



**DIBATTITO PUBBLICO  
STADIO MILANO**



## **QUADERNO DEGLI ATTORI**

Presentato da  
**Francesco Ceci**

30 ottobre 2022

## Premessa

In questo intervento, ci si concentra unicamente sulla sostenibilità economica del progetto “Stadio di Milano – Valorizzazione Ambito San Siro” (d’ora in poi “il Progetto”). Il documento che riporta il piano economico finanziario dei proponenti messo a disposizione per il dibattito pubblico è intitolato “Aggiornamento studio di fattibilità tecnico economica – Recepimento della delibera di Giunta n. 1379 del 5/11/2021 – Allegato 1 – Piano Economico e Finanziario” (d’ora in poi “l’Allegato”).

## Il piano presentato nell’Allegato

L’Allegato “è *basato sull’impianto logico e metodologico del Piano Economico Finanziario presentato nell’ottobre 2020 ed allegato al PTFE*”<sup>1</sup>. Purtroppo, quest’ultimo documento non è - ad oggi - tra quelli messi a disposizione per il dibattito pubblico e quindi non è possibile conoscere con esattezza tutte le assunzioni che sono state utilizzate. A questo proposito, l’Allegato specifica tuttavia anche che le assunzioni utilizzate “*sono state operate sulla base dello stato progettuale attuale e **potranno subire i necessari adeguamenti** in conseguenza dello sviluppo dei progetti e della maggiore definizione delle scelte effettuate: sono anche condizionate da ipotesi che, **stante la particolare situazione di incertezza, potrebbero rivelarsi in futuro differenti da quanto oggi sia ragionevole prospettare**”<sup>2</sup>. Si tratta quindi di un documento che deve intendersi come un *best effort* da parte dei proponenti del Progetto, i quali già in partenza ne declinano l’accuratezza. Essendo tuttavia l’Allegato, e in particolare il capitolo 7, l’unico documento economico-finanziario attualmente messo a disposizione per il dibattito pubblico, l’analisi che segue è fondata solo su di esso.*

Nel capitolo 7, l’Allegato ribadisce nuovamente le ragioni dell’attuale incertezza, ricordando tra l’altro la crisi delle materie prime, la pandemia covid-19, la guerra in Ucraina, la restrizione delle politiche monetarie, l’aumento dei tassi di interesse e l’elevato livello del debito pubblico italiano. Si conclude affermando che “*un perdurare delle attuali condizioni di mercato e/o un eventuale peggioramento della situazione macroeconomica italiana e*

---

<sup>1</sup> Cfr. Allegato p. 4.

<sup>2</sup> Ibid. p. 4, evidenziazioni aggiunte.

*mondiale dovuti ad esempio a fenomeni di “recessione”, potrebbero avere impatti non trascurabili sulla sostenibilità del Piano Economico Finanziario dell’intervento, riducendo i rendimenti attesi”<sup>3</sup>.*

Il piano finanziario contenuto nell’Allegato ipotizza che la data di inizio lavori sia il 1° gennaio 2024 e la data di fine lavori il 31 luglio 2030. Il costo totale del Progetto, distribuito tra il 2023 e il 2030, risulta pari a € 1.294 milioni e si prevede di finanziarlo per circa il 60% con un debito di durata media ventennale a un tasso del 4,5% “reale” fisso annuo<sup>4</sup>.

Il conto economico e i flussi di cassa del Progetto sono sviluppati in un arco temporale che va dal 2021 al 2110 (90 anni). Nell’impossibilità di stimare il tasso di inflazione futuro, specialmente su un orizzonte temporale così lungo, i proponenti utilizzano un tasso di sconto rappresentativo del costo del capitale (denominato nell’Allegato “WACC” o *Weighted Average Cost of Capital*, cioè costo del capitale medio ponderato) a valori “reali”, cioè al netto dell’inflazione, pari al 5,5%<sup>5</sup>. La stima deriverebbe da un calcolo precedente<sup>6</sup> che risultava in un WACC del 6,3% al netto di un tasso di inflazione di lungo termine stimato al 0,90% annuo. Non si chiarisce nell’Allegato né come viene stimato il WACC originario del 6,3%, salvo affermare genericamente che esso è stato calcolato “sulla base di parametri di mercato e selezionando una serie di riferimenti comparabili nell’ambito delle società quotate di riferimento”, né come si arriva alla successiva stima del 5,5% salvo scrivere che ciò è avvenuto depurando il primo valore del tasso di inflazione stimato<sup>7</sup>.

Si ricorda che il WACC è il tasso di sconto che in analisi finanziaria è utilizzato per convertire (scontare) valori futuri, quali ricavi e costi, in un equivalente valore attuale sulla base della considerazione, comunemente accettata, che un incasso futuro vale meno di un incasso immediato.

