

PULSE INSIDER N°022 · LA PIATTAFORMA / THE PLATFORM

AUTORE / AUTHOR: Iacopo Mutascio

Direttore Responsabile FP3NEWS / Editor-in-Chief & Responsible Director, FP3NEWS

Data di pubblicazione / Publication date: 30/07/2026

FP3NEWS / FREEPRESS3NEWS · Testata registrata · Tribunale di Verona n. 2149 · Ordine dei Giornalisti del Veneto

La Piattaforma Due proprietà, una sola macchina: tredici esercizi di Hellas Verona The Platform Two owners, one machine: thirteen financial years of Hellas Verona

Da tredici esercizi il conto si chiude vendendo calciatori. Il patrimonio netto è negativo. Ciò che lo tiene sopra la soglia di legge è una norma d'emergenza del 2020, e scade in due tranches datate.

For thirteen financial years the accounts have been closed by selling players. Net equity is negative. What holds it above the statutory floor is an emergency provision from 2020 — and it expires in two dated tranches.

Tre righe Three lines

Il titolo sportivo è la licenza operativa; la cessione dei calciatori è l'attività che chiude il conto ogni anno; il risultato in campo è il vincolo minimo per conservare l'accesso. Due proprietà si sono succedute — fino al gennaio 2025 e da allora — e il meccanismo non è cambiato: il debito complessivo non risulta ridotto in tredici esercizi. Il patrimonio netto consolidato è negativo. Ciò che lo tiene sopra la soglia dell'art. 2447 c.c. non è un apporto di capitale: è il rinvio delle perdite ex art. 6 D.L. 23/2020, che scade in due tranches — autunno 2027 e autunno 2028.

The sporting title is the operating licence; player disposals are the activity that closes the accounts each year; the result on the pitch is the minimum constraint for retaining access. Two owners have succeeded one another — until January 2025 and since — and the mechanism has not changed: total debt shows no reduction across thirteen financial years. Consolidated net equity is negative. What holds it above the statutory floor of art. 2447 of the Italian Civil Code is not a capital injection: it is the deferral of losses under art. 6 D.L. 23/2020, which expires in two tranches — autumn 2027 and autumn 2028.

Chi resta What remains

Il club è del 1903. Ha attraversato uno scudetto, tre retrocessioni negli anni qui considerati, fallimenti sfiorati e rifondazioni, e ha visto succedersi proprietà che nel tempo lungo della sua storia sono episodi. Questo dossier non parla di quella storia, e non parla di chi la sostiene: parla di una struttura finanziaria e di una scadenza normativa. La distinzione va fatta subito, perché senza di essa il resto si legge male.

The club dates from 1903. It has been through a league title, three relegations within the period considered here, near-collapses and rebuildings, and has seen owners come and go who, on the long timescale of its history, are episodes. This dossier is not about that history, and it is not about those who sustain it: it is about a financial structure and a statutory deadline. The distinction has to be made at the outset, because without it everything that follows reads wrongly.

Ma c'è un motivo analitico, non di cortesia, per cui il pubblico entra in questo documento alla prima pagina anziché all'ultima. Nell'esercizio 2024/25 i ricavi da gare valgono 7,6 milioni su 101,6 — circa il sette per cento. I diritti televisivi ne valgono 33,4; la gestione dei diritti calciatori 41,0. La componente più stabile e meno negoziabile dell'intero sistema è anche la meno rappresentata nel conto economico.

But there is an analytical reason, not a courteous one, why the public enters this document on the first page rather than the last. In 2024/25 matchday revenue accounts for 7.6 million out of 101.6 — roughly seven per cent. Broadcast rights account for 33.4; player-registration management for 41.0. The most stable and least negotiable component of the entire system is also the least represented in the profit and loss account.

È questo che rende sensata la domanda sulla proprietà: il titolo sportivo vale perché qualcuno c'è comunque.

This is what makes the ownership question meaningful: the sporting title has value because someone is there regardless.

La campagna abbonamenti 2026/27 ha superato quota 9.000 il 27 luglio, prima ancora dell'apertura della vendita libera, in Serie B. L'ultima stagione in Serie B, la 2018/19, si era chiusa a 7.617 tessere. Il confronto va però usato con cautela e lo si dice qui: la disponibilità dei settori non è la stessa fra le due stagioni, quindi la serie storica degli abbonamenti è contaminata dal lato dell'offerta e non misura pulitamente l'adesione. Il dato resta indicativo, non probante.

The 2026/27 season-ticket campaign passed 9,000 on 27 July, before general sale even opened, in the second division. The last Serie B season, 2018/19, closed at 7,617. The comparison should be handled with care, and that is said here: sector availability differs between the two seasons, so the season-ticket series is contaminated on the supply side and does not cleanly measure

take-up. The figure is indicative, not probative.

