivamente, quasi 160 milioni di Euro.

⁴¹ In questi termini il considerando n. 6 di MiCAR. Per un commento su tale normativa cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, in *Riv. soc.*, 2023, pp. 923 ss.

⁴² Sulla differenza tra cripto attività qualificabili come strumenti finanziari e cripto attività che, al contrario, non rientrano in tale categoria, cfr. M. CIAN, *La nozione di*

token, che, ai sensi dell'art. 3, par. 1, n. 9 del Regolamento MiCAR, rappresentano “un tipo di cripto-attività destinato unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente”⁴³.

Ci stiamo dunque muovendo in un contesto normativo che, sebbene avviato – l'Unione Europea rappresenta, ad oggi, l'unica area multi-Stato che ha ritenuto di adottare una disciplina specifica uniforme in materia di *crypto-assets*⁴⁴ –, risulta oggi ancora in divenire⁴⁵.

Ciò detto, se sulla nozione e le caratteristiche di tali *utility token* non pare utile svolgere ulteriori approfondimenti, bastando a tal fine il

criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, pp. 59 ss. La distinzione tra i due strumenti non è in realtà per nulla banale, è stato infatti osservato da F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 937 che “il confine tra MiCAR e MiFID è decisivo ma, al contempo, poco chiaro” con la conseguenza che “il problema della tassonomia del MiCAR costituisce il principale punto debole del nuovo impianto regolatorio”. Peraltro, in applicazione dell'art. 2, par. 5, MiCAR, ESMA ha pubblicato in data 17 dicembre 2024 il proprio Final Report in merito a quali condizioni e criteri rilevino per qualificare una cripto-attività come strumento finanziario o meno. Il report è disponibile online all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica>. Per un'analisi sul rapporto tra la disciplina in materia di strumenti finanziari e MiCAR, cfr. D.A. ZETSCHE - F. ANNUNZIATA - J. SINNING, *Digital Assets, MiCA & EU Investment Fund Law*, 2023, pp. 1 ss. in SSRN.

⁴³ Più in generale, l'art. 3, par. 1, n. 5 di MiCAR definisce il token come “una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga”. Ritiene tale definizione eccessivamente vaga R. LENER, *Criptoattività e cripto valute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giur. comm.*, 2023, I, p. 381.

⁴⁴ Sottolinea questo aspetto, analizzando la disciplina introdotta da MiCAR, F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 925.

⁴⁵ Si pensi, ad esempio, all'individuazione dei poteri di vigilanza di Consob e Banca d'Italia in materia, nonché il successivo riparto di competenze tra le due Autorità che è stata recentemente oggetto del D.L. 129/2024. Tale decreto, al fine di adeguare la normativa nazionale al richiamato Regolamento MiCA, ha individuato le specifiche competenze di Consob e Banca d'Italia nella vigilanza dei soggetti che operano nel settore delle cripto-attività. Sul punto, a fini illustrativi, le autorità hanno pubblicato in data 29 ottobre 2024 una nota di sintesi congiunta dal titolo “Riparto di competenze tra Banca d'Italia e Consob nell'applicazione di micar” reperibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/riparto-di-competenze-tra-banca-d-italia-e-consob-nell-applicazione-di-micar/?dotcache=refresh>.

rimando ai capitoli del presente volume a ciò dedicati, ci si vuole brevemente soffermare sugli specifici diritti che garantiscono i *fan token* ai loro possessori e sulla loro idoneità a rappresentare strumenti in grado di rispondere alle specifiche esigenze di *engagement* dei tifosi che si sono sopra descritte.

In particolare, tali strumenti, almeno ad un primo sguardo, sono utilizzati dalle società di calcio per creare occasioni di coinvolgimento dei tifosi che sottoscrivono il *token*, che saranno destinatari di alcune iniziative a loro dedicate. Nello specifico, come anche affermato nelle varie dichiarazioni di lancio dei *fan token*, le società di calcio hanno ritenuto di riservare ai possessori di tali cripto-attività la possibilità di accedere a esperienze in occasione delle partite della propria squadra (posti VIP e incontri con i giocatori) o di partecipare ad eventi speciali come il lancio del nuovo kit della stagione o ancora di partecipare a sondaggi per prendere determinate decisioni per la società.

Ne risulta dunque che lo strumento dei *fan token* realizza un maggior *engagement* con i tifosi che, infatti, hanno percepito tale accresciuto coinvolgimento e dialogo con la propria squadra⁴⁶.

Tuttavia, nonostante le prime esperienze abbiano trovato un riscontro positivo da parte degli *stakeholders*, ci pare vi siano alcuni aspetti problematici.

Anzitutto, l'utilizzo di tali *crypto-assets* è rimasto al momento ancora limitato ed esclusivo.