L’uso di un WACC “reale” presuppone che anche i ricavi e i costi del Progetto siano stimati in termini “reali”, cioè al netto dell’inflazione. L’Allegato riporta quindi una stima di costi e ricavi “reali”, questi ultimi spesso

---

<sup>3</sup> Ibid. p. 23, evidenziazione aggiunta.

<sup>4</sup> Ibid. p. 27.

<sup>5</sup> Ibid. p. 28.

<sup>6</sup> I dettagli relativi alla stima sono asseritamente contenuti nel “Piano Economico Finanziario” datato ottobre 2020 che non è stato reso disponibile.

<sup>7</sup> Cfr. Allegato p. 34. Anche in questo caso non è possibile comprendere appieno il calcolo effettuato senza riferirsi al “Piano Economico Finanziario” dell’ottobre 2020.

asseritamente fondati su analisi di mercato che però non sono state rese disponibili<sup>8</sup>.

La sintesi del piano finanziario presentato nell'Allegato è contenuta in due tabelle che riportano le proiezioni di conto economico, flussi di cassa e stato patrimoniale del Progetto su base annuale tra il 2021 e il 2030 e su base decennale per il periodo tra il 2030 e il 2110<sup>9</sup>.

L'investimento nel Progetto, secondo l'Allegato, produce *“un tasso interno di rendimento lordo incrementale (IRR) pari a 5,5%. Il rendimento si va a comparare con un costo medio ponderato del capitale (WACC) reale del 5,5%”*. I proponenti del Progetto ne deducono quindi che appare *“evidente come tale intervento consenta ai Promotori di garantire la sostenibilità economica del progetto...”*, salvo subito dopo qualificare tale affermazione: *“...seppure subordinatamente alle ipotesi formulate che dovranno essere via via verificate”* e chiarendo che *“non si può escludere che ulteriori effetti “esogeni” sull'andamento dei costi o sulla domanda possano far cambiare la situazione richiedendo misure compensative finalizzate a riequilibrare la “sostenibilità” del progetto”*<sup>10</sup>.

### **Il calcolo del rendimento del Progetto non è ricostruibile**

Le informazioni contenute nell'Allegato non consentono una ricostruzione dei risultati ivi riportati, in particolare dell'asserito rendimento del 5,5%. Infatti, la scomposizione delle proiezioni tra annuali, fino al 2030, e decennali (dal 2030 al 2110), impedisce una ricostruzione corretta. Assumendo che i calcoli contenuti nell'Allegato siano comunque esatti, appare curioso come la riga “Totale Flusso Annuale” mostri che il Progetto continua a “bruciare” liquidità dal 2040 al 2100 per un totale di più di € 177 milioni<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> Ibid. p. 30.

<sup>9</sup> Ibid. pp. 32-33.

<sup>10</sup> Ibid. p. 34

<sup>11</sup> La lettura della tabella è oggettivamente complicata dall'assenza di spiegazioni relativamente al significato delle colonne riferite ai decenni. Trattasi della somma del decennio? Sono valori già scontati o si tratta della somma algebrica di valori annuali? Eccetera.