Quattro esercizi, letti insieme Four financial years, read together

La serie che segue non è estratta da documenti consultati direttamente da questa redazione. È ricostruita da analisi pubblicate su documenti depositati, con la fonte indicata riga per riga. È una precisazione di metodo, non una formalità: nessuna cifra qui va letta come «dal bilancio risulta», ma come «secondo l'analisi di [fonte] sui documenti depositati».

The series below is not drawn from documents consulted directly by this newsroom. It is reconstructed from published analyses of filed accounts, with the source stated line by line. This is a point of method, not a formality: no figure here should be read as «the accounts show», but as «according to [source]'s analysis of the filed accounts».

Il debito complessivo non è mai sceso: 146,4 → 148,1 → 151,8 → 152,2. In una finestra più lunga, e con i due buchi dichiarati, il movimento è in due salti distinti: 38,7 milioni al 30/06/2016, circa 100 nel 2021, poi 146,4 in un solo esercizio (2021/22). La fase recente è quasi piatta. Scrivere «debito fatto tutto negli ultimi quattro anni» sarebbe impreciso; scrivere che è quadruplicato in nove anni e non è mai rientrato è esatto.

Total debt has never fallen: 146.4 → 148.1 → 151.8 → 152.2. Over a longer window, and with the two declared gaps, the movement comes in two distinct jumps: 38.7 million at 30/06/2016, roughly 100 in 2021, then 146.4 in a single financial year (2021/22). The recent phase is almost flat. To write «the debt was all built in the last four years» would be inaccurate; to write that it quadrupled in nine years and never came back down is exact.

La catena del patrimonio netto The equity chain

Un dato riportato da terzi si controlla facendolo tornare. La catena del patrimonio netto lo consente senza uscire dalla serie:

A figure reported by third parties can be checked by making it reconcile. The equity chain allows this without leaving the series:

La catena chiude sui valori pubblicati. Se al posto di 19,9 si usasse la perdita originariamente approvata (11,71), il risultato sarebbe +2,1 — che è esattamente il patrimonio netto indicato prima della riapprovazione. La riapprovazione del bilancio 2022/23, con un aggravio di circa 8,2 milioni, non è soltanto dichiarata dalle fonti: è dimostrata aritmeticamente.

The chain closes on the published values. Substituting the originally approved loss (11.71) for 19.9 yields +2.1 — precisely the equity figure reported before the restatement. The restatement of the 2022/23 accounts, adding roughly 8.2 million, is not merely asserted by the sources: it is arithmetically demonstrated.

La riapprovazione risale all'assemblea del 13/03/2024 ed è riconducibile a un accantonamento di 8.217.240 euro a fronte di un accordo transattivo con il Parma AC, secondo l'analisi di Verona col Cuore ripresa da HellasLive e Calcio Style. È un'operazione contabile ordinaria e lecita: qui rileva solo come verifica della serie.

The restatement dates to the shareholders' meeting of 13/03/2024 and is attributable to a provision of €8,217,240 relating to a settlement agreement with Parma AC, per Verona col Cuore's analysis as carried by HellasLive and Calcio Style. It is an ordinary and lawful accounting operation: it matters here only as a check on the series.

Ciò che tiene su il patrimonio netto What holds the equity up

Al 30/06/2025 il patrimonio netto consolidato è negativo per 6,9 milioni, «con perdite da coprire rinviate grazie alle norme degli anni del Covid» (Calcio e Finanza, 23/11/2025). La norma è l'art. 6 del D.L. 23/2020, come modificato dall'art. 1 c. 266 della L. 178/2020: sospende gli obblighi degli artt. 2446, 2447, 2482-bis e 2482-ter c.c. e rinvia l'intervento sul capitale al quinto esercizio successivo.

At 30/06/2025 consolidated net equity is negative by 6.9 million, «with losses to be covered deferred under the Covid-era provisions» (Calcio e Finanza, 23/11/2025). The provision is art. 6 of D.L. 23/2020, as amended by art. 1(266) of Law 178/2020: it suspends the duties under arts. 2446, 2447, 2482-bis and 2482-ter of the Civil Code and defers action on capital to the fifth subsequent financial year.

Perdite sterilizzate: 5,06 + 19,9 = 24,96. Patrimonio netto: -6,9. Somma: +18,06.

Sterilised losses: 5.06 + 19.9 = 24.96. Net equity: -6.9. Sum: +18.06.

L'aritmetica è elementare e verificabile da chiunque: senza il rinvio, le due perdite tornerebbero a pesare e il patrimonio netto si collocherebbe ben al di sotto della soglia dell'art. 2447 c.c. Con il rinvio, il valore contabile resta gestibile. L'unico elemento portante, in altri termini, non è un apporto di capitale né un risanamento: è una norma d'emergenza approvata nella primavera del 2020.