In effetti, da un lato, l'attuale diffusione dei *fan token* è comunque circoscritta a una categoria ristretta di tifosi. D'altronde, oltre a richiedere un esborso economico che non tutti sono disposti a sostenere, in ragione della novità che rappresentano tali strumenti, questi non sono in grado di raggiungere tutti i tifosi sia per motivi, in un certo senso, anagrafici, sia a causa della ridotta conoscenza della tecnologia utilizzata e la conseguente diffidenza o comunque non curanza verso l'iniziativa proposta. Dall'altro lato, deve segnalarsi che anche molte delle occasioni di *engagement* dedicate ai possessori di tali strumenti che sono state finora adottate sono state essenzialmente esclusive – si pensi ai

⁴⁶ Cfr. A.E. MANOLI - K. DIXON - G.A. ANTONOPOULOS, *Football fan tokens as a mode of "serious leisure": unveiling the dual essence of identity and investment*, in *Leisure studies*, 2024, p. 7, reperibile online al link <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/02614367.2024.2301949>.

biglietti VIP o agli inviti ad eventi privati – e difficilmente replicabili su larga scala, con la conseguenza che il numero di tifosi che hanno sottoscritto i *fan token* che sono poi stati coinvolti nella vita della società è stato necessariamente esiguo.

Per tali ragioni, dunque, l'effettivo coinvolgimento degli *stakeholders* tramite i *fan token* rimane ad ora piuttosto limitato.

Ciò detto, ci pare che le occasioni di *engagement* legate alla sottoscrizione del *fan token* possano essere ugualmente create con altri mezzi che non richiedono alcun esborso economico da parte dei tifosi e nessuna sottoscrizione alle piattaforme che commercializzano tali strumenti. In effetti, al fine di ottenere il parere della propria *fan base* su un tema specifico, si possono utilizzare l'app della società o le *mailing list* dei possessori degli abbonamenti e della “tessera del tifoso”. Tale pratica, peraltro già posta in essere in varie occasioni da parte delle società di calcio, è in grado non solo di creare un momento di coinvolgimento del tifoso, ma anche di raggiungere un maggior numero di essi.

Le considerazioni sopra svolte, dunque, gettano qualche dubbio sulle intenzioni che determinano le società di calcio a commercializzare dei *fan token*: più che rendere maggiormente partecipi i propri tifosi, sembrerebbero mirare – il che è ovviamente legittimo – alla creazione di un ulteriore canale di monetizzazione della passione del tifoso e, al tempo stesso, alla conclusione di accordi, con la conseguente generazione di ulteriori profitti, con le piattaforme che commercializzano tali strumenti⁴⁷.

In ogni caso, in ottica evolutiva, nonostante i limiti sopra evidenziati, ci pare che lo strumento del *fan token*, in ragione della sua versatilità, possa rappresentare senz'altro un'occasione in più per rendere maggiormente partecipi i tifosi della vita della propria squadra. Tuttavia, per le ragioni sopra esposte, anche tali strumenti non paiono piena-

⁴⁷ Si segnala peraltro che, con specifico riferimento agli *utility token*, è stata prevista una semplificazione rispetto *asset referred token* o agli *e-money token* in sede di emissione. In particolare, il c.d. *white paper* è sottoposto a una disciplina più snella dal momento che non viene prevista l'approvazione di tale documento da parte dell'autorità bensì solo la sua redazione e la sua pubblicazione (cfr. artt. 8 e ss. MiCAR). Sul punto, si veda A. VICARI, *Il white-paper nella proposta di regolamento sulle cripto-attività* (MiCAR), in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, pp. 249 ss.

mente adeguati a soddisfatte integralmente le esigenze di coinvolgimento dei tifosi.

7. Conclusioni

Si è visto che il problema del ruolo degli *stakeholders*, se ha rilievo centrale in qualsiasi società, assume tratti peculiari nel contesto delle società calcistiche, rispetto alle quali è identificabile un “tipo” di *stakeholder* con caratteristiche del tutto particolari. Abbiamo descritto tali particolarità mediante tre aggettivi: ci sembra, infatti, che lo *stakeholder*-tifoso sia peculiare anzitutto in quanto (i) stabile, (ii) esigente e (iii) imprescindibile.

In ragione di ciò, ci è parso utile offrire una prima analisi della relazione tra le società di calcio e i propri tifosi e degli strumenti utilizzati per coinvolgere questi ultimi.

In questo quadro abbiamo cercato di offrire qualche spunto di riflessione in relazione a due degli strumenti attraverso i quali le società calcistiche coinvolgono i tifosi: il comitato dei tifosi e i *fan token*. Entrambi, tuttavia, per ragioni diverse si sono dimostrati inadeguati o comunque insufficienti a rispondere alle particolari esigenze di coinvolgimento dei tifosi.