	Flusso di Cassa																
	Anno 1 2021	Anno 2 2022	Anno 3 2023	Anno 4 2024	Anno 5 2025	Anno 6 2026	Anno 7 2027	Anno 8 2028	Anno 9 2029	Anno 10 2030	Anno 20 2040	Anno 30 2050	Anno 40 2060	Anno 60 2080	Anno 70 2090	Anno 80 2100	Anno 90 2110
<b>EBITDA Consolidato</b>	€(2,2)	€(2,2)	€(2,2)	€(2,3)	€ 23,3	€ 50,7	€ 53,2	€ 52,3	€ 74,8	€ 82,5	€ 82,5	€ 82,5	€ 82,5	€ 82,5	€ 82,5	€ 82,5	€ 82,5
<b>Investimenti Comparto Stadio</b>																	
Investimenti Comparto Stadio	€(30,6)	€(54,1)	€(257,7)	€(223,9)	€(172,8)	€(30,2)	€(12,6)	€(16,3)	-	-	€(50,0)	€(50,0)	€(50,0)	€(50,0)	€(50,0)	€(50,0)	€(50,0)
<b>Totale Investimenti Comparto Stadio</b>	<b>€(30,6)</b>	<b>€(54,1)</b>	<b>€(257,7)</b>	<b>€(223,9)</b>	<b>€(172,8)</b>	<b>€(30,2)</b>	<b>€(12,6)</b>	<b>€(16,3)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>€(50,0)</b>	<b>€(50,0)</b>	<b>€(50,0)</b>	<b>€(50,0)</b>	<b>€(50,0)</b>	<b>€(50,0)</b>	<b>€(50,0)</b>
<b>Investimenti Comparto Plurivalente</b>																	
Investimenti Comparto Plurivalente	(18,2)	(19,2)	(41,0)	(30,4)	(75,9)	(24,5)	(193,5)	(93,3)	-	-	(40,0)	(40,0)	(40,0)	(40,0)	(40,0)	(40,0)	(40,0)
<b>Totale Investimenti Comparto Plurivalente</b>	<b>€(18,2)</b>	<b>€(19,2)</b>	<b>€(41,0)</b>	<b>€(30,4)</b>	<b>€(75,9)</b>	<b>€(24,5)</b>	<b>€(193,5)</b>	<b>€(93,3)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>€(40,0)</b>	<b>€(40,0)</b>	<b>€(40,0)</b>	<b>€(40,0)</b>	<b>€(40,0)</b>	<b>€(40,0)</b>	<b>€(40,0)</b>
<b>Investimenti Consolidati</b>	<b>€(48,8)</b>	<b>€(73,3)</b>	<b>€(298,7)</b>	<b>€(254,4)</b>	<b>€(248,7)</b>	<b>€(54,7)</b>	<b>€(206,2)</b>	<b>€(109,6)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>€(90,0)</b>	<b>€(90,0)</b>	<b>€(90,0)</b>	<b>€(90,0)</b>	<b>€(90,0)</b>	<b>€(90,0)</b>	<b>€(90,0)</b>
<b>Totale Flusso di Cassa Unlevered</b>	<b>€(51,0)</b>	<b>€(75,5)</b>	<b>€(300,9)</b>	<b>€(256,7)</b>	<b>€(225,4)</b>	<b>€(4,0)</b>	<b>€(153,0)</b>	<b>€(57,2)</b>	<b>€ 74,8</b>	<b>€ 82,5</b>	<b>€(7,5)</b>	<b>€(7,5)</b>	<b>€(7,5)</b>	<b>€(7,5)</b>	<b>€(7,5)</b>	<b>€(7,5)</b>	<b>€(7,5)</b>
Interessi e Spese Consolidate	€(0,3)	€(1,8)	€(5,3)	€(13,9)	€(21,9)	€(28,3)	€(31,9)	€(36,7)	€(39,9)	€(38,8)	€(24,7)	€(2,8)	€(0,0)	€(0,0)	€(0,0)	€(0,0)	€(0,0)
Accensione/ Rimborsio Debito Finanziario	€ 31,7	€ 48,0	€ 186,8	€ 168,8	€ 171,4	€ 61,2	€ 155,6	€ 102,4	€(26,2)	€(27,3)	€(41,4)	€(63,3)	€ 0,0	€ 0,0	€ 0,0	€ 0,0	€ 0,0
<b>Totale Flusso di Cassa Finanziario</b>	<b>€ 31,5</b>	<b>€ 46,2</b>	<b>€ 181,5</b>	<b>€ 154,9</b>	<b>€ 149,6</b>	<b>€ 32,8</b>	<b>€ 123,7</b>	<b>€ 65,7</b>	<b>€(66,1)</b>	<b>€(66,1)</b>	<b>€(66,1)</b>	<b>€(66,1)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>€(0,0)</b>
Contribuzione Patrimonio Netto	19,5	29,3	119,5	101,7	99,5	21,9	82,5	43,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Totale Flusso Annuale</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>€ 23,7</b>	<b>€ 50,7</b>	<b>€ 53,2</b>	<b>€ 52,3</b>	<b>€ 8,7</b>	<b>€ 16,4</b>	<b>€(73,6)</b>	<b>€(73,6)</b>	<b>€(7,5)</b>	<b>€(7,5)</b>	<b>€(7,5)</b>	<b>€(7,5)</b>	<b>€(7,5)</b>

Figura 1. (Fonte: Allegato p.33)

Altrettanto curiosa è l'assenza dell'impatto della fiscalità<sup>12</sup>, che dovrebbe probabilmente produrre un credito di imposta nei primi anni del Progetto e un debito negli anni seguenti. L'analisi contenuta nell'Allegato non appare mostrare alcuno di questi effetti.

