



**Politecnico
di Torino**

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale LM-31

Tesi di Laurea Magistrale

**Corporate governance nell'industria calcistica europea,
situazione finanziaria del settore e analisi empirica della
relazione tra performance finanziaria e risultati sportivi**

Relatrice:

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:

Francesco Patricelli

A.a. 2021/2022

Sessione di Laurea Aprile 2022

RINGRAZIAMENTI

Desidero innanzitutto ringraziare la professoressa Laura Rondi per avermi seguito nella stesura della tesi, per avermi offerto spunti di riflessione sulle diverse tematiche affrontate e per essere stata sempre disponibile a risolvere i miei dubbi.

Ringrazio enormemente la mia famiglia per avermi supportato, sostenuto e incoraggiato continuamente in questo percorso, dandomi la forza di andare avanti e di non mollare nemmeno nei momenti più difficili.

Un grazie speciale va infine ai miei amici, con i quali ho affrontato parte di questa esperienza fatta di sfide e ostacoli ma anche di tanti attimi di gioia e spensieratezza, e ad ogni persona in cui mi sono imbattuto, all'interno e all'esterno dell'ambiente universitario, per avermi offerto occasioni per crescere, migliorare e superare i miei limiti.

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 - La Corporate Governance.....	3
1.1 Il concetto di corporate governance	4
1.2 La separazione tra proprietà e controllo.....	6
1.3 I meccanismi di corporate governance	8
CAPITOLO 2 - Struttura proprietaria e struttura finanziaria di impresa	12
2.1 Teorie della struttura proprietaria e finanziaria d'impresa.....	12
2.2 Controllo e contendibilità dell'impresa	28
CAPITOLO 3 - Il settore calcistico europeo	34
3.1 La corporate governance nell'industria calcistica europea	34
3.2 Struttura proprietaria nei cinque principali campionati europei	44
3.3 I meccanismi di governance dei club di calcio europei	57
3.3.1 Financial Fair Play come meccanismo di controllo e regolamentazione	63
CAPITOLO 4 - Situazione finanziaria e performance sportiva nel calcio europeo	72
4.1 La situazione finanziaria del calcio europeo	72
4.1.1 Il contesto economico attuale	74
4.1.2 L'andamento finanziario generale del calcio europeo	80
4.1.3 La situazione del campionato italiano	88
4.2 Il caso Super League.....	91
4.3 La relazione tra la performance finanziaria e i risultati sportivi	94
4.4 L'influenza della struttura proprietaria	103
4.5 Gli scandali finanziari nel calcio europeo.....	110
CAPITOLO 5 - Analisi empirica: relazione tra performance finanziaria e sportiva.....	116
5.1 L'obiettivo e i dati raccolti	116
5.2 I modelli econometrici	119
5.2.1 Il modello per la performance sportiva.....	121
5.2.2 Il modello per la performance finanziaria	125
5.3 Statistiche descrittive.....	125
5.4 Test della differenza tra le medie	130
5.4.1 Differenza tra club quotati e club non quotati	131

5.4.2	Differenza tra club con proprietà stabile e club soggetti a cambi	134
5.4.3	Differenza nella performance sportiva prima e dopo il COVID	136
5.5	Analisi della relazione tra risultati sportivi e performance finanziaria	137
5.5.1	Risultati della regressione per la performance sportiva	138
5.5.2	Risultati della regressione per la performance finanziaria	142
5.5.3	Discussione e limiti delle analisi	144
CONCLUSIONI.....		146
BIBLIOGRAFIA		148

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni il calcio si è evoluto considerevolmente, affermandosi non solo come lo sport più popolare a livello mondiale, ma configurandosi anche come una vera e propria industria di importanza fondamentale, in grado di attrarre sempre di più l'interesse del pubblico ed il sostegno di nuovi investitori, e acquisire così forte rilevanza a livello economico, culturale e sociale. I club di calcio sono cambiati significativamente nel tempo, trasformandosi da semplici associazioni senza scopo di lucro in società sportive professionistiche strutturate. Essi sono diventati sempre più grandi e hanno acquisito una forza tale sul mercato che ha consentito loro di rispondere ad un interesse costantemente maggiore verso il settore e riuscire a soddisfare il loro crescente bisogno di risorse economiche. Dal punto di vista finanziario, il calcio europeo è così diventato un business globale capace di realizzare introiti enormi, crescendo ad un ritmo più sostenuto rispetto a quasi ogni altro settore. Nonostante ciò, l'industria si è trovata ad affrontare numerose sfide ed è tuttora afflitta da diversi problemi, che si sono fortemente aggravati negli ultimi anni a causa di fattori sia endogeni, come la gestione sconsiderata delle società, che esogeni, come lo scoppio dell'emergenza sanitaria dovuta al COVID-19.

Ciò che rende interessante lo studio dell'industria calcistica è il fatto che essa presenta delle caratteristiche peculiari che la differenziano dai settori economici tradizionali, rendendone più complessa l'analisi. In particolare, le società calcistiche operano non solo con la classica finalità di realizzare profitti, ma hanno anche come scopo il conseguimento del successo sportivo, e devono pertanto trovare un compromesso in grado di bilanciare opportunamente questi due obiettivi. Inoltre, a rafforzare l'interesse per il settore ha contribuito il manifestarsi di una crisi finanziaria sistemica, da tempo presente ma nascosta, che è stata esacerbata dallo scoppio della pandemia: in particolare, è doveroso verificare la risposta dei club e come essi si sono adattati a questo scenario nuovo e improvviso che ha messo in ginocchio il settore e quei modelli di gestione consolidatisi negli ultimi decenni.

Il presente lavoro intende discutere il tema della governance nel settore calcistico e indagare le decisioni che spingono i club ad adottare determinati meccanismi di gestione, descrivere le forme proprietarie tipiche delle società e comprendere i motivi dietro le scelte relative alla struttura di capitale. L'obiettivo è anche quello di analizzare la situazione finanziaria in cui versa l'industria europea e fornire un contributo al dibattito riguardante la relazione tra la performance finanziaria e i

risultati sportivi dei club, verificando se questa connessione sussiste effettivamente, tenuto anche conto del nuovo scenario in cui operano le compagnie calcistiche.

I primi due capitoli dell'elaborato fanno da introduzione generale a temi che saranno poi declinati specificamente per le società calcistiche, ossia la corporate governance e la struttura proprietaria delle imprese. In particolare, il capitolo 1 fornisce una visione generale del concetto di corporate governance, illustrando prima le principali definizioni e teorie affermatesi nel corso del tempo e poi i meccanismi di governance che determinano una gestione e un controllo adeguati delle compagnie, consentendo il raggiungimento dei loro obiettivi. Il capitolo 2 si focalizza invece sulla struttura proprietaria e finanziaria delle imprese, sulle teorie relative ai diritti di proprietà e sui rapporti di agenzia. Si affrontano le problematiche che conducono alla scelta di una determinata struttura proprietaria e finanziaria e si illustrano quelle che sono le teorie e i modelli più affermati. Dal capitolo 3 il focus è posto totalmente sull'industria calcistica europea, e in esso si delineano i modelli e i meccanismi di governance adottati nel settore e le forme proprietarie più diffuse. Si discutono inoltre i problemi e le criticità affrontate sia dai singoli club e che dall'intero sistema e dagli organi che lo gestiscono. Nel capitolo 4 si analizza la situazione finanziaria generale del calcio europeo, tentando di individuare i fattori che lo hanno plasmato, i trend storici di costi e ricavi e la profittabilità dei club, per poi concentrarsi sulla condizione attuale e individuare le cause alla base della crisi finanziaria sistemica in cui versa il settore. È discussa poi la relazione tra la performance finanziaria e quella sportiva dei club, con una panoramica sulle diverse tesi elaborate dagli studiosi; sono poi illustrati in breve gli scandali finanziari che hanno colpito il calcio europeo negli ultimi decenni. Infine, nel quinto capitolo si discutono i risultati delle analisi econometriche condotte con l'obiettivo ultimo di verificare l'effettiva esistenza di una relazione tra la prestazione finanziaria dei club e i risultati sportivi conseguiti, anche alla luce dei nuovi avvenimenti che hanno interessato il settore dopo lo scoppio della pandemia. A tal fine, utilizzando il software statistico STATA, si effettuano delle regressioni con effetti fissi ed effetti temporali ricorrendo ad un panel di dati relativi a 50 club europei esaminati per un periodo di otto stagioni.

CAPITOLO 1

La Corporate Governance

In origine le società di calcio operavano principalmente sotto forma di associazioni sportive senza scopo di lucro, non erano dotate di personalità giuridica e si basavano su fonti di finanziamento derivanti dall'apporto di beni e contributi da parte degli associati. Tuttavia, la sempre maggiore diffusione del calcio e l'aumento di interesse e di domanda che ne è conseguito, ha palesato come il solo apporto finanziario da parte degli associati non sarebbe stato più sufficiente a sostenere i costi crescenti. In conseguenza di ciò, le associazioni sportive preesistenti sono state sostituite dalle prime società sportive professionistiche costituite in forma di società di capitali. Il problema, come evidenziato da Katwala (2000), è che mentre gli attori, le motivazioni e gli introiti finanziari del settore sono cambiati, le strutture di governance degli organismi calcistici sono rimaste per gran parte intatte. Si osserva infatti come, nonostante i miglioramenti in alcune aree, gli standard di corporate governance nelle società di calcio sono ancora significativamente al di sotto di quelli delle compagnie quotate convenzionali, e vi è quindi un'impellente necessità di migliorarli. Recentemente, però, l'interesse per la gestione dell'industria del calcio secondo i principi di economicità è fortemente cresciuto e, di conseguenza, le discussioni relative alla corporate governance in tale contesto si sono intensificate significativamente, specie per quanto riguarda i campionati di calcio in Europa, a causa della severa crisi finanziaria che questi stanno attraversando.

La corporate governance delle società di calcio è però una questione più complessa di quella delle imprese convenzionali, perché deve essere esercitata sia a livello di campionati, dove le varie federazioni devono affrontare il fatto che la competizione rischia di diventare sempre più sbilanciata e che il gap tra piccoli e grandi club rischia di aumentare sempre di più; che a livello di singola compagnia, poiché l'ingresso di una quantità di denaro sempre maggiore implica che i manager delle società devono trovare i modi più efficienti ed efficaci per trasformare tali fondi in successo sul campo. L'industria del calcio è peculiare rispetto ai settori tradizionali, perché le società devono gestire gli investimenti cercando di bilanciare le necessità del business, ovvero quelle di realizzare profitti, con il desiderio di ottenere il successo sul campo. Mentre i benefici che le compagnie dei settori tradizionali offrono agli stakeholder sono principalmente tangibili, ossia dividendi, interessi e salari, i benefici che i club di calcio offrono agli stakeholder non sono puramente

economici, ma per la maggior parte sono intangibili ed emotivi. Un buon sistema di corporate governance è allora essenziale affinché i club siano gestiti in maniera efficace e possano sopravvivere alle difficili circostanze economiche che circondano il settore del calcio. La governance offre modi per bilanciare la performance sportiva e finanziaria delle società, al fine di evitare il rischio di una bancarotta sistematica e garantire una competizione sostenibile, fungendo al contempo da meccanismo di monitoraggio per ridurre il livello di debito che caratterizza la maggior parte dei club europei. Per soddisfare questa sfida, le società di calcio devono essere attrezzate con le migliori strutture di governance: come sostengono Michie e Oughton (2005), un sistema di governance fatto su misura per l'industria calcistica aiuterebbe le società a migliorare le loro strutture e a realizzare i due obiettivi, quello economico e quello sportivo, e avrebbe quindi come beneficiari tanto le società quanto i diversi gruppi di stakeholder.

Allo scopo di entrare nel merito del tema principale del lavoro di tesi, che si pone l'obiettivo di verificare come la governance e la struttura proprietaria delle società di calcio vadano ad impattare sulle loro prestazioni finanziarie e queste, a loro volta, sulle performance sportive, appare doveroso fare un'iniziale introduzione per chiarire cosa si intende per corporate governance.