Quanto al comitato dei tifosi, è emerso quale elemento ostativo all’effettivo coinvolgimento dei tifosi la mancata delineazione a livello normativo della fisionomia del tifoso e la conseguente mancata definizione della rilevanza giuridica (di alcuni) degli interessi di cui esso è portatore.

Quanto invece ai *fan token*, da un lato, per varie ragioni, hanno effettivamente coinvolto un numero limitato di tifosi e, dall’altro lato, hanno creato occasioni di *engagement* che potevano essere ugualmente originate con altri mezzi – ad esempio app o *mailing list* – con un maggiore coinvolgimento degli *stakeholders*. Di conseguenza, tali strumenti digitali sono senz’altro utili per raccogliere ulteriore liquidità dai principali clienti – i tifosi – ma non sono probabilmente un mezzo necessario al fine di aumentarne il coinvolgimento. Alla luce di tutto quanto sopra, non paiono esserci ad oggi strumenti in grado di rispondere alle elevate esigenze di coinvolgimento fisiologico degli *stakeholders*-tifosi.

Sorge, dunque, a chiusura dell’analisi un ulteriore interrogativo (il tema però può essere qui solamente accennato): se l’unica modalità per

conseguire il risultato sperato non sia quella del c.d. azionariato diffuso che, come accade in alcuni paesi come la Spagna e la Germania⁴⁸, consegna proprio nelle mani dei tifosi la “proprietà” della società, lasciando quindi che siano essi a nominare i vertici incaricati della relativa gestione, che inevitabilmente dovranno assolvere al proprio incarico nel loro interesse. In altri termini, se l’unica strada realmente efficace – al netto dei ben noti problemi di *agency* – per consentire un coinvolgimento adeguato degli *stakeholders*-tifosi non sia quella di far abbandonare loro tale veste e renderli a tutti gli effetti degli *shareholders*. Si tratterebbe di una conclusione “forte”, potenzialmente gravida di conseguenze sulla figura generale degli *stakeholders*; essa potrebbe apparire – ancora – quasi provocatoria e, per evitare questo effetto, richiederebbe un’analisi autonoma, che potrà essere sviluppata in un’altra sede.

⁴⁸ Sono noti gli esempi di squadre come il Real Madrid e il Barcellona nel panorama spagnolo e del Bayern Monaco in Germania in cui le società sono quasi interamente possedute direttamente dai tifosi che, in questo modo, esercitano un’influenza diretta sulla vita del proprio club.

NOTIZIE SUGLI AUTORI

BAROMETRO PAOLA, Avvocato Partner Hogan Lovells

BERNARDO MAURIZIO, Presidente Assofintech

CALCAGNO NICOLÒ, Avvocato del foro di Torino, PhD in diritto comparato Italia-USA presso l'Università di Torino, autore in materia di diritto civile e comparato

CANEPA ALLEGRA, Professoressa di Diritto dell'Economia, Università degli Studi di Milano

CAPELLO PIERFILIPPO, Head of Sports Deloitte Legal Italy

DE VITIS SALVATORE, Professore aggregato di diritto commerciale, Università del Salento. Consigliere indipendente U.S. Lecce S.p.A.

FERRI CHIARA, Phd student, Università di Camerino, Blockchains and Artificial Intelligence for Business, Economics and Law (BABEL)

FINCO JACOPO, Avvocato e Dottore di ricerca in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano

GUARDAMAGNA MARIA LAURA, Avvocato del Foro di Milano e Coordinatrice della Commissione Diritto dello Sport ed Eventi dell'Ordine degli Avvocati di Milano, Arbitro UCI e Consigliera Lega del Ciclismo Professionistico

GRECO GIAN LUCA, Professore di Diritto dell'Economia, Università degli Studi di Milano

MARCHEGGIANO ALESSIO, PR Manager Italy Chiliz e Socios.com

MARI FEDERICO, Chief Strategy Officer FC32

MESSINA PATRIZIO, Professore di Diritto dell'Economia, Università Telematica San Raffaele, Hogan Lovells

MEZZANOTTE ALESSANDRO, Consigliere dell'Ordine degli Avvocati di Milano e Presidente della Commissione Giovani COA Milano e della Commissione Responsabilità sociale degli avvocati COA Milano

MINNECI UGO, Professore di Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano

NOVARA MARCO, Avvocato e Dottore di Ricerca in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano

NOVELLI MICHELE, Partner Step Venture

PEA EDOARDO, Avvocato Hogan Lovells

RADRIZZANI ANDREA, Chairman and Founder at Aser Group, Leading Media and Sports Investment Company

SAVASTANO LORENZO, Maggiore della Guardia di Finanza

VEDANA FABRIZIO, Head Legal & Compliance Office di Across Fiducia-
ria Spa e Presidente Asso Casp

ZATTI FILIPPO, Professore di Diritto dell'Economia, Università degli
Studi di Firenze

euro 19,00

ISBN 979-12-235-0186-3



9 791223 501863