	Conto Economico																
	Anno 1 2021	Anno 2 2022	Anno 3 2023	Anno 4 2024	Anno 5 2025	Anno 6 2026	Anno 7 2027	Anno 8 2028	Anno 9 2029	Anno 10 2030	Anno 20 2040	Anno 30 2050	Anno 40 2060	Anno 60 2080	Anno 70 2090	Anno 80 2100	Anno 90 2110
<b>Ricavi Comparto Stadio</b>																	
Naming Rights	-	-	-	-	8,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9
Merchandisa/Novelties/Programmi (Netti)	-	-	-	-	2,8	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Altri Eventi	-	-	-	-	22,4	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7
Altri Ricavi	-	-	-	-	6,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
<b>Ricavi Comparto Stadio</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>€ 40,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>	<b>€ 80,1</b>
<b>Ricavi Comparto Plurivalente</b>																	
Ufficio	-	-	-	-	-	0,8	3,2	3,2	3,2	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Distretto Sports & Entertainment / Commerciale	-	-	-	-	0,1	0,5	0,4	5,1	21,1	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2
Centro Congressi	-	-	-	-	-	-	-	-	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Parcheggi Retail	-	-	-	-	-	-	-	3,4	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Parcheggi Uffici	-	-	-	-	-	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Ricavi Comparto Plurivalente</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>€ 0,1</b>	<b>€ 1,5</b>	<b>€ 4,0</b>	<b>€ 12,1</b>	<b>€ 32,0</b>	<b>€ 40,0</b>	<b>€ 40,0</b>	<b>€ 40,0</b>	<b>€ 40,0</b>	<b>€ 40,0</b>	<b>€ 40,0</b>	<b>€ 40,0</b>	<b>€ 40,0</b>
<b>Ricavi Consolidati</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>€ 40,2</b>	<b>€ 81,7</b>	<b>€ 84,1</b>	<b>€ 92,2</b>	<b>€ 112,1</b>	<b>€ 120,1</b>	<b>€ 120,1</b>	<b>€ 120,1</b>	<b>€ 120,1</b>	<b>€ 120,1</b>	<b>€ 120,1</b>	<b>€ 120,1</b>	<b>€ 120,1</b>
<b>Costi Operativi Comparto Stadio</b>																	
Manutenzione, Sicurezza	-	-	-	-	€(5,9)	€(11,9)	€(11,9)	€(11,9)	€(11,9)	€(11,9)	€(11,9)	€(11,9)	€(11,9)	€(11,9)	€(11,9)	€(11,9)	€(11,9)
Costi Non-Match Day	-	-	-	-	€(4,3)	€(8,6)	€(8,6)	€(8,6)	€(8,6)	€(8,6)	€(8,6)	€(8,6)	€(8,6)	€(8,6)	€(8,6)	€(8,6)	€(8,6)
Costi Operativi «Servizi»	-	-	-	-	€(3,5)	€(7,9)	€(7,9)	€(7,9)	€(7,9)	€(7,9)	€(7,9)	€(7,9)	€(7,9)	€(7,9)	€(7,9)	€(7,9)	€(7,9)
<b>Costi Operativi Comparto Stadio</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>€(14,2)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>	<b>€(28,4)</b>
<b>Costi Operativi Comparto Plurivalente</b>																	
Spese Operative	-	-	-	-	€(0,0)	€(0,0)	€(0,0)	€(0,1)	€(0,2)	€(0,2)	€(0,2)	€(0,2)	€(0,2)	€(0,2)	€(0,2)	€(0,2)	€(0,2)
Tassa di proprietà	-	-	-	-	€(0,1)	€(0,3)	€(0,3)	€(1,2)	€(4,5)	€(4,6)	€(4,6)	€(4,6)	€(4,6)	€(4,6)	€(4,6)	€(4,6)	€(4,6)
Spese Aziendali	-	-	-	-	€(0,0)	€(0,0)	€(0,0)	€(0,0)	€(0,1)	€(0,1)	€(0,1)	€(0,1)	€(0,1)	€(0,1)	€(0,1)	€(0,1)	€(0,1)
Costi di Gestione della e manutenzione ordinaria della proprietà	-	-	-	-	€(0,0)	€(0,0)	€(0,0)	€(1,7)	€(1,8)	€(2,0)	€(2,0)	€(2,0)	€(2,0)	€(2,0)	€(2,0)	€(2,0)	€(2,0)
Spese Asset Management	-	€(0,0)	€(0,0)	€(0,1)	€(0,3)	-	-	€(6,3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Costi Operativi Comparto Plurivalente</b>	<b>-</b>	<b>€(0,0)</b>	<b>€(0,0)</b>	<b>€(0,1)</b>	<b>€(0,4)</b>	<b>€(0,3)</b>	<b>€(0,4)</b>	<b>€(9,3)</b>	<b>€(6,7)</b>	<b>€(6,9)</b>	<b>€(6,9)</b>	<b>€(6,9)</b>	<b>€(6,9)</b>	<b>€(6,9)</b>	<b>€(6,9)</b>	<b>€(6,9)</b>	<b>€(6,9)</b>
Dritti di Superficie Stadio	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,2)
<b>Totale Spese Consolidate</b>	<b>€(2,2)</b>	<b>€(2,2)</b>	<b>€(2,2)</b>	<b>€(2,3)</b>	<b>€(16,8)</b>	<b>€(30,9)</b>	<b>€(30,9)</b>	<b>€(39,9)</b>	<b>€(37,3)</b>	<b>€(37,5)</b>	<b>€(37,5)</b>	<b>€(37,5)</b>	<b>€(37,5)</b>	<b>€(37,5)</b>	<b>€(37,5)</b>	<b>€(37,5)</b>	<b>€(37,5)</b>
<b>EBITDA Consolidato</b>	<b>€(2,2)</b>	<b>€(2,2)</b>	<b>€(2,2)</b>	<b>€(2,3)</b>	<b>€ 23,3</b>	<b>€ 50,7</b>	<b>€ 53,2</b>	<b>€ 52,3</b>	<b>€ 74,8</b>	<b>€ 82,5</b>	<b>€ 82,5</b>	<b>€ 82,5</b>	<b>€ 82,5</b>	<b>€ 82,5</b>	<b>€ 82,5</b>	<b>€ 82,5</b>	<b>€ 82,5</b>
Ammortamento Stadio	-	-	-	-	€(8,5)	€(8,9)	€(8,9)	€(9,2)	€(9,2)	€(9,2)	€(14,2)	€(14,2)	€(14,2)	€(14,2)	€(14,2)	€(14,2)	€(9,2)
Ammortamento Comparto Plurivalente	-	-	-	-	-	-	-	€(4,8)	€(5,9)	€(5,9)	€(9,9)	€(9,9)	€(9,9)	€(9,9)	€(9,9)	€(9,9)	€(5,9)
<b>Ammortamento Consolidato</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>€(8,5)</b>	<b>€(8,9)</b>	<b>€(8,9)</b>	<b>€(15,9)</b>	<b>€(15,1)</b>	<b>€(15,1)</b>	<b>€(24,1)</b>	<b>€(24,1)</b>	<b>€(24,1)</b>	<b>€(24,1)</b>	<b>€(24,1)</b>	<b>€(24,1)</b>	<b>€(15,1)</b>
<b>EBIT Consolidato</b>	<b>€(2,2)</b>	<b>€(2,2)</b>	<b>€(2,2)</b>	<b>€(8,8)</b>	<b>€ 14,8</b>	<b>€ 41,8</b>	<b>€ 38,4</b>	<b>€ 37,2</b>	<b>€ 59,6</b>	<b>€ 67,4</b>	<b>€ 58,4</b>	<b>€ 58,4</b>	<b>€ 58,4</b>	<b>€ 58,4</b>	<b>€ 58,4</b>	<b>€ 58,4</b>	<b>€ 67,4</b>
Spese Interessi Consolidate	€(0,3)	€(1,8)	€(5,3)	€(13,9)	€(21,9)	€(28,3)	€(31,9)	€(36,7)	€(39,9)	€(38,8)	€(24,7)	€(2,8)	€(0,0)	€(0,0)	€(0,0)	€(0,0)	€(0,0)
<b>Reddito Ante-imposte Consolidato</b>	<b>€(2,9)</b>	<b>€(4,0)</b>	<b>€(7,6)</b>	<b>€(22,7)</b>	<b>€(7,1)</b>	<b>€ 13,5</b>	<b>€ 7,4</b>	<b>€ 0,5</b>	<b>€ 19,8</b>	<b>€ 28,6</b>	<b>€ 33,7</b>	<b>€ 55,6</b>	<b>€ 58,4</b>	<b>€ 58,4</b>	<b>€ 58,4</b>	<b>€ 58,4</b>	<b>€ 67,4</b>