The arithmetic is elementary and verifiable by anyone: without the deferral, the two losses would weigh again and net equity would sit well below the art. 2447 threshold. With the deferral, the carrying value remains manageable. The load-bearing element, in other words, is neither a capital injection nor a restructuring: it is an emergency provision passed in the spring of 2020.

Le due date The two dates

Per una società con esercizio chiuso al 30 giugno, la mappatura seguita dalla dottrina — in particolare la massima T.A.13 del Comitato Triveneto dei Notai , che usa proprio l'esempio della chiusura al 30 giugno — colloca le scadenze così:

For a company with a 30 June year-end, the mapping followed in the professional literature — notably maxim T.A.13 of the Comitato Triveneto dei Notai , which uses the 30 June year-end as its worked example — places the deadlines as follows:

Perdita 2021/22 (5,06 milioni) — copertura entro l'approvazione del bilancio al 30/06/2027, quindi autunno 2027 . 2021/22 loss (5.06 million) — to be covered by approval of the 30/06/2027 accounts, i.e. autumn 2027 .

Perdita 2022/23 (19,9 milioni, come rideterminata) — copertura entro l'approvazione del bilancio al 30/06/2028, quindi autunno 2028 . 2022/23 loss (19.9 million, as restated) — to be covered by approval of the 30/06/2028 accounts, i.e. autumn 2028 .

Come si è chiuso il conto, ogni anno How the accounts were closed, every year

Se la gestione ordinaria non copre i costi, qualcosa deve colmare la differenza. Nei quattro esercizi con dato pubblico le plusvalenze da cessione calciatori sommano circa 134 milioni (26,5 nel 2021 · 30,9 nel 2023 · 45,4 nel 2024 · 31,5 nel 2025, secondo le analisi citate). Nello stesso arco i debiti passano da circa 100 a 152,2. Il fabbisogno medio annuo coperto per questa via si colloca nell'ordine dei 33-40 milioni — grandezza dichiarata come inferenza derivata dalle serie sopra, non come voce di bilancio.

If ordinary operations do not cover costs, something must bridge the difference. Across the four years with public figures, player-disposal gains total roughly 134 million (26.5 in 2021 · 30.9 in 2023 · 45.4 in 2024 · 31.5 in 2025, per the cited analyses). Over the same span debt moves from about 100 to 152.2. The average annual requirement met this way sits in the 33-40 million range — a magnitude declared as an inference derived from the series above, not as a reported line item.

Il 2024/25 lo mostra nel modo più nitido, e torna: ricavi caratteristici 60,6 contro costi 102,4 fanno -41,8 ; la gestione dei diritti calciatori vale 41,0; la differenza è -0,8 — esattamente il dato riportato. Il player trading non è un complemento del modello: è la voce che lo fa quadrare.

2024/25 shows it most sharply, and it reconciles: core revenue of 60.6 against costs of 102.4 gives -41.8 ; player-registration management contributes 41.0; the difference is -0.8 — precisely the reported figure. Player trading is not an adjunct to the model: it is the line that squares it.

Sul finanziamento, il dato più significativo del 30/06/2025 non è il totale: è la composizione. Liquidità 2 milioni a fronte di debiti finanziari per 91 , di cui 78 da factoring (Calcio e Finanza). Il factoring anticipa crediti futuri — diritti televisivi, corrispettivi di cessione — e ha un costo. La lens applicata è Economia di Manutenzione (registro lens FP3): un sistema che spende per restare nelle condizioni di funzionare, non per cambiare stato.

On funding, the most telling figure at 30/06/2025 is not the total but the composition. Cash of 2 million against financial debt of 91 , 78 of it factoring (Calcio e Finanza). Factoring advances future receivables — broadcast rights, transfer consideration — and carries a cost. The lens applied is the Maintenance Economy (FP3 lens register): a system that spends to remain able to operate, not to change state.

Non è un'anomalia Not an anomaly

La tesi non regge se presentata come il caso di un club deviante, perché non lo è. Nella classifica per incidenza delle plusvalenze sui ricavi 2022/23 ricostruita da Calcio e Finanza, davanti al Verona figurano Udinese (39,1% del fatturato), Empoli , Spezia e Atalanta . Nell'esercizio 2022/23 il Napoli registrò 79,6 milioni di plusvalenze nette e l'Atalanta 63,2. Secondo MilanoFinanza (28/11/2025) le plusvalenze pesano fino al 25% nei conti dei club italiani.

The thesis does not hold if presented as the case of a deviant club, because it is not. In Calcio e Finanza's ranking by gains-to-revenue incidence for 2022/23, ahead of Verona sit Udinese (39.1% of turnover), Empoli , Spezia and Atalanta . In 2022/23 Napoli booked 79.6 million in net gains and Atalanta 63.2. Per MilanoFinanza (28/11/2025), such gains account for up to 25% of Italian clubs' accounts.