1.1 Il concetto di corporate governance

Una definizione esaustiva e totalmente accettata del concetto di corporate governance non è stata ancora identificata, seppure si tratti di un tema molto discusso e utilizzato in differenti contesti. Il modo forse più naturale per introdurre il significato è racchiuso nella spiegazione di Adrian Cadbury: "il sistema attraverso il quale le compagnie sono gestite e controllate". Tra le principali definizioni del concetto troviamo innanzitutto quella di Shleifer e Vishny (1997), che stabiliscono che "la corporate governance ha a che fare con i modi in cui gli investitori delle imprese si assicurano un ritorno sui loro investimenti". Gli autori esplicitano la necessità di porre rimedio ai problemi derivanti da quella che è una delle questioni centrali, ossia la separazione tra proprietà e controllo di un'impresa, attraverso le norme e i principi dettati dalla corporate governance. Si sottolinea come la governance societaria potrebbe facilitare i proprietari nell'ottenere il ritorno finanziario desiderato utilizzando meccanismi di incentivo per i manager. Altra definizione importante è quella di Zingales (1997), il quale si collega alla tematica dei contratti incompleti. Egli evidenzia che, in un mondo in cui tutte le contingenze future possono essere contrattate *ex-ante* senza costi, non vi è la necessità della

governance; il mondo reale è tuttavia caratterizzato da incompletezza contrattuale, per cui la corporate governance è fondamentale e può essere definita come “l’insieme complesso dei vincoli che modella la negoziazione *ex-post* delle quasi-rendite generate da un’impresa”. Il contributo di questa definizione è quello di evidenziare la connessione tra il modo in cui le quasi-rendite sono distribuite e il modo in cui esse sono generate. Un sistema di governance ha effetti di efficienza sia *ex-ante*, attraverso il suo impatto sugli incentivi per gli azionisti nel fare investimenti specifici, sia *ex-post*, modificando le condizioni sotto le quali la negoziazione ha luogo. Inoltre, un adeguato sistema di governance influenza anche il livello e la distribuzione del rischio. La definizione più tecnica ed esplicativa è quella fornita dall’OCSE¹ (1999): “*Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined*”. Si pone in questo caso l’accento sulle relazioni tra gli attori che partecipano alla vita dell’impresa, e si specifica che la configurazione della corporate governance definisce i compiti dei membri della compagnia, fissa gli obiettivi dell’impresa e il modo di raggiungerli.

La corporate governance è in sostanza quell’insieme di norme, strumenti, relazioni, meccanismi e sistemi organizzativi messi in atto da una compagnia al fine di allineare gli interessi dei diversi attori che ruotano attorno alla società, distribuendo loro diritti e responsabilità, e per pervenire ad una gestione societaria che sia quella ottimale ed efficiente. Essa coinvolge l’insieme delle relazioni che vengono ad instaurarsi tra azionisti, consiglio di amministrazione e i vari livelli del management. Il fine ultimo del sistema di governance è quello di garantire un’allocazione del controllo che sia il più efficiente possibile, mantenendo un alto livello di fiducia tra gli stakeholder e garantendo una ripartizione equa del rischio e del beneficio economico. Per fare questo è importante innanzitutto che le società siano controllate da soggetti capaci e che esse abbiano facilmente accesso ai finanziamenti esterni. Risulta inoltre necessario che a coloro che hanno intenzione di offrire risorse economiche ad una società sia garantita una giusta remunerazione, proporzionata al risultato della società stessa. La competitività e l’efficienza di una

¹ L’OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico) è un’organizzazione internazionale tra Paesi con un’economia di mercato comune, che svolge il ruolo di assemblea consultiva per la risoluzione di problemi comuni, con l’obiettivo di promuovere politiche che favoriscano prosperità, uguaglianza, opportunità e benessere per tutti.

società dipendono strettamente dalla sua struttura di governance, che influenza ogni decisione strategica aziendale.

1.2 La separazione tra proprietà e controllo

L'elemento che accomuna, in modo più o meno esplicito, le diverse definizioni è il fatto che i principali problemi di corporate governance nascono dalla separazione tra proprietà e controllo, cioè dal conflitto di interessi tra investitori e manager. La questione della separazione è alla base del funzionamento del governo societario e dei mercati finanziari, nonché il principio base su cui si fondano le società per azioni. La separazione prevede che la proprietà e il controllo in una società non si sovrappongono ma, mentre la proprietà di fatto è nelle mani degli azionisti, ai manager è affidata la gestione dell'impresa, secondo una relazione principale-agente in cui i primi delegano il potere gestionale a questi ultimi. Le difficoltà che scaturiscono da tale separazione sono esacerbate dalle asimmetrie informative, che si manifestano attraverso l'informazione nascosta e l'azione nascosta, dal free-riding e dall'opportunismo tra gli investitori, che rendono difficile e costoso il monitoring.

Molti studi si sono concentrati su questo rapporto conflittuale tra management e azionisti, che scaturisce dal fatto che risulta complesso raggiungere la massimizzazione congiunta degli interessi e degli obiettivi perseguiti da tali attori. Già nel 1776, Adam Smith ha trattato questo problema nella sua opera "*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*": egli ha osservato che, se chi gestisce un'impresa e chi la possiede sono soggetti diversi, allora è probabile che i primi, amministrando denaro altrui, non mettano lo stesso impegno con il quale gestirebbero il proprio. L'affermazione risulta valida ancora oggi, ed è evidente soprattutto nelle società che presentano un azionariato diffuso. Tale convinzione è stata ulteriormente sottolineata dal lavoro di Berle e Means² (1932), i quali hanno evidenziato che, quando un'impresa presenta una struttura proprietaria molto frammentata, in cui nessun azionista ha una quota significativa, risulta molto difficile per la proprietà verificare l'operato dei manager. Nel 1976, Michael Jensen e William Meckling hanno teorizzato tale criticità nella cosiddetta "teoria dell'agenzia". I principali ostacoli individuati che non permettono di realizzare un controllo efficace da parte della proprietà sono tre: le asimmetrie informative sui progetti; la non verificabilità dell'operato dei manager da parte degli azionisti, che incentiva il management a nascondere alcune delle sue azioni al fine di

² Nel trattato "*The modern corporation and private property*" del 1932.

massimizzare i benefici privati; e il free-riding, che determina un basso incentivo per il singolo azionista nel monitorare l'operato dell'agente, perché ne sosterebbe interamente i costi senza però ricavarne l'intero beneficio. Secondo la teoria dell'agenzia, la separazione di proprietà e controllo può quindi spingere i manager a esercitare azioni di interesse personale. Sotto tali circostanze, al fine di proteggere gli interessi degli stakeholder e i diritti degli azionisti, il principale è costretto a monitorare il comportamento dei manager e a sostenere i cosiddetti "costi di agenzia", che possono andare a ridurre il valore dell'impresa. Queste spese sono correlate positivamente con la struttura azionaria: maggiore è la dispersione, più elevati saranno i costi.

Solitamente si distinguono due principali modelli di corporate governance: lo *shareholder model*, che enfatizza la relazione tra azionisti e manager, e lo *stakeholder model*, che tiene conto dei diversi stakeholder dell'impresa. Il concetto di stakeholder e lo sviluppo dello stakeholder model sono collegati al lavoro di Freeman del 1984 "*Strategic Management: A Stakeholder Approach*", in cui si definisce stakeholder "qualsiasi gruppo o individuo che può influenzare o essere influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell'organizzazione". Clarkson (1994) asserisce che uno stakeholder ha dei diritti di proprietà o degli interessi in una compagnia e nelle sue attività passate, presenti e future, perché ha messo a rischio qualcosa nella sua relazione con l'impresa; egli introduce anche una distinzione tra stakeholder primari e stakeholder secondari. Gli stakeholder primari sono quelli la cui continua partecipazione è necessaria per la sopravvivenza dell'impresa: azionisti e investitori, dipendenti, clienti, fornitori, autorità pubbliche. Gli stakeholder secondari, invece, influenzano o sono influenzati dall'impresa ma non eseguono alcuna transazione con essa e non sono necessari per la sua sopravvivenza. Ciascuno stakeholder, qualunque sia l'importanza della propria quota, è parte della rete di contratti impliciti ed espliciti che forma con l'impresa. Un buon sistema di governance è allora quello in cui i manager prendono in considerazione gli interessi dei diversi gruppi di stakeholder e cercano di ottimizzare il valore per loro, tenendo conto sia dei benefici economici che di quelli sociali. Le società di calcio, ad esempio, sono parte di un ecosistema costituito da diversi stakeholder, che giocano un ruolo vitale nello sviluppo e nell'affermazione dello sport, e i club hanno il compito di identificarli per comprendere come migliorare i benefici economici e sociali che offrono loro. I sistemi di governance devono anche essere capaci di risolvere la crisi causata dall'uscita di alcuni stakeholder, uscita che solitamente priva l'impresa di alcune

risorse essenziali. L'obiettivo è quello di trovare degli strumenti di governance che assicurino la sopravvivenza dell'impresa al costo più basso.

1.3 I meccanismi di corporate governance

Per essere efficace, un sistema di governance deve poggiare su due strumenti fondamentali, che sono i meccanismi di governance interni e i meccanismi di governance esterni. L'obiettivo principale dei meccanismi di corporate governance è quello di limitare e cercare di risolvere i problemi e i conflitti che scaturiscono dalla separazione tra proprietà e controllo, da un lato creando incentivi a comportarsi in maniera opportuna, dall'altro fissando regole e linee guida. Il fine ultimo rimane quello di accrescere il valore dell'impresa e tutelare gli azionisti dalle difficoltà derivanti dall'asimmetria informativa.

Tra i meccanismi esterni vi è innanzitutto la scalata, o *take-over*, la cui efficacia dipende da elementi che influenzano la contendibilità del controllo dell'impresa, quali il *Market for Corporate Control*, la struttura dei diritti di voto e la presenza di *large shareholders*. La scalata è un meccanismo dispendioso perché presenta costi connessi alla raccolta di fondi, costi legali, costi per la riorganizzazione dopo l'acquisizione, e premi. Un'alternativa alla scalata vera e propria è la cosiddetta *proxy fight*³. Altro meccanismo esterno è la pressione competitiva sul mercato dei beni, in quanto la concorrenza riduce lo spreco e la diversione della liquidità e del valore verso benefici privati. C'è poi la competizione sul mercato dei manager, che consente di rimpiazzare velocemente i manager incapaci. Tale competizione, però, esiste solo se la remunerazione è correlata alla capacità del manager, valutata attraverso la performance dell'impresa, e permette di scegliere e trattenere i manager migliori; anche la reputazione dei manager ha un ruolo importante. Infine, un ultimo meccanismo esterno è rappresentato dal contesto istituzionale, il quale comprende diversi aspetti quali: il sistema legale adottato, che determina la protezione dei diritti di proprietà, degli azionisti e dei creditori; il diritto di impresa; l'efficacia e la rapidità del sistema giuridico; i codici di autodisciplina⁴; le associazioni professionali.

³ La *proxy fight*, o guerra delle deleghe, è un meccanismo che prevede che lo "scalatore" si faccia assegnare la delega di voto dai piccoli azionisti promettendo di valorizzare l'impresa, al fine di imporre un nuovo management che non si opponga al take-over. In tal modo lo scalatore, che solitamente possiede già una quota significativa dell'impresa, evita di pagare il premio di controllo.

⁴ In Italia il codice di autodisciplina adottato è il "Codice Preda"; nel Regno Unito si usa come riferimento il "Cadbury Report".

I meccanismi interni di corporate governance sono invece endogeni e manovrabili dall'impresa stessa, anche se presentano alcune caratteristiche intrinseche che non possono essere modificate. Tra tali meccanismi abbiamo innanzitutto il consiglio di amministrazione, che è l'organo rappresentativo della democrazia degli azionisti e funge da braccio legislativo del governo dell'impresa. Esso si occupa di nominare e revocare i manager e di controllarne l'operato. La composizione del consiglio di amministrazione può essere rappresentativa del livello di disciplina dell'impresa ed ha un'importanza sempre maggiore per la corporate governance. Il responsabile della gestione, cioè il CEO, o l'azionista di controllo possono anche ricoprire il ruolo di presidente del CdA: se vi è questa dualità, si ha una forte concentrazione del controllo, perché si possono influenzare le decisioni dell'assemblea. Altra caratteristica che incide sui risultati dell'impresa è la dimensione del consiglio, che influenza l'efficienza e la velocità delle scelte: un consiglio di amministrazione grande può garantire un ottimo monitoring, ma può anche accentuare il problema del free-riding. La questione della dimensione del consiglio è stata considerata da numerosi studi empirici come un meccanismo di monitoring significativo che influenza la qualità delle informazioni contabili pubblicate e che impatta sulla struttura di capitale dell'impresa. Nel complesso, i risultati sono piuttosto vaghi, con alcuni studiosi che sostengono che consigli più grandi effettuano un controllo più completo delle decisioni dei manager, infondono maggiore fiducia negli investitori, forniscono un pool di expertise più grande e l'accesso ad una più ampia gamma di contratti; al contrario, ci sono studi che sostengono che i board più piccoli sono più efficienti perché hanno un livello maggiore di coordinamento dei membri, una maggiore efficienza comunicativa, un'incidenza inferiore di problemi di free-riding e determinano un minore indebitamento.

Nel caso delle organizzazioni sportive, la questione della struttura del consiglio di amministrazione è una determinante significativa della loro strategia e gli studi (Heinemann e Puig, 1996) dimostrano che consigli più grandi includono un range più ampio di professionisti con diverse conoscenze e connessioni con la comunità locale, che possono consentire di raccogliere maggiori risorse finanziarie dai diversi stakeholder. Si osserva inoltre che in questo settore una dimensione del board maggiore è associata a livelli di indebitamento inferiori.