Figura 2. (Fonte: Allegato p.32)

Importante è invece rilevare che l'utilizzo di valori “reali” nella stima dei ricavi e dei costi futuri, includendo tra questi ultimi anche il costo del debito, implica l'assunzione che gli effetti dell'inflazione si trasmettano esattamente nello stesso modo su tutte le singole voci di costo e di ricavo. In altre parole, il confronto tra costi e ricavi “reali” in presenza di un tasso di inflazione, per esempio del 2%, implica – per avere senso – che sia i costi, sia i

<sup>12</sup> Con l'eccezione delle tasse di proprietà.

ricavi aumentino entrambi istantaneamente esattamente del 2%. Se da un lato, è comprensibilmente difficile stimare l'effetto futuro dell'inflazione su ogni singola voce del conto economico, dall'altro non si può nascondere che questa assunzione aggiunge un ulteriore grado di incertezza ai tanti già citati dagli stessi proponenti.

Infine, pur nell'assenza di dettagli, la proiezione economica a 90 anni, periodo di tempo estremamente lungo specialmente considerando che la vita degli stadi è normalmente stimata in circa 30 anni, può apparire, almeno a prima vista, funzionale soprattutto all'ottenimento di un risultato economico non negativo. Se la proiezione fosse limitata a un arco di tempo più breve, il risultato economico sarebbe probabilmente inferiore.

### **Il valore economico del Progetto è nullo**

Pur prescindendo dalla ricostruzione dei risultati economici e finanziari contenuti nell'allegato e accettando apoditticamente che il rendimento "reale" sia effettivamente pari al 5,5% annuo, non si può non rilevare che il valore economico attuale del Progetto, stando agli stessi proponenti, è quindi nullo. Infatti, il rendimento<sup>13</sup> è esattamente uguale al costo stimato, rappresentato dal WACC, anch'esso assunto pari esattamente al 5,5% annuo.