Il soggetto dell'analisi non è un club deviante. È un modello di settore arrivato al capolinea di una proroga.

The subject of this analysis is not a deviant club. It is an industry model reaching the end of a reprieve.

Sul piano sportivo, il paracadute per la retrocessione 2026 è collocato dalle fonti in fascia C : 25 milioni lordi, meno il 10% dovuto alla Lega B a titolo di «Solidarietà Retrocesse», quindi circa 22,5 netti , e per una sola stagione . La modifica statutaria approvata dall'assemblea di Lega Serie A del 16/02/2026 lo rende computabile ai fini dell'indice di liquidità — il che ne dichiara la funzione: tappo di liquidità per l'iscrizione, non capitale libero.

On the sporting side, the parachute payment for the 2026 relegation is placed by sources in band C : 25 million gross, less the 10% owed to Lega B as «relegation solidarity», thus roughly 22.5 net , and for one season only . The statutory amendment

approved by the Lega Serie A assembly of 16/02/2026 makes it countable towards the liquidity ratio — which declares its function: a liquidity plug for registration, not free capital.

Il contesto statistico non è favorevole ma nemmeno drammatico: secondo l'analisi di Calcio e Finanza (25/04/2026) sulle retrocesse dal 2014/15 al 2024/25, otto squadre su trentuno sono risalite immediatamente, quattordici hanno chiuso tra le prime otto. L'incasso medio del paracadute è «di poco superiore a 15 milioni», meno del 40% del fatturato medio, contro costi operativi medi di 33,2 milioni.

The statistical context is unfavourable but not dramatic: per Calcio e Finanza's analysis (25/04/2026) of clubs relegated between 2014/15 and 2024/25, eight of thirty-one went straight back up and fourteen finished in the top eight. Average parachute income is «just over 15 million», under 40% of average turnover, against average operating costs of 33.2 million.

Il livello degli enti di governo del calcio è materia di un altro dossier: PULSE INSIDER N°020 · L'Inversione dell'Appendice . Qui il perimetro resta il bilancio di una società e una scadenza di legge.

The governance level of the game is the matter of another dossier: PULSE INSIDER N°020 · The Inversion of the Appendix . Here the perimeter remains one company's accounts and one statutory deadline.

La contro-tesi, presa sul serio The counter-thesis, taken seriously

Un dossier che omette gli elementi contrari si smonta da solo. Questi sono i quattro più seri.

A dossier that omits contrary evidence dismantles itself. These are the four most serious.

Esistono impegni reali, non solo cessioni. Studio di fattibilità per il nuovo impianto presentato al Comune il 05/11/2025; incarico allo studio Gensler annunciato il 13/05/2026 con Sportium e Arup e Colliers project manager; costituzione della controllata dedicata HV1903 ; rinnovi pluriennali di dirigenza e allenatore. Contraddicono in parte la lettura «sola licenza e vincolo minimo». Caveat che regge : si tratta di impegni di sviluppo, non di capex realizzato, e il capitale effettivamente speso non risulta documentato — la distinzione announced-capex / deployed-capability è disciplina di metodo, non retorica. Ma «zero stadio» sarebbe falso. There are real commitments, not just disposals. A feasibility study for the new ground filed with the City on 05/11/2025; the Gensler appointment announced on 13/05/2026 alongside Sportium and Arup, with Colliers as project manager; the incorporation of a dedicated subsidiary, HV1903 ; multi-year renewals for management and coach. These partly contradict the «licence and minimum constraint» reading. The caveat that holds : these are development commitments, not realised capex, and capital actually spent is not documented — the announced-capex / deployed-capability distinction is method, not rhetoric. But «no stadium» would be false.

La support letter esiste ed è formale. Nella relazione al bilancio 2024/25 l'azionista «ha confermato irrevocabilmente il proprio impegno a fornire... un adeguato sostegno finanziario... garantendo così la continuità aziendale», con durata fino all'approvazione del bilancio al 30/06/2026. Non è un apporto di capitale, ma nemmeno nulla: è un impegno che il CdA ritiene idoneo a sostenere la continuità, e va riportato per quello che dice. The support letter exists and is formal. In the 2024/25 report the shareholder «irrevocably confirmed its commitment to provide... adequate financial support... thereby ensuring going concern», running until approval of the 30/06/2026 accounts. It is not a capital injection, but neither is it nothing: it is an undertaking the board considers adequate to support going concern, and should be reported as it reads.