Teoricamente, anche gli amministratori indipendenti sono uno strumento di monitoring e pressione sul management, in difesa degli interessi dell'impresa e degli azionisti di minoranza. Nella pratica, tuttavia, l'incarico degli amministratori indipendenti risulta meno indipendente di quanto richiesto dai codici di

autodisciplina e anzi essi sono spesso catturabili dal manager, con il quale instaurano un rapporto di complicità che può impedire loro di svolgere in maniera adeguata la loro mansione. Altro meccanismo interno riguarda la retribuzione dei manager, che secondo la teoria degli incentivi e quella dell'agenzia dovrebbe essere collegata ai risultati, secondo il meccanismo detto *pay-for-performance*. Le evidenze mostrano tuttavia che la relazione tra paga e performance è debole, anche per la possibilità di camuffare i contratti: i manager trovano delle scappatoie e la loro paga aumenta anche quando i risultati non sono buoni. Inoltre, si osserva un forte correlazione positiva tra la remunerazione e la dimensione della compagnia. Anche la struttura proprietaria rappresenta un meccanismo interno di corporate governance. I *large shareholders*, cioè gli azionisti che detengono una quota di partecipazione societaria piuttosto grande, possono avere una funzione positiva, perché tale quota di proprietà garantisce loro gli incentivi corretti per la massimizzazione del profitto; d'altra parte, può ridursi la contendibilità del controllo. Molto importanti sono anche gli investitori istituzionali, quali fondi di investimento, assicurazioni e banche, i quali hanno gli incentivi corretti per esercitare il monitoring e facilitano le scalate. Negli ultimi anni si sono fatti strada hedge funds e fondi di private equity, che sono investitori attivi molto aggressivi e svolgono un ruolo di disciplina sul management. A tal proposito, un esempio evidente della loro presenza nell'industria del calcio riguarda club quali l'AC Milan e l'Atletico Madrid. Infine, un ultimo ma importante meccanismo interno di corporate governance con una funzione disciplinante è il debito. Esso migliora i conflitti tra insider e outsider e comporta l'obbligo di rimborso, la minaccia di fallimento o di scalata, e limita la discrezionalità manageriale. Inoltre, spinge i manager a comportarsi in maniera efficiente e a non indulgere in benefici non monetari.

Spostando l'attenzione dalle imprese più tradizionali alle organizzazioni sportive professionistiche, il problema diventa più severo poiché è difficile stabilire una gerarchia tra gli obiettivi finanziari delle società e le performance sportive. Le società di calcio potrebbero avere approcci diversi alla pianificazione strategica, considerando come loro principale obiettivo la competitività sportiva piuttosto che la massimizzazione del valore. Per tali organizzazioni le considerazioni finanziarie hanno comunque una certa priorità e possono determinare i risultati sportivi. Lo studio di Dimitropoulos (2011) sull'impatto della corporate governance nell'industria del calcio dimostra che forti meccanismi di corporate governance, come una dimensione del board maggiore, la sua indipendenza e la separazione tra il presidente del CdA e il ruolo di CEO, possono determinare una riduzione del

livello di indebitamento e un miglioramento della struttura di capitale dei club, riducendo così il rischio di instabilità finanziaria delle società calcistiche. Ciò può impattare positivamente sul mercato finanziario, dato che la maggior parte delle compagnie calcistiche non sono quotate in borsa e l'unica fonte di finanziamento è il settore bancario, che richiede dimostrazioni di solvibilità. L'impatto è positivo anche sui risultati economici e sul rendimento delle società di calcio. Inoltre, il livello di *ownership* manageriale e istituzionale contribuisce positivamente al livello di indebitamento, suggerendo che l'incremento della dispersione della proprietà può contribuire in modo significativo al miglioramento della struttura di capitale dei club. L'analisi prova quindi che il settore calcistico potrebbe essere avvantaggiato dall'incorporazione di solidi principi di governance nella struttura di un club, poiché questi possono contribuire al miglioramento dello stato finanziario e alla sopravvivenza, possono proteggere gli interessi degli azionisti e dei vari stakeholder ed evitare l'espropriazione della ricchezza da parte dei manager.

CAPITOLO 2

Struttura proprietaria e struttura finanziaria di impresa

L'estensione del concetto di corporate governance e i suoi vari livelli di analisi rendono difficile identificarne precisamente il campo di azione. Per tale ragione, la letteratura ha cercato di individuare alcune variabili comuni che permettessero di specificare dei modelli da utilizzare come paradigmi per i vari ambiti societari. L'assetto proprietario, inteso come la distribuzione dei diritti di proprietà tra i diversi soggetti che partecipano alla vita aziendale, è una variabile di impresa particolarmente complessa. Dalla distribuzione della proprietà discendono i diritti e i doveri al governo dell'impresa e, conseguentemente, la facoltà di godere dei suoi risultati.

Allo scopo di introdurre i concetti connessi alla teoria della struttura proprietaria che saranno contestualizzati nel proseguo del lavoro per evidenziare come si differenziano le società di calcio professionistiche da quelle che sono le società più convenzionali, si analizzano le teorie relative ai diritti di proprietà, ai rapporti di agenzia e alla struttura finanziaria. Il capitolo si concentra sulle problematiche che portano alla determinazione della struttura proprietaria dell'impresa, quali la separazione tra proprietà e controllo, l'individuazione della struttura di capitale ottima, la relazione tra *managerial ownership* e performance societaria. Per capire i fattori che conducono allo sviluppo di tali teorie ci si focalizza in particolare sul lavoro di Jensen e Meckling (1976), che per primi cercano di superare le tradizionali teorie sulla massimizzazione del profitto, indagando i problemi e le relazioni che dipendono dalla scelta di una fonte di finanziamento per l'organizzazione piuttosto che di un'altra. Tale modello spiega perché un imprenditore raggiunge l'efficienza pur non massimizzando il valore dell'impresa, perché sceglie un complesso di attività tali da ridurre il valore della compagnia rispetto al caso in cui fosse un imprenditore individuale e perché può decidere di ricorrere al debito come fonte di finanziamento esterna.

2.1 Teorie della struttura proprietaria e finanziaria d'impresa

Fino alla seconda metà del novecento la visione di impresa dominante era quella stabilita dalla teoria dell'impresa, la quale la considerava come una scatola nera, ovvero come un sistema di cui non è possibile osservare il funzionamento interno, ma che è descrivibile solamente per quelli che sono i suoi *output* in conseguenza

degli *input* di cui dispone. Secondo la teoria, l'obiettivo dell'impresa era unicamente quello di massimizzare i propri profitti e, di conseguenza, il proprio valore. Nel corso del tempo, tuttavia, tale teoria appariva sempre meno adeguata a spiegare il funzionamento complessivo dell'impresa e il comportamento dei manager, e trascurava un tema che risultava sempre più significativo, quello della separazione tra proprietà e controllo. Tali questioni hanno portato allo sviluppo di diverse teorie, con lo scopo di prendere il posto dell'ormai inadeguata teoria dell'impresa.

La discussione sulla titolarità dell'impresa suggerisce che i conflitti di interesse e i problemi insiti nel contratto di agenzia tra proprietari e manager possono avere implicazioni importanti per la creazione dei profitti, determinando i cosiddetti problemi di agenzia. Se i titolari del controllo e i proprietari del capitale non coincidono, vuol dire che alla massimizzazione del valore dell'impresa concorreranno due soggetti differenti, i manager e gli azionisti. Non sempre gli interessi di questi attori sono allineati in modo ottimale per andare a beneficio della società. È intuitivo ipotizzare che i primi porranno in essere delle azioni finalizzate a ridurre, entro i limiti della sicurezza della loro posizione, l'ammontare dei profitti destinati ai secondi e a trarre dalla gestione operativa dell'impresa i massimi benefici, siano essi monetari o non monetari: secondo il modello sviluppato da Marris (1964), l'obiettivo degli azionisti è quello di massimizzare i profitti, e quindi i dividendi, mentre l'obiettivo dei manager è quello di far crescere l'impresa, così da incrementare i diversi benefici non monetari, tra cui il prestigio e il potere. La massimizzazione del profitto e la massimizzazione della crescita dell'impresa non risultano essere obiettivi completamente compatibili, ed è quindi necessario trovare un equilibrio tra loro. È inoltre naturale pensare che, nel momento in cui la struttura proprietaria sia caratterizzata dalla compresenza di un azionista di maggioranza con funzioni manageriali e azionisti di minoranza lontani dalla gestione e dalle decisioni aziendali, il potenziale conflitto si estenda anche ai rapporti tra gli azionisti stessi. Queste circostanze, comuni nella maggior parte delle imprese moderne, sono all'origine del problema della corporate governance.

L'analisi delle tipologie di struttura proprietaria e di controllo nelle imprese è un argomento su cui si è focalizzata l'attenzione di molti studiosi. Il punto di partenza è stato lo studio di Berle e Means (1932) sulla proprietà e il controllo nelle società. In esso i due autori rilevano che, nella maggior parte delle compagnie, l'azionista più grande possiede una quota di capitale relativamente bassa, essendo questo notevolmente frammentato, per cui non vi è una reale possibilità che egli possa esercitare un controllo attivo ed efficace sul management. Gli studi di Grossman e Hart (1986) e di Hart e Moore (1990), concepiscono invece

il controllo e la proprietà in maniera integrata, piuttosto che separare i due concetti. La proprietà, infatti, conferisce a chi la detiene un diritto residuale, attraverso il quale è possibile prendere decisioni e controllare l'impresa in tutte quelle situazioni che non sono regolate contrattualmente. Ciò è legato al fatto che i contratti sono sempre incompleti, in quanto è impossibile per i contraenti conoscere *ex-ante* tutte le possibili contingenze che potrebbero verificarsi.

Gli studiosi hanno individuato due macro-modelli di corporate governance, definiti come *Insider system of corporate governance* e *Outsider system of corporate governance*. Il sistema outsider coincide con quello teorizzato da Berle e Means, in cui la proprietà risulta essere altamente frammentata tra numerosi investitori esterni e quindi è particolarmente difficile per un singolo azionista riuscire ad influenzare la gestione della società. Nessun azionista è infatti in possesso di una quantità significativa di azioni, il che determina una netta separazione tra proprietà e controllo e gli azionisti esercitano i loro diritti in maniera indiretta, partecipando ai meeting generali ed eleggendo i membri del board. Tale modello è tipico dei sistemi economici anglosassoni in cui trae origine la grande impresa manageriale, in particolare gli Stati Uniti e il Regno Unito: in tali sistemi vi è un'alta presenza di manager professionisti delegati alla gestione, i mercati finanziari sono molto sviluppati ed efficacemente regolati, il volume degli scambi azionari è elevato, i meccanismi che presiedono alla formazione dei prezzi dei titoli sono trasparenti, gli investitori istituzionali che partecipano al mercato sono grandi e numerosi. Il problema fondamentale della corporate governance è in questo caso quello di alleviare il conflitto di interessi tra i piccoli azionisti dispersi e i potenti manager di controllo.

Nei paesi di Asia ed Europa continentale, invece, si riscontrano delle tipologie di struttura proprietaria diverse dall'archetipo descritto da Berle e Means, che rappresentano il cosiddetto modello insider. Esso è caratterizzato da una *ownership* altamente concentrata, cioè dalla presenza di azionisti dominanti, possessori della maggioranza del capitale o di una minoranza qualificata, che consente loro di essere titolari anche del controllo e di svolgere le principali funzioni manageriali dell'impresa. Si osserva inoltre una forte ingerenza del sistema bancario, i mercati dei capitali sono fortemente illiquidi e vi è una scarsa rilevanza di investitori istituzionali. Il problema fondamentale della corporate governance nell'Europa continentale è allora diverso: poche società sono quotate e la maggior parte di esse ha un livello di concentrazione della proprietà molto elevato. In tale sistema, come osservano Franks e Mayer (1995), la proprietà e i *voting blocks* sono generalmente detenuti da un individuo o da una famiglia, che si comporta da

azionista dominante ed esercita il controllo senza possedere necessariamente la maggioranza dei diritti sul flusso di cassa ma utilizzando una struttura proprietaria piramidale oppure attraverso l'emissione di titoli azionari con differente diritto di voto, cioè la cosiddetta struttura *dual class shares*.

I fondatori delle imprese e le loro famiglie esercitano spesso un potere straordinario sulla compagnia, anche quando possiedono solamente una minoranza delle quote di partecipazione, adottando la struttura *dual class shares*. Tale struttura, che consiste nell'emettere una classe di azioni con diritto di voto (o diritto di voto multiplo), e un'altra classe di azioni senza diritto di voto (o con diritto di voto singolo), è progettata per assicurare agli investitori che un gruppo noto di manager controllerà la compagnia indefinitamente. Ciò rende più difficile per gli investitori esterni scalare o influenzare la compagnia, e rende più facile per il management mantenere un controllo significativo sulle decisioni e sul destino della società. Alcune delle più famose compagnie nord-americane, specie le big media companies come la New York Times Company, utilizzano la struttura *dual class shares*. La famiglia Ford, ad esempio, pur detenendo solamente il 3.75% delle quote azionarie e non essendo quindi la reale proprietaria della compagnia, continua a mantenere il controllo dopo aver convertito le quote della famiglia in una speciale classe di azioni che le garantisce il 40% dei diritti di voto. Gli investitori pagano meno per le azioni di una compagnia che ha una struttura *dual class shares* rispetto alle azioni di una compagnia identica che assegna un voto a ciascuna azione. Questo perché i loro diritti sono più deboli in un'impresa di questo tipo, dato che non possono cacciare la famiglia.