### **La stima del costo del debito è una semplificazione che aggiunge un altro grado di incertezza**

Il piano assume che il costo "reale" del debito sia pari al 4,5% annuo e rimanga costante su una durata media di 20 anni<sup>14</sup>. Questa ipotesi implica che il costo del debito nominale sia pari all'inflazione di periodo sommata a uno *spread* costante del 4,5%. Tuttavia, le banche offrono generalmente solo prestiti a tasso fisso o a tasso variabile, quest'ultimo tipicamente parametrato al valore di un indice di mercato quale il tasso Euribor. Non è certamente prassi di alcun istituto offrire prestiti ancorati al tasso di inflazione e, d'altra parte, la possibilità astratta di convertire un tasso fisso o variabile in un tasso di inflazione tramite un prodotto derivato (tecnicamente uno *swap*), aprirebbe una serie di problematiche aggiuntive legate ai flussi di cassa che quest'ultima

---

<sup>13</sup> Il rendimento è calcolato nell'Allegato come tasso interno di rendimento lordo (IRR). Cfr. Allegato p. 34.

<sup>14</sup> Cfr. Allegato p. 27.

operazione potrebbe generare<sup>15</sup>. A meno che i proponenti non abbiano effettivamente a disposizione prestiti a lungo termine ancorati al tasso di inflazione, circostanza non dichiarata e non verosimile, l'assunzione relativa al costo del debito si deve perciò intendere come un'ulteriore semplificazione dell'analisi, soggetta a una nuova rischiosità che si somma alle precedenti<sup>16</sup>.

### Le previsioni di progetti di questo tipo si rilevano spesso ottimistiche

Dati pubblici permettono di effettuare qualche verifica empirica relativamente alle incertezze che circondano progetti di questo tipo: incertezze che purtroppo si traducono normalmente in un eccesso di costi.

STADIO / ARENA		STIMA ORIGINALE DEI COSTI	COSTI IN ECCESSO	IN PCT	FONTI
		(milioni, miliardi se ITL)			
Carolina Hurricanes	Entertainment & Sport Arena	\$130	\$26	20%	(1)
Cincinnati Bengals	Paul Brown Stadium	\$287	\$51	18%	(1)
Cleveland Browns	Cleveland Browns Stadium	\$280	\$28	10%	(1)
Cleveland Cavaliers	Gund Arena	\$152	\$76	50%	(1)
Cleveland Indians	Jacobs Field	\$173	\$76	44%	(1)
Houston Texas	Reliant Stadium	\$310	\$57	18%	(1)
Seattle Mariners	Safeco Field	\$417	\$100	24%	(1)
San Diego Padres	PETCO Park	\$457	\$46	10%	(1)
Washington DC Stadium	Nationals Park	\$631	62.2	10%	(1)
Chicago Bears	Soldier Field	\$606	\$49	8%	(1)
Dallas Cowboys	AT&T Stadium	\$650	\$500	77%	(2)
Italia	I 12 stadi del mondiale 1990	ITL 250	ITL 1,000	400%	(3)

(1) <https://www.greenbergglawoffice.com/sports-venue-construction/>

(2) [https://en.wikipedia.org/wiki/AT&T\\_Stadium](https://en.wikipedia.org/wiki/AT&T_Stadium). Per inciso, a questo progetto ha collaborato anche **Alec Scheiner**, partner di **Red Bird Capital**, oggi proprietaria del Milan. "Alec ... helped design the sales strategy for the \$1.2 billion AT&T Stadium and was instrumental in structuring and negotiating the public and private financing of the stadium..." (fonte: <https://redbirdcap.com/people/>) Alec Scheiner è oggi anche membro del Consiglio di Amministrazione del Milan.

(3) <https://www.fanpage.it/sport/calcio/il-calcio-italiano-e-fermo-a-italia-90-cosa-resta-degli-stadi-dopo-1200-miliardi-di-sprechi/>

Questa tabella non ha la pretesa di rappresentare un campione statisticamente significativo, ma certamente permette di riflettere sulla circostanza che in molti casi, per ragioni di tanti tipi (ritardi nei lavori, complessità inattese, fattori metereologici, finanziamento insufficiente, ecc.) il budget previsto per progetti di questo tipo viene significativamente superato,

<sup>15</sup> Senza entrare in dettagli tecnici, le operazioni di swap comportano flussi di cassa in entrata o in uscita a seconda dell'andamento di mercato (c.d. "marginazione"). Si tratta esattamente delle problematiche incontrate di recente (ottobre 2022) dai fondi di pensione inglesi e che hanno contribuito alla caduta del governo Truss.

<sup>16</sup> Il rischio deriva dalla possibilità che il costo del debito aumenti più della somma algebrica dei ricavi e dei costi. Per inciso, l'incertezza relativa al costo del debito contribuisce anche a creare incertezza relativamente alla stima del "debt service coverage ratio" (cfr. Allegato p. 27).

circostanza peraltro abbastanza normale in progetti pubblici di lungo periodo<sup>17</sup>.