La continuità non è continuità di rapporti. Nel maggio 2026 il precedente azionista di controllo ha dichiarato pubblicamente di non avere più rapporti con la proprietà attuale. La formula «stessa macchina» regge sul piano del meccanismo operativo , non su quello delle persone o delle relazioni: la distinzione va tenuta ferma. Continuity of mechanism is not continuity of relationships. In May 2026 the former controlling shareholder publicly stated he no longer has any relationship with the current ownership. The «same machine» formula holds at the level of the operating mechanism , not of persons or relationships: the distinction must be maintained.

Il punto dottrinale del §04. Non esiste fonte reperita che dica se la perdita aumentata in riapprovazione conservi il beneficio del rinvio. Se non lo conservasse, la scadenza del 2028 cambierebbe natura; se lo conserva, resta quella indicata. È dichiarato come incertezza, non risolto per comodità di tesi. The doctrinal point in §04. No retrieved source states whether a loss increased on restatement retains the deferral benefit. If it did not, the 2028 deadline would change in nature; if it does, it stands as stated. This is declared as uncertainty, not resolved for the convenience of the thesis.

dato verificabile Il 31/07/2026 la Giunta del Comune di Verona ha accolto la manifestazione preliminare di interesse presentata il 3 luglio 2026 da Hellas Verona FC per la riqualificazione del Bentegodi nell'attuale sedime , riconoscendo la sussistenza di un interesse pubblico preliminare all'elaborazione di una proposta di finanza di progetto. Secondo il cronoprogramma proposto dalla stessa società, studio di fattibilità e progetto preliminare vanno presentati entro settembre 2026 . Nella stessa seduta il Comune ha trasmesso comunicazione alla FIGC. Con Comunicazione n. 1184 , sempre il 31/07, il Sindaco ha dato conto dell'istruttoria sulla proposta di partenariato pubblico-privato depositata il 10 luglio da un diverso soggetto — un raggruppamento di professionisti e imprese veronesi, in un procedimento avviato con delibera di Giunta n. 1005 del 07/10/2025 — concludendo che «non sussistono i presupposti per la convocazione della Conferenza dei Servizi preliminare» ex art. 4 D.Lgs. 38/2021. Motivi

verbalizzati: non conformità urbanistica e contrasto con il PAQE e con l'Accordo di Programma; insostenibilità economico-finanziaria per costi non conteggiati (interramento elettrodotti, urbanizzazione primaria, bonifiche post-demolizione, espropri), introiti non dettagliati e un intervento pubblico di circa 180 milioni ; sito diverso dal sedime attuale, non coerente con i documenti programmatori. Sullo sfondo, la scadenza FIGC del 31 luglio 2026 per i dossier certificati delle città candidate a Euro 2032.

verifiable fact On 31/07/2026 the City of Verona's executive board accepted the preliminary expression of interest filed on 3 July 2026 by Hellas Verona FC for the redevelopment of the Bentegodi on its existing footprint , recognising a preliminary public interest in the drafting of a project-finance proposal. Under the timetable proposed by the club itself, a feasibility study and a preliminary design are due by September 2026 . The City notified the FIGC the same day. By Communication no. 1184 , also on 31/07, the Mayor reported the outcome of the review of the public-private partnership proposal filed on 10 July by a different party — a grouping of Verona-based professionals and firms, in a procedure opened by executive resolution no. 1005 of 07/10/2025 — concluding that «the conditions for convening the preliminary services conference do not obtain» under art. 4 of Legislative Decree 38/2021. Grounds minuted: planning non-conformity and conflict with the PAQE and the ratified Programme Agreement; economic unsustainability, with uncostered items (burying power lines, primary urbanisation works, remediation after demolition, expropriations), undetailed revenues and a public contribution of some €180 million ; and a site other than the existing footprint, inconsistent with the City's programme documents. In the background, the FIGC deadline of 31 July 2026 for certified dossiers from cities bidding for Euro 2032.

dato verificabile Il 27/07/2026 , in conferenza stampa nella sede del club, il presidente esecutivo ha indicato la linea sull'impianto — «per noi la soluzione migliore è fare un nuovo stadio dove sorge oggi il Bentegodi», con un lavoro «con il Governo per trovare l'opzione più snella» — e sulla gestione: «l'obiettivo è autofinanziare la società» , «non si può spendere più di quanto si guadagna». Va detto con precisione, perché la differenza è sostanziale: si tratta di una linea strategica dichiarata , non di una dichiarazione di incapacità finanziaria. Le riformulazioni circolate nel dibattito pubblico nei giorni successivi sono interpretazioni di parte, che restano a chi le ha formulate , e non vengono adottate qui come descrizione dei fatti.

verifiable fact On 27/07/2026 , at a press conference at the club's offices, the executive chairman set out the line on the ground — the best solution, in the club's view, is a new stadium where the Bentegodi now stands, with work under way «with the Government to find the leanest option» — and on management: «the objective is to self-finance the club» , «you cannot spend more than you earn». This needs stating precisely, because the difference is substantive: that is a declared strategy , not a declaration of financial incapacity. Restatements circulating in public debate in the days that followed are partisan interpretations, which remain with those who framed them , and are not adopted here as a description of the facts.