Altro meccanismo frequentemente utilizzato, specialmente dagli imprenditori italiani, è la piramide di controllo, che permette di ottenere lo stesso risultato della struttura *dual class*. Si tratta di una struttura organizzativa nella quale l'azionista dominante esercita il controllo di una compagnia attraverso la proprietà di almeno una società quotata: una società A possiede azioni della società B, che a sua volta le possiede della C e così via. La compagnia al vertice della cascata, che ha il controllo, è solitamente privata. Gli azionisti di controllo di questa impresa hanno abbastanza voti per assicurarsi una maggioranza assoluta, o comunque una maggioranza di fatto, nelle assemblee ad ogni livello della cascata. Il sistema piramidale permette quindi ad una famiglia di controllare molte imprese, il cui valore aggregato è superiore alla ricchezza investita nelle azioni che le conferiscono i diritti di proprietà. La piramide è uno strumento che mette al sicuro i diritti di controllo dell'azionista dominante, perché lo protegge dai tentativi di scalata. Inoltre la struttura permette il *tunnelling*, ossia il trasferimento di valore dalle imprese alla

base della piramide, in cui gli azionisti di controllo detengono una piccola quota dei diritti sui flussi di cassa, alle imprese all'apice della piramide dove gli azionisti dominanti possiedono una grande frazione dei diritti di proprietà, tramite transazioni intra-gruppo che espropriano gli azionisti di minoranza. Questo è il meccanismo che la famiglia Agnelli utilizzava per controllare, attraverso una singola holding company chiamata "Dicembre", il Fiat Group, così come controlla ancora altre società di famiglia come la Juventus FC. In media, si osserva che le imprese sotto il controllo di una famiglia sono gestite meglio rispetto a quelle in possesso di un azionariato disperso. Sia per le compagnie statunitensi che per quelle europee le evidenze empiriche hanno individuato una *Q di Tobin*⁵ più alta per le imprese a controllo familiare rispetto alle compagnie *widely held*; altri studi hanno trovato per queste imprese un ROA più alto (Khanna e Rivkin, 2001). Il controllo familiare aiuta a proteggere l'interesse degli azionisti contro gli abusi dei manager, poiché il proprietario e il manager sono di solito la stessa persona. Inoltre, è probabile che la famiglia controllante impieghi più capitale umano per l'impresa e si preoccupi maggiormente del valore di lungo termine. Tuttavia, anche le famiglie possono abusare del loro potere e utilizzare le risorse aziendali a proprio vantaggio. Quando ciò accade in un'impresa a controllo familiare le cose sono anche peggiori rispetto ad una compagnia a controllo disperso, perché la famiglia controllante non può essere estromessa attraverso una scalata ostile o sostituita dal consiglio di amministrazione.

La struttura piramidale e gli altri strumenti utilizzati per mantenere il controllo di fatto di una compagnia, con una ricchezza investita ben inferiore al valore complessivo degli asset controllati, da un lato consentono al fondatore-manager di continuare ad esercitare direttamente la sua influenza sulla gestione dell'impresa, dall'altro mettono in atto quella separazione tra proprietà e controllo che Berle e Means avevano riscontrato nelle grandi corporations americane. Il conflitto di interessi tipico delle *widely held companies*, tra manager e azionisti, si trasforma allora in un conflitto tra azionisti di maggioranza interni e azionisti di minoranza esterni. Questo tipo di conflitto è ancora più complesso da risolvere e i meccanismi disciplinanti sono spesso armi spuntate.

Evidentemente, all'interno della discussione sulla struttura proprietaria d'impresa si inserisce strettamente anche la discussione relativa alla struttura finanziaria, che

⁵ La *Q di Tobin* è il rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il valore di rimpiazzo dei suoi asset. Una *Q di Tobin* più elevata suggerisce che gli asset sono utilizzati in maniera efficiente, cioè valgono più all'interno dell'impresa che per utilizzi alternativi.

identifica la combinazione esistente tra capitale di debito e capitale di rischio all'interno di una compagnia. Nel tempo sono state proposte differenti teorie con l'intento di verificare se esiste una struttura finanziaria ottimale, ossia un mix ottimale di capitale proprio e di terzi che permette di massimizzare il valore dell'impresa e, eventualmente, quali sono i fattori critici necessari all'ottenimento di questa particolare combinazione di fonti. La letteratura economica non è ancora giunta ad una soluzione per la questione e ogni considerazione relativa alla struttura finanziaria richiede un'analisi specifica dell'impresa stessa.

La prima teoria relativa alla struttura finanziaria dell'impresa è quella di Modigliani e Miller del 1958. I due autori, supponendo una situazione in cui i mercati dei capitali sono perfetti e sotto ipotesi piuttosto restrittive, tra cui la neutralità fiscale e l'assenza di costi di bancarotta, dimostrano che il valore dell'impresa è determinato da un unico fattore, che è la rischiosità delle sue attività, e non dipende invece dalla combinazione delle fonti di finanziamento di tali attività: il valore è lo stesso sia che l'impresa sia indebitata, sia che si tratti di un'impresa *all-equity*, e nemmeno il costo del capitale è influenzato dalla struttura finanziaria dell'impresa. Il teorema arriva alla conclusione che è indifferente finanziare gli investimenti con fonti interne o fonti esterne e sancisce la separabilità tra le decisioni finanziarie e le decisioni di investimento, le quali non dipendono dalle prime e possono essere prese liberamente qualunque sia la struttura finanziaria. Il corollario del teorema è che, in un mercato perfetto, non vi è differenza di costo nel finanziarsi tramite fondi propri, debito o emissione di azioni. In definitiva, sotto le assunzioni di neutralità fiscale e assenza di costi di bancarotta, non esiste una struttura finanziaria ottima perché essa non influenza il valore dell'impresa.

L'ipotesi più restrittiva nella forma originaria del teorema è la neutralità fiscale. L'imposizione fiscale ha infatti un ruolo fondamentale sulle caratteristiche delle fonti finanziarie, poiché modifica il costo effettivo per l'impresa dei diversi strumenti finanziari. Ancora Modigliani e Miller hanno allora studiato l'effetto della tassazione sulle scelte finanziarie, mantenendo immutate le altre ipotesi di base. Rilassando l'ipotesi di neutralità fiscale, si osserva che gli interessi passivi sul debito riducono il reddito imponibile e agiscono come scudo fiscale, facendo diminuire le tasse che l'impresa deve pagare. La riduzione delle tasse aumenta il flusso di cassa dell'impresa e il suo valore cresce allora del valore attuale dello scudo fiscale annuale. Il modello stabilisce quindi che in presenza di tasse il valore dell'impresa indebitata cresce, ed è maggiore del valore dell'impresa non indebitata; inoltre, il costo totale del capitale dell'impresa non è più costante e indipendente dalla struttura di capitale, ma si riduce al crescere del rapporto di indebitamento.

Allora, la seconda versione del modello di Modigliani e Miller (1963), rilassando l'ipotesi relativa alla neutralità fiscale, stabilisce che per aumentare il valore dell'impresa e per diminuire il costo del capitale basta aumentare l'indebitamento, cioè la struttura di capitale ottima è quella in cui la quota di indebitamento è massima.

La constatazione che esiste una tipologia di costi fino ad allora non considerata e connessa al debito che compone la struttura finanziaria dell'impresa, determina l'affermarsi della cosiddetta *trade-off theory*, in sostituzione alle teorie fino ad allora sviluppate da Modigliani e Miller. Questa considerazione porta al rilassamento dell'assunzione relativa all'assenza dei costi di bancarotta, costi che possono portare l'impresa ad una situazione di stress finanziario e ad un eventuale fallimento. Aumentare il debito permette da un lato di aumentare il beneficio fiscale, ma al contempo porta ad un aumento della probabilità di bancarotta e quindi dei costi di bancarotta attesi, che fanno da contrappeso alla tendenza ad indebitarsi e possono arrivare a coprire i vantaggi dello scudo fiscale. Si arriva ad un punto di equilibrio in cui il valore aggiuntivo dello scudo fiscale sugli interessi è compensato dall'aumento nel costo di bancarotta atteso: a questo punto, se si continua ad aggiungere debito, il valore dell'impresa comincia a diminuire e il costo del capitale inizia ad aumentare. I costi di bancarotta non sono dei costi teorici, ma sono costi che si ripercuotono effettivamente sui risultati dell'impresa. Essi sono suddivisi in costi diretti, quali le spese legali e amministrative connesse alla procedura concorsuale; e costi indiretti, causati da problemi organizzativi e gestionali derivanti da comportamenti opportunistici degli stakeholder. In sostanza, nel determinare il livello di indebitamento, un'impresa deve considerare il trade-off tra il beneficio fiscale del debito e la necessità di minimizzare i costi di bancarotta, per arrivare al punto di massimo valore dell'impresa che è il valore target che ogni compagnia vorrebbe raggiungere. La figura 2.1 mostra che la miglior scelta possibile per il trade-off tra il vantaggio derivante dallo scudo fiscale sugli oneri e i costi legati allo stress finanziario identifica quello che è il rapporto di indebitamento ottimale per l'impresa. In definitiva, considerando sia la tassazione che i costi di bancarotta, la struttura finanziaria ottima di un'impresa è costituita in parte da debito e in parte da equity e corrisponde al punto in cui il beneficio derivante da un euro in più di indebitamento è esattamente compensato dall'aumento del costo di bancarotta. Il punto di forza della *trade-off theory* è che mette in luce il fatto che il rapporto di indebitamento ottimale può differire da impresa a impresa e ciò spiega anche la differenza esistente nei diversi settori tra le strutture finanziarie adottate.

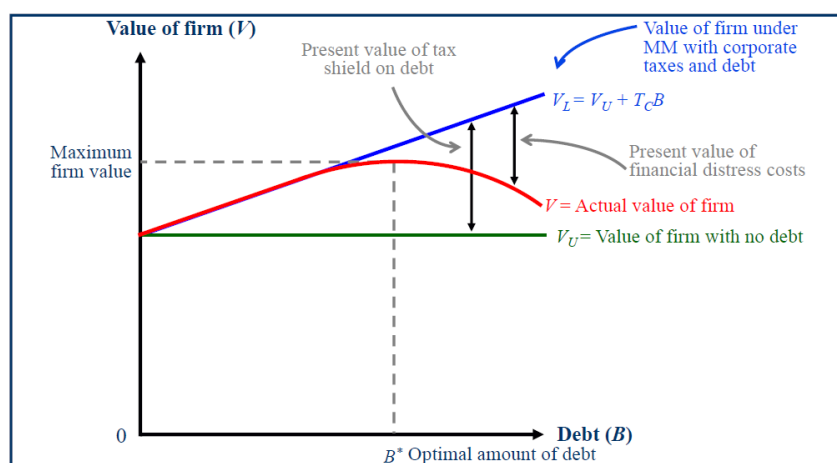


Figura 2.1 – Valore dell'impresa secondo la trade-off theory

L'industria del calcio è un settore economico unico e diverso dai settori più convenzionali, nel quale alcune delle assunzioni della teoria di Modigliani e Miller possono considerarsi valide: anche se esso presenta cospicue asimmetrie informative, le società hanno un'elevata capitalizzazione e molti club appartengono alla stessa classe di rischio (Andreff, 2006). Ma la caratteristica più significativa delle società di calcio, che al contempo soddisfa la principale assunzione della teoria di Modigliani-Miller, è "l'assenza" di costi di bancarotta. Tali compagnie, infatti, hanno un tasso di sopravvivenza significativo, nonostante la maggior parte di esse operi sull'orlo del *financial distress*. Per tali ragioni, la struttura finanziaria delle società calcistiche è vicina a quanto teorizzato da Modigliani e Miller.