Come facilmente si può intuire, l'eccesso di costi di questi progetti finisce per essere pagato, a seconda della qualità della contrattualistica stipulata con i promotori, in tutto o in parte dalla cittadinanza tramite aumenti dell'imposizione fiscale e/o una riduzione dei servizi.

### La stima del WACC è troppo bassa

Come già ricordato, l'Allegato propone di scontare i ricavi e i costi del Progetto con un WACC "reale" al 5,5% ricavato depurando un WACC "nominale" del 6,3% dall'effetto dell'inflazione prevista, quantificata allo 0,9%<sup>18</sup>. La tabella seguente mostra la distribuzione del costo del capitale (WACC) in Europa e nel mondo come calcolata recentemente da uno dei maggiori esperti di valutazione di impresa, il prof. Aswath Damodaran della New York University.

<i>Sub Group</i>	<b># firms</b>	<b>1st Decile</b>	<b>1st Quartile</b>	<b>Median</b>	<b>3rd Quartile</b>	<b>9th Decile</b>
Africa and Middle East	2,356	7.30%	8.61%	10.60%	13.12%	16.42%
Australia & NZ	1,878	7.08%	8.26%	9.09%	9.27%	10.21%
Canada	2,937	7.34%	8.78%	9.07%	9.23%	10.21%
China	7,043	7.32%	8.83%	10.09%	10.73%	12.00%
EU & Environs	6,000	6.99%	8.31%	9.61%	10.94%	13.39%
Eastern Europe & Russia	528	8.07%	9.55%	12.13%	20.32%	28.61%
India	3,982	7.32%	9.55%	11.19%	12.43%	13.18%
Japan	3,947	6.99%	8.44%	9.83%	10.63%	11.52%
Latin America & Caribbean	1,043	7.86%	9.09%	10.99%	13.83%	18.27%
Small Asia	9,408	7.81%	9.20%	10.37%	12.04%	14.68%
UK	1,255	7.51%	8.25%	9.95%	10.61%	11.30%
United States	7,229	6.76%	7.34%	8.97%	9.62%	10.24%
Global	47,606	7.20%	8.58%	9.70%	10.98%	12.84%

Figura 3. (Fonte: <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2022/07/country-risk-2022-mid-year-update.html>, pubblicato il 13 luglio 2022)

<sup>17</sup> Uno degli studi più citati a questo proposito è quello effettuato nel 2002 dal prof. Bent Flyvbjerg (Oxford University) su un campione di 258 progetti infrastrutturali che conclude che in 9 casi su 10 i costi sono sottostimati ed eccedono le previsioni mediamente del 28%. Cfr. Flyvbjerg B., M.K. Skamris, S. Buhl "Underestimating Costs in Public Works Projects: Error or Lie?", Journal of American Planning Association, June 2002. Studi più recenti (2012 e 2016) effettuati sempre da Flyvbjerg su un numero maggiore di progetti di vario tipo a livello mondiale mostrano anch'essi livelli di costi in eccesso al budget tra il 20% e il 35%. Per una rassegna: A. Edwards "Cost Overruns in Infrastructure Projects: Evidence and Implications", Studies in Applied Economics, The John Hopkins University, June 2020.

<sup>18</sup> Cfr. Allegato p.28.



La riga denominata “EU & Environs” si riferisce all’Europa (e dintorni) e riporta la distribuzione del costo del capitale “nominale”, cioè al lordo dell’inflazione, di 6000 società. Qualsiasi sia l’ipotesi ragionevole che si può fare oggi sull’inflazione di lungo periodo (l’Allegato assume 0.90%, ma oggi le stime più recenti dell’IMF sono intorno al 2%), assumere un WACC “reale” al 5,5% posiziona il valore nel primo decile (o al massimo nel secondo) della distribuzione, per intendersi: questi sono i decili più bassi e quindi relativi alle società per le quali il rischio è percepito inferiore.

Ricordiamo che anche uno scarto relativamente limitato, per esempio il passaggio dal 5,5% al 6,5% del tasso di sconto, comporta un effetto molto rilevante sul risultato. Per intuirne l’impatto potenziale, si consideri che un importo di €100 pagato al termine del cinquantesimo anno, corrisponde a un valore attuale di €6,88 se il tasso di sconto è del 5,5% e a €4,29 se il tasso di sconto è del 6,5%: si tratta di una riduzione di più del 37%! <sup>19</sup>

Tenendo conto dei numerosi rischi e incertezze che circondano il Progetto, molti dei quali sono dichiarati dagli stessi proponenti, mentre altri sono evidenziati in questo intervento, considerare il Progetto come un’iniziativa a basso rischio appare eccessivamente ottimistico. Va da sé che se per ovviare a questa considerazione si utilizzasse un WACC anche solo leggermente superiore al 5,5% il Progetto risulterebbe in perdita in quanto il rendimento calcolato nell’Allegato è anch’esso pari al 5,5%..