Non è il capitale ad essere arrivato. È arrivata una data.

Capital has not arrived. A date has.

inferenza dichiarata Il primo punto del red team qui sopra reggeva su una distinzione di metodo — capitale annunciato non è capitale impiegato — e restava, per sua natura, non verificabile. L'atto del 31 luglio non la smentisce e non la conferma: le trasforma in qualcosa di databile . Un riconoscimento di interesse pubblico preliminare non è un'approvazione, non impegna risorse e non attribuisce un titolo: apre una procedura, e la procedura ha ora una consegna a settembre. Sul merito comparativo , la lettura di «due pesi e due misure» circolata nel dibattito non regge alla lettura degli atti: la proposta respinta chiedeva circa 180 milioni di contributo pubblico ed era giudicata non conforme al PAQE, e sono motivazioni specifiche, verbalizzate e non pretestuose. L'asimmetria che invece si osserva è un'altra, ed è procedurale: un documento depositato e costato è stato valutato nel merito; una manifestazione di interesse è stata accolta sulla promessa di un documento che ancora non esiste . È un'osservazione sulla sequenza degli atti, non sull'intenzione di chi li ha adottati. Confidenza sulla tenuta di questa lettura: 0,65 .

declared inference The first red-team point above rested on a point of method — announced capital is not deployed capital — and was, by its nature, unverifiable. The act of 31 July neither refutes nor confirms it: it turns it into something databile . Recognition of a preliminary public interest is not an approval, commits no resources and confers no title: it opens a procedure, and the procedure now has a September delivery. On the comparative merits , the «double standards» reading circulating in the debate does not survive a reading of the acts: the rejected proposal sought roughly €180 million in public contribution and was assessed as non-compliant with the PAQE — specific grounds, minuted, and not pretextual. The asymmetry that is observable is a different one, and it is procedural: a filed, costed document was assessed on its content; an expression of interest was accepted on the promise of a document that does not yet exist . That is an observation about the sequence of acts, not about the intent of those who adopted them. Confidence in this reading: 0.65 .

inferenza dichiarata I due orologi. Il terreno è del Comune: in finanza di progetto il privato ottiene una concessione , non la proprietà — un diritto di lunga durata, finanziabile, che non diventa un bene rivendibile come sarebbe un suolo. Se l'operazione arriva in fondo, il valore che crea è soprattutto un moltiplicatore di valutazione del club . Ma il calendario è il punto: consegna dei documenti a settembre 2026 ; deposito del bilancio al 30/06/2026 atteso a novembre 2026 (§09); decisione FIGC/UEFA sulle sedi di Euro 2032 attesa entro fine 2026 , unico varco per un eventuale contributo pubblico; e poi le due scadenze del §04, autunno 2027 e autunno 2028 , per la copertura delle perdite rinviate. L'equity per un'operazione di questa scala e l'equity per la copertura delle perdite insistono sulla stessa tasca e sullo stesso biennio . Non se ne ricava una previsione, e questo documento non la

formula: se ne ricava dove guardare. Confidenza sulla convergenza dei calendari come nodo dirimente: 0,70 .

declared inference The two clocks. The land belongs to the City: under project finance the private party obtains a concession , not ownership — a long-dated, financeable right that does not become a saleable asset the way land would. If the operation runs its course, the value it creates is chiefly a valuation multiplier on the club . But the calendar is the point: documents due September 2026 ; the accounts to 30/06/2026 expected to be filed in November 2026 (§09); the FIGC/UEFA decision on Euro 2032 venues expected by end-2026 , the only gateway to any public contribution; and then the two deadlines in §04, autumn 2027 and autumn 2028 , for covering the deferred losses. Equity for an operation of this scale and equity for covering those losses draw on the same pocket in the same two years . No forecast follows from this, and this document does not make one: what follows is where to look. Confidence in the calendar convergence as the decisive node: 0.70 .

inferenza dichiarata Il ramo positivo, detto per intero. Che l'amministrazione si muova non è un favore a nessuno: è l'adempimento di un dovere. Un Comune proprietario dell'impianto, con una finestra Euro 2032 aperta e due proposte sul tavolo, è tenuto a istruirle e a decidere; non decidere sarebbe stata la scelta criticabile, e sotto questo profilo la delibera del 31 luglio è un atto dovuto , adottato nel giorno stesso in cui si chiudeva la finestra FIGC. Apre inoltre uno scenario che va dichiarato con la stessa nettezza con cui sono stati descritti i vincoli: se lo studio di fattibilità arriva a settembre con una struttura finanziaria credibile, sarebbe la prima strada in tredici esercizi capace di produrre valore senza passare dalla cessione dei calciatori . Non manutenzione, ma cambio di stato — e romperebbe la lens applicata a questo documento , che al §05 descrive un sistema che spende per restare nelle condizioni di funzionare, non per cambiare stato. È il ramo che qui si tiene aperto: condizionato a documenti che ancora non esistono, ma reale, e sarebbe scorretto tacerlo dopo aver elencato per intero i vincoli. Confidenza che, arrivando in fondo, l'operazione modifichi la natura del modello e non soltanto la sua scala: 0,60 .