Nel dibattito relativo alla struttura proprietaria e finanziaria di impresa si inseriscono poi i due studiosi americani Michael Jensen e William Meckling che, nel loro lavoro *"Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure"* (1976) sviluppano una teoria che spiega come la struttura proprietaria e finanziaria dell'impresa sia determinata dai costi di agenzia del capitale di rischio e del debito. Lo studio abbandona l'ipotesi relativa ad un mercato dei capitali perfetto e si sofferma sull'asimmetria informativa, concludendo che differenti strutture finanziarie influenzano diversamente gli incentivi avvertiti dai manager e quindi la profittabilità attesa e il valore dell'impresa. Il modello considera separatamente gli effetti di due tipi di costo di agenzia: il costo di agenzia del capitale di rischio, capitale che è detenuto da azionisti estranei alla gestione (*outside equity*), e il costo di agenzia derivante dal finanziamento a titolo di debito. Il modello di Jensen e Meckling si pone come obiettivo quello di minimizzare i costi di agenzia e l'inefficienza, così da massimizzare il valore dell'impresa. I due autori considerano un imprenditore neutrale al rischio che ha un

progetto di crescita e vuole massimizzare la sua utilità. L'utilità dell'imprenditore è un mix tra quelli che sono i benefici monetari derivanti dal reddito residuo di impresa, ovvero profitto e dividendi, e i benefici non monetari, che riguardano il potere e il prestigio dell'imprenditore stesso e che pesano sui profitti dell'impresa. Nel lavoro è posto al centro il tema dei diritti di proprietà, rifacendosi a quelli che erano stati i lavori di Coase (1960) e di Alchian e Demsetz (1972). L'impresa è definita come un insieme di contratti espliciti o impliciti, i quali delineano il rapporto tra gli attori coinvolti nel processo decisionale dell'organizzazione e ne guidano il comportamento. Il problema è che i contratti non riescono a prevedere ogni possibile contingenza e ciò fa sì che il compito di assumere quelle decisioni non espressamente contrattualizzate sia in capo ai manager: è appunto l'incompletezza dei contratti che genera quelli che sono i diritti residuali di controllo. Ne consegue allora l'esigenza di trovare dei meccanismi di incentivazione e monitoraggio che siano in grado di allineare gli interessi di azionisti e manager. Sono queste le premesse di base che portano alla formulazione della cosiddetta "teoria dell'agenzia" da parte di Jensen e Meckling. In base a tale teoria, il problema dell'impresa diventa quello di gestire un "rapporto di agenzia" che sorge quando, a seguito di un contratto, un soggetto definito principale delega un altro attore, detto agente, a svolgere al posto suo un certo compito, trasferendogli a tale scopo il potere decisionale necessario. Il contratto tra principale e agente presenta tuttavia alcuni rischi, dovuti al comportamento opportunistico delle controparti, ciascuna delle quali tende a massimizzare la propria utilità. In particolare, l'agente può mettere in atto due tipi di comportamento opportunistico: la selezione avversa, dovuta al fatto che egli fornisce *ex-ante* al principale informazioni false o incomplete sulle proprie competenze al fine di essere assunto; e il rischio morale, in base al quale egli, una volta assunto, si comporta in modo scorretto sfruttando l'informazione asimmetrica e l'incompletezza contrattuale.

La teoria dell'agenzia sostiene che è essenzialmente impossibile che l'agente operi nel totale interesse del principale, e che quindi il suo opportunismo non può essere eliminato; è questo che determina quelli che sono i cosiddetti costi di agenzia. In particolare, man mano che la frazione di equity detenuta dal manager diminuisce, egli ha l'incentivo ad appropriarsi di una quantità maggiore delle risorse della società sotto forma di benefici non monetari e di esercitare meno del massimo sforzo per creare valore per gli azionisti: è questo il modo in cui egli massimizza la propria utilità. Il principale può moderare questa divergenza di interessi sostenendo i costi di agenzia, così da ridurre l'asimmetria informativa e verificare il comportamento dell'agente. I costi di agenzia comprendono innanzitutto le spese sostenute dal

principale per il *monitoring*, cioè per quelle attività che consentono di verificare lo stato di salute dell'impresa e di contenere il comportamento opportunistico del manager, quali controlli e revisioni formali, contratti di incentivazione, istituzione di vincoli di bilancio. In secondo luogo, vi sono le spese di *bonding* dell'agente, ovvero i costi connessi a tutte quelle azioni messe in atto dal manager volte a convincere e assicurare gli azionisti della bontà del suo operato. Infine, il terzo elemento dei costi di agenzia riguarda la perdita residua, ossia la riduzione del benessere degli azionisti causata dal disallineamento di interessi con il management, che si presenta nonostante le attività di monitoring e di bonding. Si tratta sostanzialmente di un costo opportunità inevitabile, calcolato come differenza tra il risultato effettivamente conseguito a seguito del comportamento dell'agente, e il risultato ideale a cui si sarebbe arrivati nel caso di massimizzazione dell'utilità degli azionisti. Un'ulteriore problematica che influenza i costi di agenzia è il fenomeno del free-riding, in base al quale i singoli azionisti razionali non sono incentivati ad impegnarsi nel monitoraggio dell'agente, poiché i benefici derivanti da questa loro attività sarebbero distribuiti a tutti gli azionisti, nonostante il costo sia totalmente a carico di colui che effettua l'azione di controllo.

Jensen e Meckling partono dal confronto tra il comportamento di un manager che possiede la totalità del capitale di rischio, e quindi dei diritti residuali dell'impresa, e quello da lui tenuto quando vende una frazione di quel capitale ad investitori esterni attraverso l'emissione di azioni. Nel primo caso, egli gestisce l'impresa in modo da massimizzare la sua utilità ed è libero di scegliere la suddivisione tra i benefici monetari e i benefici non monetari. Se l'imprenditore detiene la totalità dell'equity, allora egli sosterrà completamente il costo necessario per ottenere i benefici non monetari. Il mix ottimale, cioè la condizione di equilibrio, tra i due tipi di benefici si raggiunge quando l'utilità marginale della spesa per ottenere benefici non monetari uguaglia l'utilità marginale dei benefici monetari, cioè di un aumento unitario del profitto dell'impresa.

A mano a mano che la frazione di capitale detenuta dal manager diminuisce, si riduce anche la sua quota di diritti sul reddito residuo, in favore degli azionisti esterni. Se però l'imprenditore continua a gestire l'impresa come insider, egli detiene ancora i diritti su quelli che sono i benefici non monetari e ciò lo indurrà ad utilizzare quote sempre maggiori di risorse dell'impresa da spendere per tali benefici privati, a discapito dei benefici monetari che sono invece pubblici, generando quindi inefficienza ex-post e una riduzione del valore dell'impresa: egli prenderà le decisioni che massimizzano la sua utilità, composta dalla quota di

benefici monetari che gli spettano e dalla totalità dei benefici non monetari, di cui sostengono il costo anche gli outsider nonostante ne goda soltanto l'imprenditore. All'appropriazione dei benefici non monetari, provenienti dall'espropriazione degli azionisti di minoranza, si aggiunge un secondo motivo di conflitto che riguarda il minor impegno profuso dal manager nelle attività finalizzate ad aumentare il valore dell'impresa, ossia nella ricerca di progetti ad alta profittabilità, se questi comportano uno sforzo o un rischio elevato. Il comportamento elusivo del manager (*shirking*) determina una scelta sub-ottimale dei progetti di investimento e, conseguentemente, un valore di mercato dell'impresa inferiore rispetto a quello ottenibile nel caso in cui egli si impegnasse pienamente. L'assenza di incentivi a sforzarsi per il manager determina allora un problema di selezione avversa e quindi di inefficienza ex-ante.

Consapevoli dell'opportunismo del manager, gli azionisti esterni e i potenziali investitori saranno disposti ad acquistare le azioni solo ad un prezzo che rifletta e sconti questa divergenza di interessi e questi costi di monitoraggio, generando così *underpricing*. Questa differenza tra il prezzo pagato e il valore reale delle azioni, che varia in funzione del gap informativo generato dalle caratteristiche dell'impresa e del mercato, determina una riduzione del valore dell'impresa. Il manager-imprenditore subisce tutto il costo di questa riduzione di valore causata dalla vendita di una quota, in quanto egli incasserà meno di quanto avrebbe voluto. Il manager è disposto a sostenere i costi di monitoring e bonding se l'incremento netto di ricchezza, cioè di benefici monetari, generato da tali attività è superiore al valore dei benefici non monetari cui deve rinunciare. Anche se le attività di monitoring e bonding soddisfano le condizioni di efficienza, l'ottimo paretiano non sarà comunque raggiunto perché, non essendo eliminabili i costi di agenzia, il valore dell'impresa non è mai massimizzato. Il modello suggerisce che il finanziamento dell'impresa mediante emissione di azioni origina inefficienza ex-ante ed ex-post.

Ci si può chiedere se ricorrere alla fonte di finanziamento del debito possa rappresentare una soluzione al problema di agenzia, dato che i costi di agenzia del capitale di rischio sono così alti. Si osserva che aggiungendo una componente di debito l'incentivo a sforzarsi dell'imprenditore è quello ottimale e non si ha quindi più inefficienza ex-post. Il ricorso al debito garantisce poi vari benefici: esso implica una riduzione del ricorso all'*outside equity*, diminuendo così la portata e gli effetti del conflitto di interessi tra manager e azionisti; genera un vantaggio fiscale attraverso gli scudi fiscali sul reddito (Modigliani e Miller, 1963); riduce l'asimmetria informativa normalmente associata al capitale di rischio attraverso l'azione di monitoring delle banche; comporta l'obbligo di rimborso del capitale e

di pagamento degli interessi, incorporando quindi una minaccia di fallimento che per il manager rappresenta un effetto disciplinante e un potente incentivo a comportarsi in modo efficiente nell'interesse dell'impresa, inducendolo a massimizzare il proprio sforzo, a non investire in progetti con NPV negativo e a non indulgere in benefici non monetari. Naturalmente, una struttura finanziaria costituita da debito non è esente da problemi di incentivo e costi di agenzia. Un primo problema riguarda la scelta del progetto ex-ante perché, con una struttura finanziaria molto indebitata, il manager ha un forte incentivo ad intraprendere attività e progetti rischiosi che generano rendimenti molto elevati, anche con probabilità di successo molto basse, il che determina un aumento del rischio che il debito non venga rimborsato a discapito dei creditori, sui quali è scaricato il rischio del progetto. Ciò induce i creditori a limitare la quota di debito che sono disposti ad offrire e aumentare il tasso di interesse. Inoltre, i finanziatori pongono in atto attività di monitoring che permettono loro di ridurre l'asimmetria informativa, assieme all'utilizzo di contratti complessi con numerose clausole per ridurre la discrezionalità dei manager. Queste attività di monitoring comportano ovviamente una spesa che rientra nei costi di agenzia del debito. Infine, un terzo elemento del costo di agenzia del debito è rappresentato dai costi del fallimento e di ristrutturazione dell'impresa.

Le risorse finanziarie sono necessarie per investire in nuovi progetti con valore attuale netto positivo, ma raccogliere capitale, di rischio e di debito, impone all'imprenditore costi di agenzia che si traducono in un minor valore dell'impresa. D'altro canto, se l'imprenditore ha una ricchezza limitata rispetto al fabbisogno di capitale del progetto e deve rinunciare all'investimento, egli subisce il costo opportunità dell'incremento di valore che quell'investimento gli garantirebbe. Il manager sceglierà allora di raccogliere queste nuove risorse se l'aumento marginale della sua ricchezza derivante dal progetto supera il costo marginale di agenzia del debito e del capitale di rischio aggiuntivo derivante dall'emissione di azioni. La struttura finanziaria ottima, secondo Jensen e Meckling, è quella che minimizza i costi di agenzia, che stimola i comportamenti efficienti e che riesce a far crescere l'impresa. Essa deve essere un mix delle tre fonti di finanziamento: una frazione di inside equity, cioè di capitale dell'imprenditore; una frazione di outside equity, cioè di capitale degli azionisti esterni; e una frazione di debito. Ovviamente, non si può parlare delle stesse proporzioni delle fonti di finanziamento per tutte le imprese, né si può dire che alcune fonti siano in assoluto migliori rispetto ad altre, ma il giusto mix dipende dalle caratteristiche specifiche dell'impresa e del settore, dalla possibilità dell'insider di agire con discrezionalità e

degli outsider di esercitare il controllo, e dalle opportunità di investimento dell'impresa. In particolare, è preferibile mantenere alta la quota di inside equity e ricorrere al debito invece che all'outside equity se il margine di discrezionalità manageriale è alto, e quindi l'insider potrebbe appropriarsi facilmente dei benefici non monetari; se l'impegno dell'imprenditore è determinante per il successo del progetto e quindi è richiesto che si sforzi al massimo; se l'impresa ha poche opportunità di investimento e crescita. Al contrario, è preferibile finanziare l'impresa con outside equity se il margine di discrezionalità manageriale è basso, l'impegno dell'imprenditore è meno importante e l'impresa ha buone opportunità di investimento o crescita.

Dallo studio di Jensen e Meckling emerge quindi una relazione positiva tra *managerial ownership* e valore dell'impresa: conferire azioni ai manager fa sì che essi condividano il rischio di impresa con gli azionisti, che gli obiettivi delle due parti risultino allineati e che quindi la performance aziendale migliori. L'assegnazione di azioni al manager è pertanto un mezzo per ridurre i costi di agenzia e l'asimmetria informativa e si osserva come lo sforzo dell'agente a beneficio dell'impresa aumenti proporzionalmente alla quota di azioni in suo possesso (Murphy, 1990). Le ricerche di Sloane (1971) e di Szymanski e Smith (1997) sostengono che questa è una soluzione percorribile anche per i problemi di agenzia evidenziati nelle organizzazioni sportive. In realtà, non tutte le verifiche empiriche successive hanno riscontrato questo legame sempre crescente tra partecipazione manageriale e valore. Demsetz e Lehn (1985) hanno rivendicato l'assenza di una relazione diretta tra partecipazione azionaria del manager e valore d'impresa; Stulz (1988) ha invece rilevato un legame negativo tra le due variabili. Secondo l'autore, se per livelli bassi di partecipazione il comportamento del manager è disciplinato dalla paura di perdere il proprio ruolo, nel momento in cui la quota di azioni in suo possesso diventa significativa, aumenta il potere decisionale e discrezionale del manager, da cui potrebbero derivare comportamenti opportunistici a danno degli azionisti e la diminuzione del valore dell'impresa. Anche Shleifer e Vishny (1989) hanno rilevato che quando il manager dispone di una quota di partecipazione significativa egli è spinto ad avere comportamenti opportunistici, dato che è in grado di sottrarsi ai tentativi di take-over e di mantenere la propria posizione anche quando l'allocazione del controllo risulta inefficiente. Secondo i due autori, quindi, un livello di partecipazione manageriale elevato determina problemi di espropriazione di ricchezza a danno degli azionisti e in generale a danno del valore dell'impresa, e costituisce un meccanismo di difesa del management: si parla allora di *managerial entrenchment*.