### **L’inganno dell’*ignoranza benefica***

L’economista Albert Hirschman ha coniato nel 1967 il termine *hiding hand principle* (principio della *mano nascosta*) per descrivere una situazione nella quale uno stato di ignoranza iniziale riguardante gli ostacoli futuri che si frappongono alla realizzazione di un progetto, avrebbe l’effetto benefico di incentivare successivamente soluzioni creative che ne permettono il superamento. Ciò accadrebbe perché, una volta avviato il progetto, se ne dedurrebbe che è ormai troppo tardi per tornare indietro<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> La formula dello sconto è  $100/(1+W)^50$  dove W è il tasso di sconto.

<sup>20</sup> Cfr. [https://en.wikipedia.org/wiki/Hiding\\_hand\\_principle](https://en.wikipedia.org/wiki/Hiding_hand_principle).

La limitatissima valutazione dei rischi contenuta nel piano descritto nell'Allegato induce il sospetto che i proponenti, più o meno consapevolmente, si rifacciano proprio al principio della *mano nascosta*.

Ricordiamo tuttavia che l' *hiding hand principle* è stato sottoposto ad attenta analisi empirica e nel 2016, dopo aver analizzato più di 2000 progetti (un campione molto più ampio di quello utilizzato da Hirschman), Bent Flyvbjerg dell'Università di Oxford e Cass Sunstein dell'Università di Harvard hanno concluso che nella gran parte dei casi i costi e le difficoltà insite nei progetti **non** sono successivamente superati tramite soluzioni creative di alcun tipo, e che giustificare l'avvio di progetti contando sull'effetto benefico della *mano nascosta* conduce nel migliore dei casi in un vicolo cieco<sup>21</sup>. Ne discende che un'analisi economica accurata e imparziale rimane fondamentale per il successo di ogni progetto.

## Conclusioni

A conclusione dell'analisi economica contenuta nell'Allegato si afferma che *“i Promotori ritengono che il progetto sia sostenibile, assicurando la corrispondenza tra ritorno stimato dall'investimento e il costo del capitale”*. Tale certezza è subito dopo mitigata: *“Non possiamo escludere che ulteriori effetti “esogeni” sull'andamento dei costi o sulla domanda possano far cambiare la situazione richiedendo misure compensative finalizzate a riequilibrare la “sostenibilità” del progetto.”*<sup>22</sup>

Al contrario di quanto sostenuto nell'Allegato, e pur nell'impossibilità di ricostruire esattamente tutti i conteggi presentati dai proponenti, l'analisi delle informazioni presentate produce elementi più che sufficienti per caratterizzare il piano economico del Progetto come **estremamente fragile dal punto di vista finanziario**: più semplicemente, i proponenti non mettono a disposizione le risorse finanziarie sufficienti per portarlo credibilmente a termine.

La corrispondenza tra rendimento ipotizzato dell'investimento e costo del capitale, rende palese che una qualsiasi, -anche minima-, analisi di stress

---

<sup>21</sup> Cfr. [https://en.wikipedia.org/wiki/Hiding\\_hand\\_principle](https://en.wikipedia.org/wiki/Hiding_hand_principle) e Bent Flyvbjerg and Cass R. Sunstein, “The Principle of the Malevolent Hiding Hand; or, the Planning Fallacy Writ Large”, <https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/1509/1509.01526.pdf>.

<sup>22</sup> Cfr. Allegato p. 34.

relativa alle assunzioni sui ricavi e/o sui costi, porterebbe inevitabilmente a una situazione di perdita economica. L'assenza di un'analisi imparziale dei rischi connessi al progetto e del loro possibile impatto finanziario rende il quadro ancora più precario.

Ci si augura anche che l'assenza di chiarezza sulle assunzioni utilizzate e sui conteggi fatti (almeno per quanto riguarda l'Allegato, che – si ricorda – è l'unico documento che è stato reso finora disponibile per il dibattito pubblico) non rappresenti un maldestro tentativo di forzare una decisione da parte della Giunta sulla base di informazioni incomplete o inaccurate, contando poi sugli effetti positivi di una *mano nascosta*.<sup>23</sup> L'esperienza ha purtroppo dimostrato che le cose non funzionano così e le conseguenze negative ricadrebbero inevitabilmente anche sull'erario e sulla cittadinanza.

In conclusione, a fronte di un tale fragile piano economico finanziario non si può che suggerire agli organi competenti del Comune di Milano di **valutare con attenzione ogni proposta alternativa.**

Francesco Ceci

30 Ottobre 2022

---

<sup>23</sup> Occorre purtroppo ricordare ancora che l'Allegato (p. 4) afferma che *“le assunzioni [ndr: utilizzate per la costruzione del piano] potranno subire i necessari adeguamenti in conseguenza dello sviluppo dei progetti e della maggiore definizione delle scelte effettuate”* senza porre a priori alcun limite alla misura dei citati *“adeguamenti”*.