declared inference The positive branch, stated in full. That the administration is moving is a favour to no one: it is the discharge of a duty. A city that owns the ground, has an open Euro 2032 window and two proposals on the table is required to examine them and decide; not deciding would have been the criticisable course, and on that count the resolution of 31 July is a proper act , adopted on the very day the FIGC window closed. It also opens a scenario that must be stated as plainly as the constraints were: if the feasibility study lands in September with a credible financial structure, it would be the first route in thirteen financial years capable of creating value without going through player disposals . Not maintenance but a change of state — and it would break the lens applied in this document , which in §05 describes a system that spends in order to remain able to operate, not in order to change state. This is the branch kept open here: conditional on documents that do not yet exist, but real, and it would be improper to leave it unsaid after setting out the constraints in full. Confidence that, if carried through, the operation changes the nature of the model and not merely its scale: 0.60 .

Perimetro e limiti. Nessuna cifra del §02 cambia: l'atto del 31 luglio non tocca alcuna voce dei bilanci esaminati. Non è stato letto il verbale dell'istruttoria né la delibera, ma solo il resoconto degli atti nella cronaca locale del 31/07/2026 (L'Arena, VeronaSera, Daily Verona Network): richiesta di accesso agli atti in corso, e finché il testo non è letto ogni riferimento resta attribuito alla cronaca, non all'atto. Nessuna intenzione è attribuita ad alcun soggetto pubblico o privato; gli atti amministrativi qui descritti sono legittimi e discrezionali , e la presunzione d'innocenza si applica per intero. Nessuna voce nuova entra a registro con questa revisione: la data di settembre è un criterio disponibile, la cui iscrizione compete al Direttore.

Perimeter and limits. No figure in §02 changes: the act of 31 July touches no line in the accounts examined. Neither the review record nor the resolution has been read — only the account of the acts in local reporting of 31/07/2026 (L'Arena, VeronaSera, Daily Verona Network): a freedom-of-information request is under way, and until the text is read every reference remains attributed to the reporting, not to the act. No intent is attributed to any public or private party; the administrative acts described here are lawful and discretionary , and the presumption of innocence applies in full. No new entry joins the register with this revision: the September date is an available criterion, and logging it rests with the Editor.

Ciò che non viene scritto, e perché What is not written, and why

La trasparenza sul non-detto è parte dello standard probatorio. Otto punti sono stati deliberatamente esclusi:

Transparency about the unwritten is part of the evidentiary standard. Eight points have been deliberately excluded:

Procedimenti giudiziari riguardanti persone fisiche. Non necessari alla tesi economica, che sta in piedi da sola. Non compaiono. Judicial proceedings involving individuals. Not necessary to the economic thesis, which stands on its own. They do not appear.

Qualunque quantificazione del capitale raccolto o investito dal socio di controllo. I depositi Form D presso la SEC riportano «\$0 raised», che è una formalità tipica dei veicoli che depositano prima del richiamo del capitale: non prova nulla in nessuna direzione , e da un dato che non prova nulla non si ricava una cifra. Any quantification of capital raised or invested by the controlling shareholder. The SEC Form D filings report «\$0 raised», a formality typical of vehicles filing before capital call: it proves nothing either way , and no figure can be derived from a datum that proves nothing.

«Soci ignoti» o «assetto occultato». I dati di registro lussemburghesi della controllante non sono accessibili senza account a pagamento. La formula corretta è limite oggettivo di accesso , non occultamento. «Unknown shareholders» or «concealed ownership». The Luxembourg registry data for the parent are not accessible without a paid account. The correct formulation is an

objective access limitation , not concealment.

Rischio di mancata iscrizione al campionato. Sarebbe falso: diciassette club di Serie B si iscrivono ogni anno senza alcun paracadute. Non viene scritto. Risk of failing to register for the league. This would be false: seventeen Serie B clubs register every year without any parachute payment. It is not written.

Procedure concorsuali o di composizione della crisi. Nessun elemento le sostiene. Non vengono evocate, nemmeno come scenario. Insolvency or crisis-composition procedures. No element supports them. They are not invoked, not even as a scenario.