In sostanza, l'aumento della *managerial ownership* ha da un lato un legame positivo con il valore dell'impresa, perché permette di mitigare i conflitti tra azionisti e manager facendo convergere gli interessi delle parti. D'altra parte però, questa relazione positiva può essere annullata dai costi connessi ad un livello di partecipazione manageriale elevato, diventando addirittura negativa a causa dell'espropriazione dei benefici e della ricchezza da parte del manager a danno degli azionisti. Questi due effetti contrapposti determinano una relazione prima crescente e poi decrescente tra la partecipazione manageriale e la performance di impresa: quando la partecipazione manageriale è bassa, essa ha una relazione positiva con il valore dell'impresa, relazione che diventa invece negativa quando il livello di *managerial ownership* risulta elevato.

Un'altra teoria è quella di Myers e Majluf ⁶ (1984), che hanno formulato un modello di segnalazione che studia l'asimmetria informativa tra manager e investitori, e che fornisce una visione della struttura finanziaria alternativa al modello di Modigliani e Miller. I due autori evidenziano come, in assenza di asimmetrie informative, l'emissione di azioni avviene ad un prezzo giusto e l'impresa trova i fondi per realizzare tutti i progetti con NPV⁷ positivo. Quando invece c'è asimmetria informativa, cioè quando il manager ha più informazioni dei nuovi investitori sul valore degli asset e del progetto, le cose possono cambiare, a dimostrazione del fatto che l'asimmetria informativa influenza la struttura finanziaria e le decisioni di investimento.

In questo modello non si ha un problema di agenzia, perché il manager agisce comunque nell'interesse degli azionisti. Inoltre, non si parla più di separabilità tra decisioni di investimento e decisioni finanziarie, come accadeva nel modello di Modigliani e Miller, ma si dimostra esattamente il contrario. Se il manager agisce soltanto nell'interesse dei vecchi azionisti, l'asimmetria informativa sul valore degli asset preesistenti e del nuovo progetto determina la caduta del prezzo delle azioni e decisioni di investimento inefficienti. In particolare, la decisione del manager di emettere azioni per finanziare il progetto segnala che il valore di questo è alto rispetto al valore degli asset dell'impresa preesistenti, cioè che l'impresa è attualmente sopravvalutata. I nuovi azionisti, consapevoli dell'asimmetria informativa, la puniscono chiedendo uno sconto sul prezzo delle azioni. L'*underpricing* rappresenta risorse che non sono entrate nell'azienda e non

⁶ La teoria è esposta nel lavoro dei due autori "*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*" (1984)

⁷ Il Net Present Value è il valore attuale dei flussi di cassa derivanti dal progetto, attualizzati sulla base del tasso di rendimento.

possono quindi essere utilizzate per l'investimento. Se lo sconto a cui si vendereanno le azioni fosse tale da superare il valore aggiunto del progetto, il manager sarebbe costretto a rinunciare a finanziare un progetto con NPV positivo che farebbe aumentare il valore dell'impresa, determinando un problema di *underinvestment*. Allora il valore dell'impresa si riduce e si ha la cosiddetta trappola finanziaria. Il problema della trappola finanziaria si riduce con il ricorso a due forme alternative di finanziamento, entrambe meno costose dell'emissione di nuove azioni: le fonti di finanziamento interne e il debito. Si sviluppa così la teoria del *pecking order*, cioè della gerarchia delle fonti finanziarie, che mette in luce la non perfetta sostituibilità tra le fonti finanziarie e si basa sull'idea di utilizzare tali fonti in base ai loro costi, a partire da quella meno costosa per arrivare a quella più cara. Nell'ordine, si utilizzano prima le fonti interne, poi il debito, e infine, come fonte più costosa, l'emissione di nuove azioni. Le fonti interne, costituite principalmente da utili non distribuiti, sono preferite al debito, dato che il loro utilizzo non comporta la presenza di quei costi di agenzia che emergerebbero invece tra imprenditore e finanziatore a causa dell'asimmetria informativa. Il finanziamento bancario è a sua volta preferito all'emissione diretta di azioni per due motivi fondamentali: il primo deriva dal fatto che le banche possono ridurre le asimmetrie, e quindi una parte dei costi di agenzia, grazie alle loro attività di screening e monitoring; il secondo motivo sta nel fatto che se le banche accettano di concedere un prestito all'impresa, mandano un segnale positivo al mercato riguardo la sua reputazione, determinandone così un aumento del valore. La ripercussione della scelta è sulla struttura di capitale. Al contrario di quanto sostenuto dalla *trade-off theory*, per la teoria del *pecking order* non esiste un grado di indebitamento ottimo ma la scelta della struttura finanziaria è dettata dalle necessità di investimento dell'impresa.

Un ulteriore modello è quello di Leland e Pyle (1977), nel quale i due autori tornano sul conflitto di interessi tra finanziatori e manager e valutano gli effetti dell'asimmetria informativa basandosi sul fatto che, al contrario degli imprenditori, i creditori non conoscono le effettive caratteristiche del progetto per il quale si richiede il finanziamento. Dato che il monitoring da parte dei finanziatori è un'attività costosa, il tasso di interesse che questi impongono rappresenta la qualità media dei progetti che sono finanziati. Gli autori sostengono che, perché il rapporto fra imprenditori e finanziatori si protragga, è necessario che i primi segnalino in modo opportuno la buona qualità dei progetti che intendono intraprendere. Il modello di struttura finanziaria sviluppato da Leland e Pyle prevede che gli imprenditori sono spinti a detenere quote di capitale di rischio superiori rispetto a

quelle che avrebbero acquisito nel caso in cui l'informazione sulla qualità dei progetti fosse stata pubblica. La teoria stabilisce che la quota di capitale proprio detenuta dall'imprenditore aumenta al crescere della qualità del progetto e quindi le compagnie che hanno un maggiore indebitamento sono nelle mani di imprenditori che hanno investito un ammontare elevato di ricchezza nell'impresa.

In ogni caso, non esiste una teoria universalmente valida che sia in grado di fornire il leverage ottimale per un'impresa; si tratta di esaminare i vantaggi relativi dei diversi strumenti finanziari a seconda delle condizioni nelle quali le imprese operano.

Dai vari studi sono emerse numerose determinanti *firm-specific* del leverage di un'impresa, e quindi della struttura di capitale, basate sui tre modelli teorici più importanti della struttura finanziaria, ossia la trade-off theory statica, la teoria dell'agenzia e la teoria del pecking order. L'impatto dei fattori *firm-specific*, come la dimensione dell'impresa, il rischio, la crescita e la profittabilità della struttura di capitale, è significativo e coerente con le predizioni delle teorie convenzionali. Diversi autori, tra cui Rajan e Zingales (1995), hanno dimostrato che anche i fattori *country-specific* giocano un ruolo importante per la struttura di capitale e possono influenzare il leverage dell'impresa sia in maniera diretta che indiretta. Analizzando l'impatto diretto dei fattori *country-specific* sul leverage, le evidenze suggeriscono che la protezione dei diritti dei creditori, lo sviluppo del mercato obbligazionario e il tasso di crescita del PIL del Paese hanno un impatto statisticamente significativo sulla struttura di capitale dell'impresa. Dall'altro lato, si osserva che i fattori *country-specific* possono anche influenzare l'indebitamento dell'impresa in modo indiretto, attraverso il loro impatto sull'effetto dei fattori *firm-specific*. Si osserva ad esempio che il sistema di enforcement legale di un paese influenza indirettamente la struttura di capitale delle imprese e può rendere più probabile il loro indebitamento: un migliore enforcement legale spinge i debitori a considerare in modo più attento le decisioni di indebitamento e a rispettare i loro contratti, perché il rischio di bancarotta è più importante. Inoltre, un maggiore enforcement impatta anche sulla profittabilità dell'impresa, perché spinge il manager ad operare in linea con gli interessi degli azionisti utilizzando il debito come strumento di disciplina per evitare il verificarsi di attività di *empire-building*.

2.2 Controllo e contendibilità dell'impresa

Il concetto di controllo di un'impresa indica la situazione in cui uno o più soggetti dispongono dei diritti di voto necessari per imporre le loro decisioni. Il controllo della compagnia è quindi nelle mani di coloro i quali hanno il potere di nominare la maggioranza del consiglio di amministrazione e che sono quindi in grado di indirizzare la volontà generale dell'impresa. Shleifer e Vishny (1986) hanno definito il controllo un *public good*, il quale richiede uno sforzo elevato per essere ottenuto e garantisce un grado di appropriazione dei benefici basso. Inoltre, se il controllo è concentrato, esso risulta costoso perché è concentrato anche il rischio. Il motivo principale che spinge chi detiene il controllo a tenerselo stretto è che esso ha un grande valore rispetto al valore delle azioni e porta grandi vantaggi, dati dalla presenza dei benefici privati del controllo, dei quali riesce ad appropriarsi soltanto il controllante.

Il valore di un'impresa è massimo quando l'allocazione dei diritti residuali di controllo è efficiente, cioè quando tali diritti sono nelle mani di chi è incentivato a massimizzare i benefici pubblici. Il controllo è invece allocato in maniera inefficiente quando il titolare dei diritti residuali massimizza la propria utilità, ovvero i benefici privati, a discapito del valore dell'impresa, e quindi a svantaggio degli altri azionisti. La condizione necessaria per conseguire l'allocazione efficiente è che i diritti di controllo siano trasferibili, cioè che il controllo sia contendibile. In base alle quote di proprietà degli azionisti, una società può essere più o meno contendibile. Quando vi è un azionista o un gruppo di azionisti che godono della maggioranza, la società è meno contendibile: essi hanno la capacità di imporre le proprie decisioni e precludere qualsiasi tentativo di acquisizione ostile da parte di soggetti terzi. Nelle società contendibili, invece, gli azionisti non possiedono la quota di capitale necessaria per imporre le proprie decisioni e l'assetto proprietario rende possibili acquisizioni da parte di investitori esterni.

L'acquisizione del controllo di una società consente all'investitore di poter mettere in atto sinergie industriali e finanziarie e di avviare una serie di miglioramenti gestionali, quali la sostituzione del management, ripianificazioni strategiche, efficientamenti organizzativi, che possono contribuire ad aumentare significativamente il valore dell'impresa controllata e produrre benefici pubblici a vantaggio di tutti i soci. Inoltre, l'acquisizione del controllo può assicurare al soggetto acquirente anche una seconda tipologia di benefici, definibili come benefici privati, che vanno a suo esclusivo vantaggio e che di norma sottraggono valore ai soci non di controllo. Si tratta in primo luogo di vantaggi di natura monetaria, che

sono estratti ai danni degli azionisti di minoranza mettendo in atto delle pratiche espropriative che vanno sotto il nome di *tunnelling*. Esse sono ad esempio riconducibili alla possibilità di stabilire il compenso degli amministratori indipendentemente dai risultati dell'impresa, di intraprendere determinate politiche di *transfer pricing*, di acquisire e cedere attività aziendali a valori arbitrari ad acquirenti con cui si intrattengono particolari rapporti di contiguità, di effettuare assunzioni non meritocratiche. I benefici privati del controllo, però, vanno al di là dei soli benefici monetari e comprendono anche benefici di tipo non monetario, che possono rientrare in una sfera maggiormente soggettiva, quali il prestigio personale, la fama e l'autorealizzazione. Come si vedrà tali benefici, che sono difficilmente quantificabili proprio per la loro natura soggettiva e psicologica, sono particolarmente presenti nell'industria del calcio.

Un'ulteriore classificazione dei benefici privati del controllo è quella che fa riferimento al concetto di trasferibilità introdotto dagli accademici Ehrhardt e Nowak (2003), il quale individua quattro tipologie di benefici privati. La prima tipologia riguarda i benefici *self-dealing*, che sono di tipo monetario e nascono dal trasferimento di risorse economiche dell'azienda. Ci sono poi i benefici di tipo *dilution*, che sono sempre benefici monetari ma non sono trasferibili, in quanto non prevedono un trasferimento diretto degli asset, e non sono facilmente replicabili. La terza tipologia è rappresentata dalle cosiddette *amenities*, che corrispondono a benefici non monetari facilmente trasferibili ad un altro proprietario, derivanti dall'esercizio del potere personale all'interno o all'esterno dell'impresa oppure del settore in cui opera la società stessa. L'ultima categoria riguarda la *reputation*, cioè benefici non monetari non facilmente trasferibili che comprendono il prestigio e la fama.

A prescindere dalle varie suddivisioni, ciò che accomuna i diversi tipi di benefici privati è che, qualunque ne sia la fonte, essi non possono essere condivisi tra la totalità degli azionisti, ma ne gode unicamente la parte che detiene il controllo. Bisogna comunque tenere presente che l'esistenza dei benefici privati del controllo non costituisce necessariamente un aspetto negativo, in quanto essi potrebbero rappresentare il modo più efficiente tramite il quale si riesce catturare parte del valore aggiunto per l'impresa.

Il valore dei benefici del controllo non è facilmente misurabile, ed è ciò che li rende effettivamente privati perché, in caso contrario, anche gli altri azionisti pretenderebbero di riceverli. Esistono due metodi per misurare, o quantomeno stimare, il valore dei benefici privati del controllo. Il primo metodo, elaborato da Barclay e Holderness (1989), misura i benefici privati del controllo di una società

come differenza tra il prezzo per azione pagato dall'acquirente e il prezzo di mercato delle azioni il giorno successivo al trasferimento del controllo. Tale differenza, che prende il nome di premio del controllo, riflette quanto è disposto a pagare chi acquisisce il controllo per appropriarsi dei benefici privati da esso derivanti. Il secondo metodo quantifica i benefici del controllo come differenza di prezzo tra le azioni con diritto di voto e quelle senza diritto di voto, differenza che prende il nome di *voting premium*.

Il trasferimento del controllo può avvenire attraverso diversi meccanismi. Un primo meccanismo che consente il trasferimento dei diritti residuali di controllo è la scalata, o in alternativa la *proxy fight*. I takeover, però, sono costosi perché richiedono l'acquisto di una grande quantità di titoli e inoltre, affinché possano avvenire, deve esistere un mercato per il controllo delle imprese che permetta agli azionisti scontenti di vendere le azioni e all'imprenditore "capace" di acquisire il controllo. Le regole interne all'impresa rendono il controllo più o meno contendibile. Nello Statuto sono infatti presenti regole anti-takeover, cioè strategie difensive predisposte dagli amministratori. Una prima strategia difensiva è rappresentata dalle cosiddette "pillole avvelenate", che fanno aumentare il costo della scalata attraverso un aumento di capitale o l'acquisto di azioni a prezzi scontati da parte degli azionisti esistenti. Altra strategia è quella della "terra bruciata", che consiste nel mettere in atto azioni che rendono meno appetibile l'impresa. Infine, vi può essere il pagamento di una sorta di tangente, detta "greenmail", per convincere lo scalatore a desistere dalla scalata. Possono inoltre essere imposti dei limiti al trasferimento delle azioni, restrizioni ai diritti di voto e paracaduti d'oro ai dirigenti. Ci sono poi anche regole esterne all'impresa, che sono in vigore sui mercati finanziari per tutelare gli investitori e regolare le scalate. Una prima regola, che rappresenta una forma di difesa *pre-bid*, è la *break-through rule*, la quale fa sì che le regole interne anti-scalata diventino inefficaci quando l'offerta pubblica di acquisto è in corso, così da non impedire la vendita di azioni. Una forma di difesa *post-bid* è invece la *passivity rule*, che vieta azioni difensive anti-scalata, a meno che esse non siano autorizzate dall'assemblea, quando arriva la comunicazione di un'offerta di acquisto.

Esistono una serie di strutture che permettono di detenere il dominio della società pur non avendo una quantità di diritti di proprietà proporzionata. Le conseguenze che possono scaturire da tale opportunità sono che gli azionisti di controllo potrebbero assumere delle decisioni strategiche non orientate al valore dell'impresa, poiché non si fanno completamente carico delle conseguenze che possono derivare dalle proprie scelte. I principali meccanismi che sono adottati per

realizzare la dissociazione tra la proprietà e il controllo dell'impresa sono la struttura *dual class shares* e le piramidi societarie. Quanto più tali meccanismi, che assicurano il controllo, determinano la separazione tra i diritti ai flussi di cassa e i diritti di voto, tanto più è alto il rischio di estrazione dei benefici privati del controllo.

La struttura dei diritti di voto rientra quindi tra i fattori che determinano la contendibilità del controllo dell'impresa. Per quanto riguarda l'origine della struttura dei diritti di voto, Hart ritiene che, idealmente, il proprietario impone una struttura di voto dei titoli che abbia come obiettivo finale quello di facilitare cambiamenti di management solo nelle giuste direzioni. L'idea è che il manager incapace sia sostituito da un manager capace, mentre il capace non deve essere sostituito da un manager incapace. Nella maggior parte delle imprese quotate, tutte le azioni ricevono la medesima frazione di dividendo e hanno lo stesso diritto di voto all'assemblea generale: si parla in questo caso di struttura *one share-one vote*. In alcune imprese, invece, si adotta la struttura *dual class shares*, la quale permette ad alcuni investitori di ottenere delle posizioni dominanti investendo una quota sproporzionatamente bassa di capitale. Nella letteratura, la contrapposizione tra il sistema *one share-one vote* e la struttura *dual class shares* è stata molto dibattuta, ma dagli studi non emergono evidenze assolute che dichiarino una struttura chiaramente preferibile rispetto all'altra. L'apporto maggiore alla questione della struttura ottimale dei diritti di voto è stato di Grossman e Hart (1988). I due studiosi, facendo opportune assunzioni in riferimento alle società quotate, hanno rilevato che la struttura *one share-one vote* è quella ottimale per favorire il ricambio del management e per massimizzare il prezzo di mercato che gli investitori sono disposti a pagare. Nella teoria, il valore totale dell'impresa è espresso come somma del valore attuale dei flussi di dividendi futuri percepiti dagli azionisti e del beneficio privato del manager. Un manager è considerato capace se egli fa sì che il valore pubblico dell'impresa, che va a tutti gli azionisti, superi il valore privato, di cui si appropria soltanto lui. Il manager è invece ritenuto incapace se massimizza il valore privato e applica la struttura dei diritti di voto che ostacola il trasferimento del controllo. Basandosi sul fatto che gli azionisti hanno interesse affinché la gestione dell'impresa sia affidata al manager in grado di generare il maggior valore totale, lo studio giunge alla conclusione che il modello *one share-one vote* risulta essere quello ottimale, in quanto garantisce un'adeguata contendibilità del controllo: nello specifico, con la singola classe di voto il manager incapace non riesce a sottrarre o mantenere il controllo dell'impresa, che passa al manager capace. Chiunque voglia

detenere il controllo dell'impresa è infatti costretto ad acquisire una quota di proprietà proporzionata alla quota di controllo, e conseguentemente il nuovo controllante avrà il giusto incentivo ad assumere decisioni che vadano a favore di tutti. In particolare, quanto più è piccola la differenza tra la percentuale totale e la percentuale controllata, tanto maggiore è il vantaggio che deriva al controllante stesso dal beneficio pubblico. Si deve quindi impedire che il diritto di controllo sia nelle mani di chi ha una quota di proprietà bassa, perché ciò accrescerebbe l'incentivo ad estrarre i benefici privati. La deviazione da tale struttura in favore di quella *dual class* non permette il passaggio ottimale del controllo dell'impresa, perché può da un lato facilitare il trasferimento del controllo quando questo trasferimento non dovrebbe esserci, e dall'altro impedirlo quando invece dovrebbe avvenire. La deviazione può però convenire in situazioni particolari, specie quando i benefici privati del controllo sono molto rilevanti (Zingales, 1991). Essa si verifica ad esempio per le imprese nel settore dell'editoria e della comunicazione di massa, in cui la capacità di influenzare l'opinione pubblica determina benefici non monetari e la struttura *dual class shares* consente di proteggere l'indipendenza delle società; nelle società sportive, come quelle di calcio, che presentano benefici non monetari derivanti dal legame con personaggi famosi; e nelle società di telecomunicazione.

Harris e Raviv (1988) sono concordi nel sostenere che la struttura *one share-one vote* sia quella migliore. Gli studiosi fanno riferimento al concetto di ottimalità, distinguendo tra ottimalità sociale, che è la situazione in cui si dà priorità ad un management con le capacità di gestione migliori, ed ottimalità economica, che riguarda la massimizzazione del valore della società. I due autori, considerando che per l'assegnazione del controllo qualsiasi azionista è pivotale, dimostrano che l'ottimalità sociale è assicurata dalla struttura *one share-one vote*, mentre la struttura *dual class* permette di conseguire l'ottimalità economica. A favore di quest'ultima si schiera invece Khachaturyan (2007), che ritiene che l'ottimalità sociale vada messa in secondo piano rispetto a quella economica.

Per quanto riguarda i gruppi piramidali, le ragioni che possono portare alla loro formazione sono legate, oltre che a migliori risultati di impresa, alle inefficienze del mercato nel garantire un finanziamento adeguato. Le strutture piramidali possono infatti facilitare il superamento di tali inefficienze e garantire alle compagnie appartenenti al gruppo la liquidità e le risorse necessarie. Altri studi sottolineano poi che la costituzione di strutture piramidali è motivata dalla scarsa protezione degli investitori che esse garantiscono e che le rendono attraenti per i controllanti. Questi ultimi infatti riescono ad appropriarsi di una quota maggiore di benefici

privati del controllo e ad utilizzare più facilmente fondi interni da investire nelle imprese del gruppo, invece che rivolgersi ai finanziamenti esterni che sarebbero più costosi a causa della deviazione di flussi di cassa. Nel discorso inerente ai gruppi piramidali si inseriscono i fenomeni del *tunneling* e del *propping*. Il *tunneling* rappresenta in questo caso il trasferimento di risorse dalle società alla base della piramide a quelle al vertice. Invece, il flusso di risorse in senso contrario prende il nome di *propping*, ed avviene quando è necessario salvare un'impresa del gruppo dal fallimento, cosa che l'impresa in controllo non può esimersi dal fare principalmente per questioni di reputazione (Riyanto e Toolsema, 2008).

Da quanto detto, si potrebbe desumere che non sia così efficiente operare la separazione tra proprietà e controllo all'interno di una società, ma al contrario la struttura ottimale sembrerebbe essere l'impresa individuale: gli obiettivi dell'impresa e quelli dell'imprenditore andrebbero infatti a coincidere, per cui egli non avrebbe motivi per adottare comportamenti contrari alla valorizzazione della compagnia. Se questo può sembrare vero da un punto di vista teorico, nella realtà però sono necessarie strutture organizzative più complesse e articolate le quali, pur presentando significativi costi di agenzia, sono più adeguate a rispondere alla competizione di mercato e alla continua necessità di capitali. Nel discorso rientra la differenziazione tra società contendibili, nelle quali la separazione tra proprietà e controllo è ben definita, e società non contendibili, in cui invece la proprietà risulta estremamente concentrata. Come si è visto, in una società caratterizzata da proprietà frammentata il rischio è che il management, invece di operare concordemente con la società, assuma comportamenti opportunistici finalizzati alla massimizzazione della propria utilità, dato che nessun azionista ha la capacità di sostituirlo né di esercitare il controllo. D'altro canto, anche nelle società non contendibili si possono generare inefficienze e conflitti, che però in questo caso sorgono tra coloro i quali detengono una quota elevata di diritti di voto, e quindi esercitano il controllo dell'impresa, e gli altri azionisti.

CAPITOLO 3

Il settore calcistico europeo

Negli ultimi decenni il calcio si è evoluto drasticamente passando dall'essere un semplice sport a configurarsi come una vera e propria industria, con una diffusione globale e un enorme peso economico oltre che sociale. I club di calcio si sono trasformati in società strutturate, gestite e organizzate nel modo complesso delle tipiche compagnie industriali e hanno reso lo sport un mercato dal valore di miliardi di euro, commercializzando il gioco, i calciatori e tutti i prodotti collegati ad esso.

Nel corso del capitolo si tenta di delineare quelli che sono i modelli e i meccanismi di governance e le strutture proprietarie delle società più diffusi nell'industria calcistica europea, cercando di evidenziare e analizzare le principali criticità che i club e l'intero settore devono affrontare per coniugare gli obiettivi economico-finanziari con quelli sportivi, e verificando l'esistenza o meno di una crisi dei modelli di gestione.