Cifre di bilancio proiettate al 2027 e al 2028. Le due date del §04 sono scadenze di legge, non previsioni; le grandezze future non sono proiettate riga per riga. La Parte II arriverà con il documento in mano. Projected accounting figures for 2027 and 2028. The two dates in §04 are statutory deadlines, not forecasts; future magnitudes are not projected line by line. Part II will follow with the document in hand.

Esercizi 2016/17 e 2018/19. Non reperiti su fonte aperta. Restano vuoti e non sono stimati. Si segnala per correttezza che i bilanci sono acquistabili online sul Registro Imprese a costo contenuto: l'assenza è un limite di questa ricerca, non un'opacità della società . The 2016/17 and 2018/19 financial years. Not retrieved from open sources. They are left blank and not estimated. For fairness: the accounts can be purchased online from the Business Register at modest cost — the gap is a limitation of this research, not opacity on the company's part .

Lessico valutativo di terzi. Dove analisti hanno usato termini di giudizio, quei termini restano loro, tra virgolette e con attribuzione. Compensi da amministratore e distribuzioni di riserve sono atti leciti : dove citati, lo sono per importo e cronologia, senza insinuazione. Third parties' evaluative vocabulary. Where analysts have used judgemental terms, those terms remain theirs, in quotation marks and attributed. Directors' remuneration and reserve distributions are lawful acts : where cited, they are cited by amount and chronology, without insinuation.

Sette voci sul bilancio al 30/06/2026 Seven entries on the 30/06/2026 accounts

Oggetto unico: il bilancio al 30/06/2026, deposito atteso novembre 2026 . Criterio di riscontro: le voci come riportate dalle analisi pubblicate sui documenti depositati. Orizzonte: quattro mesi . Le sette voci si risolvono insieme, confermate o smentite.

Single object: the accounts to 30/06/2026, filing expected November 2026 . Resolution criterion: the line items as reported by published analyses of the filed accounts. Horizon: four months . All seven resolve together, confirmed or missed alike.

Debiti complessivi inferiori a 130 milioni oppure patrimonio netto positivo al 30/06/2026: la tesi «il debito non è mai stato ridotto» è smentita e va registrata come tale il giorno dell'esito. Un aumento di capitale effettivo dell'azionista produrrebbe lo stesso effetto sul corollario del §04.

Total debt below 130 million or positive net equity at 30/06/2026: the thesis that «debt has never been reduced» is refuted and must be logged as such on the day of the outcome. An actual capital increase by the shareholder would have the same effect on the corollary in §04.

Ogni affermazione è dato verificabile con fonte nominata oppure inferenza dichiarata. I dati di bilancio non sono stati letti direttamente su documento primario da questa redazione: provengono da analisi pubblicate su documenti depositati, citate per nome e data, e sono classificati di conseguenza. Il perimetro contabile è dichiarato riga per riga; dove non determinabile, è detto. Gli esercizi mancanti non sono stati stimati. Le sette previsioni del §09 sono datate, falsificabili e iscritte al registro pubblico della testata alla pubblicazione; la data di pubblicazione certifica la priorità (FP3 Method v1.4). Compensi da amministratore, distribuzioni di riserve, operazioni di mercato e ricorso al factoring sono atti leciti: sono riportati per importo e cronologia, senza alcuna insinuazione di illiceità. Fatti e fonti aggiornati al 30/07/2026; sviluppi successivi non sono riflessi. Nulla qui costituisce consulenza legale, finanziaria o di investimento.

Every claim is a verifiable fact with a named source or an explicitly declared inference. The accounting figures were not read directly from primary documents by this newsroom: they derive from published analyses of filed accounts, cited by name and date, and are classified accordingly. The accounting perimeter is declared line by line; where it cannot be determined, this is stated. Missing financial years have not been estimated. The seven forecasts in §09 are dated, falsifiable and entered on the outlet's public register at publication; the publication date certifies priority (FP3 Method v1.4). Directors' remuneration, reserve distributions, transfer activity and the use of factoring are lawful acts: they are reported by amount and chronology, with no insinuation of illegality. Facts and sources current as of 30/07/2026; later developments are not reflected. Nothing herein constitutes legal, financial or investment advice.

Questo dossier è la Parte I di due. La Parte II è attesa a novembre 2026, alla disponibilità del bilancio al 30/06/2026, e registrerà il riscontro delle sette previsioni. Ogni replica o rettifica sarà pubblicata integralmente ai sensi dell'art. 8 L. 47/1948. La pubblicazione su fp3news.com costituisce l'edizione di riferimento.

This dossier is Part I of two. Part II is expected in November 2026, upon availability of the accounts to 30/06/2026, and will record the resolution of the seven forecasts. Any reply or correction will be published in full under art. 8 of Law 47/1948. Publication on fp3news.com is the edition of record.