3.1 La corporate governance nell'industria calcistica europea

Il calcio è diventato a tutti gli effetti un'industria globale, una macchina in grado di produrre ingenti ricavi in cambio dell'offerta di un prodotto di intrattenimento. L'enorme importanza che ha assunto negli ultimi anni ha fatto sì che esso non possa essere considerato solamente alla stregua di un fenomeno sociale, bensì debba essere esaminato come un vero e proprio settore economico all'interno del quale emergono gli interessi di numerosi stakeholder. La trasformazione del calcio in fenomeno aziendale, guidato in parte dalle stesse dinamiche dei settori economici convenzionali ma con delle peculiarità proprie, ha reso sempre più importante la questione relativa alla corporate governance dell'intera industria e all'aspetto societario dei singoli club. Per tale ragione, le discussioni relative alla governance nel mondo del calcio si sono intensificate significativamente negli ultimi decenni, specie per quanto riguarda i principali campionati europei, a causa della generale sensazione che essi stessero andando incontro ad una severa crisi finanziaria. L'industria calcistica è sostanzialmente in controtendenza rispetto alle crisi economiche generali, ossia evidenzia una crescita economica continua, figlia del sempre maggiore interesse suscitato nel mondo e dei significativi investimenti che caratterizzano il settore. I cinque principali campionati

europei (Inghilterra, Germania, Spagna, Italia e Francia) hanno assistito ad un'esplosione dei ricavi nel tempo, passando dai €2.5 miliardi della stagione 1996/97 ai €7.7 miliardi della stagione 2007/08, per arrivare alla cifra impressionante di €17 miliardi nella stagione 2018/19⁸. Tuttavia il settore appare economicamente malato e ciò si evince dal fatto che, nonostante il costante aumento dei ricavi negli ultimi decenni, ciò non si è tradotto in un aumento della profittabilità a livello di club, ma anzi in un suo decremento e in un aumento invece del livello di indebitamento finanziario. Negli ultimi 20 anni, soltanto due dei cinque principali campionati europei sono riusciti a conseguire dei profitti operativi: la Premier League inglese e la Bundesliga tedesca. La Ligue 1 francese ha raggiunto solo in rare occasioni il pareggio, principalmente per merito delle restrittive misure finanziarie imposte dalla federazione, mentre la Serie A italiana ha realizzato costantemente perdite. Se in tali considerazioni si includono anche i pagamenti degli interessi, la situazione appare ancora più preoccupante, dato che anche il campionato che riesce a realizzare i ricavi più elevati, ovvero la Premier League, non è mai riuscito a realizzare profitti da quando è stato costituito. Le continue perdite sono in parte spiegate dal costante sovra-investimento da parte delle società di calcio, che risulta però essere il risultato naturale sia dell'accresciuta commercializzazione dello sport, sia dell'attuale format della competizione calcistica, che incentiva i club a comportarsi in modo inefficiente dal punto di vista finanziario e a spendere oltre le proprie possibilità per aumentare le probabilità di raggiungere il successo sportivo. In qualsiasi altro settore, una situazione finanziaria di questo tipo avrebbe portato alla bancarotta della maggior parte delle società, cosa che invece non si verifica quasi mai nell'industria calcistica. Una spiegazione di ciò può essere che le società di calcio agiscono in un ambiente caratterizzato da un *Soft Budget Constraint*, cioè una situazione in cui le imprese che realizzano perdite e si trovano in pericolo sotto l'aspetto finanziario sono salvate dalle autorità pubbliche o dai creditori: questo è dovuto al fatto che ogni club di calcio ha una grande importanza sociale e culturale per la propria comunità.

L'industria calcistica europea fornisce un contesto economico unico per esaminare il problema della corporate governance. Per le società di calcio la questione è più complessa rispetto a quella affrontata per le imprese convenzionali, perché la governance deve essere esercitata sia a livello macro, cioè per quanto riguarda le competizioni alle quali partecipano i club e l'intero sistema che le gestisce, sia a livello micro delle singole compagnie. Essa è fondamentale, in quanto può offrire

⁸ Il decremento dei ricavi della stagione 2019/20 è legato principalmente ai mancati introiti conseguenti ai provvedimenti presi per arginare l'epidemia da COVID-19.

diversi modi per riuscire a bilanciare il successo sportivo e la performance finanziaria, oltre che al fine di sventare i rischi di bancarotta sistemica e garantire una competizione più equilibrata e sostenibile.

C'è innanzitutto da sottolineare il fatto che la struttura dell'industria calcistica è influenzata da tutti gli attori coinvolti nell'organizzazione, nella gestione e nella regolamentazione delle attività calcistiche. Questo vuol dire che non si tratta solamente dei club di calcio, dei manager che li guidano e dei calciatori, ma anche di diverse organizzazioni di livello superiore che organizzano, regolano e gestiscono l'ambiente e le competizioni in cui si realizza l'attività dei club. È possibile osservare che il calcio rientra tra gli sport che sono stati impostati, a livello di sistema, secondo quel modello piramidale che nel 1998 la Commissione Europea ha identificato come "*The European Model of Sport*". La struttura piramidale del mondo calcistico rappresenta una gerarchia di governance che va dal livello internazionale al livello nazionale, e dal livello nazionale a quello locale: le federazioni calcistiche internazionali sono ai vertici della gerarchia, seguite dalle federazioni nazionali, poi dagli organizzatori delle competizioni domestiche e infine dai singoli club alla base della piramide. Ross e Szymanski (2007) sottolineano l'importanza di considerare questo aspetto verticale della governance per le organizzazioni sportive: sia nella teoria che nella pratica c'è infatti una distinzione netta tra chi organizza la competizione, che si occupa di amministrare, controllare e fissare le regole, e chi partecipa ad essa. Le singole società di calcio rappresentano le imprese che operano nel settore e sottostanno ad associazioni di squadre che sono le leghe nazionali, ossia gli organi responsabili dell'organizzazione dei campionati domestici in cui esse competono. Sia i club che le leghe nazionali sono subordinati alle federazioni nazionali e internazionali, che ricoprono un ruolo centrale nel panorama calcistico. Le federazioni nazionali, come la FIGC italiana o la Football Association inglese, assumono il ruolo di organismi centrali che gestiscono e regolamentano il sistema calcistico domestico. Esse, a loro volta, sono parte di un complesso di federazioni più ampio, in cui selezionano i propri rappresentanti e che permette di avere un certo coordinamento tra i club di diversi paesi partecipanti alle competizioni internazionali. In particolare, le diverse federazioni del settore calcistico europeo sono associate alla UEFA (Union des Associations Européennes de Football), che è l'organismo amministrativo, organizzativo e di controllo dell'intero calcio europeo. A sua volta la UEFA, assieme ad altre cinque confederazioni continentali, aderisce

a quello che è il massimo organismo governativo del calcio mondiale, ovvero la Fédération Internationale de Football Association (FIFA)⁹.

La struttura del sistema calcistico consente di avere unità e universalità in ogni aspetto, dalle regole del gioco all'organizzazione di campionati e coppe. Una tale struttura implica anche che le federazioni nazionali, le confederazioni continentali e la FIFA godono di una posizione monopolistica sulla regolamentazione e sull'organizzazione del gioco, che impedisce che il calcio sia organizzato all'esterno di essa, nonostante la presenza di una molteplicità di stakeholder che in parte compromette il livello di controllo che queste organizzazioni possono esercitare. In un contesto complesso e caratterizzato da pressioni commerciali sempre più forti qual è il calcio europeo, il ruolo di tali organi di governo è più importante e critico che mai per garantire una governance adeguata dell'intero sistema. La FIFA è stata costituita al fine di assicurare unità e armonia nella regolamentazione del calcio globale. La UEFA ha il compito di organizzare e gestire le competizioni europee e tale ruolo le permette, oltre che di proteggere e sviluppare il gioco del calcio in sé e tutte le questioni ad esso connesse, anche di promuovere i principi di unità, responsabilità e solidarietà all'interno del gioco. Inoltre essa, attraverso le sue scelte, ha la capacità di plasmare e indirizzare il futuro del calcio europeo. Spesso si genera però una certa tensione tra FIFA e UEFA, dovuta al fatto che le federazioni nazionali sono affiliate ad ambedue gli organismi e quindi si trovano a dover rispondere a entrambi. Si crea così una struttura in cui vi è un organismo governativo mondiale che dà istruzioni alle federazioni nazionali di tutto il mondo, e un altro organismo europeo che è in grado di fare sostanzialmente la stessa cosa, interagendo specialmente con i club di vertice, indipendentemente dalle scelte della FIFA. Le tensioni e i problemi tra le due organizzazioni possono determinare una rivalità che ostacola gli sforzi reciproci di trovare soluzioni logiche e vantaggiose ad alcune delle sfide affrontate dall'industria calcistica. Le federazioni nazionali e le leghe nazionali organizzano le competizioni domestiche e garantiscono il rispetto di regole comuni per tutte le società, sia dal punto di vista del gioco, sia sotto l'aspetto amministrativo. Tali organizzazioni hanno un forte potere disciplinare e normativo in quanto hanno la capacità di implementare le regole esistenti, sanzionare le violazioni e formulare nuove regole che mirano a consolidare la loro autorità. Federazioni e leghe nazionali possono

⁹ La FIFA, fondata nel 1904, è la federazione internazionale che governa il calcio, il calcio a 5 e il beach soccer e che si occupa dell'organizzazione di tutte le manifestazioni intercontinentali di tali sport. Essa comprende 211 federazioni affiliate in tutto il mondo e 6 confederazioni continentali. La UEFA è stata invece fondata nel 1954 ed è costituita da 55 federazioni nazionali europee.

inoltre bilanciare i vari obiettivi e attenuare i conflitti di interesse all'interno della competizione domestica, oltre ad avere il potere di controllare regolarmente i conti e le finanze dei club. La presenza di un'organizzazione che può applicare norme e codici di condotta, e che è indipendente dalle società, è uno strumento importante per innalzare gli standard, assicurare la buona governance e migliorare in generale l'industria calcistica. L'esistenza di questa struttura di governance a livello di sistema, non impedisce comunque alle società di calcio di operare liberamente all'interno delle regole imposte, assumendo autonomamente decisioni economiche e strategiche.

Nonostante la parziale standardizzazione delle regole, le differenze che sussistono nei sistemi normativi e nelle culture nazionali dei diversi paesi europei hanno una capacità sempre maggiore di impattare sull'organizzazione societaria, sui risultati sportivi e sull'equilibrio della competizione. I paesi che adottano regole più stringenti sono solitamente caratterizzati da una maggiore stabilità finanziaria, ma fanno maggiore fatica a competere a livello sportivo con club di paesi che godono di regimi più liberali. In tale contesto, sembrerebbe allora appropriato un intervento deciso da parte della UEFA per garantire una maggiore uniformità dei regimi di regolamentazione europei. Secondo Szymanski e Zimbalist, stabilire un sistema omogeneo potrebbe contribuire alla stabilità finanziaria del calcio, riducendo le differenze normative, il potere politico che le grandi squadre riescono ancora ad esercitare e le logiche distintive della stessa industria tra i diversi paesi.

Il "modello europeo dello sport" si basa su principi cardine quali la solidarietà finanziaria e l'apertura della competizione attraverso un sistema di promozione e retrocessione, aspetti chiave per il successo e la sopravvivenza del calcio europeo, che devono essere mantenuti adattandoli all'evoluzione dell'ambiente competitivo all'interno del quale si manifestano. Il sistema di promozione e retrocessione consente di tenere vivo l'interesse degli spettatori per la competizione e rappresenta una garanzia del fatto che, nonostante il calcio sia oramai un'industria economica, sono comunque i criteri sportivi, e non quelli meramente finanziari e commerciali, a dettare il diritto alla partecipazione alle competizioni: in tal senso, il successo sportivo risulta premiato, mentre il fallimento è punito. Secondo Musso (2003) "la forma piramidale delle organizzazioni sportive e il sistema di promozione e retrocessione sono una garanzia del fatto che la dimensione sportiva è superiore a quella economica".

La trasformazione dei club europei da associazioni no-profit a compagnie con finalità di lucro, che hanno fatturati elevati, organizzazioni manageriali e strategie

di marketing tipici delle grandi imprese, assieme alla presenza di un ambiente caratterizzato da un problema di sovra-investimento, suggeriscono l'urgente bisogno di un adeguato sistema di corporate governance anche a livello di club. Negli ultimi decenni, infatti, è stato messo in evidenza come la maggior parte delle società siano in netta perdita, e di conseguenza lo sia anche l'intera industria del calcio. Inoltre, il comportamento dei manager suggerisce che spesso essi si impegnano maggiormente nell'estrarre benefici finanziari personali o nell'innalzare il proprio status sociale piuttosto che nel preservare gli interessi degli stakeholder. Tali argomentazioni trovano supporto nei numerosi casi di malagestione finanziaria delle società di calcio, con diversi club europei che, specie dopo la crisi generata dalla pandemia da COVID-19, sono in situazioni di ristrettezza finanziaria, avendo accumulato enormi perdite e livelli di indebitamento preoccupanti. Si avverte dunque l'esigenza di fare un'inversione di rotta, elaborando nuovi modelli sostenibili di gestione e sviluppo dei club, che siano in grado di far fare un salto qualitativo all'intera struttura di management e di garantire la sopravvivenza delle società e di tutto il sistema.

Il concetto di corporate governance declinato per le società calcistiche fa riferimento al complesso di pratiche, meccanismi e strumenti della governance societaria applicati al contesto del calcio e diretti al funzionamento e alla gestione dell'organizzazione stessa, con il fine di soddisfare gli obiettivi sportivi, finanziari, operativi e strategici del club, garantendone al contempo la sostenibilità nel lungo periodo. L'adozione di un adeguato sistema di governance risulta di vitale importanza all'interno di ogni società, per cui l'attenzione a tale aspetto dovrebbe essere tra le priorità perseguite dal settore calcistico affinché i club siano gestiti in maniera efficace, riescano a sopravvivere alle difficili circostanze economiche che circondano l'industria e si riesca a stabilire una situazione di equilibrio sia economico-finanziario che sportivo. Il ruolo della corporate governance è anche quello di assicurare l'assenza di comportamenti opportunistici, limitare le asimmetrie informative e migliorare il processo strategico-decisionale, oltre che agire come un meccanismo di monitoraggio per mitigare il problema legato all'eccessivo indebitamento che caratterizza la maggior parte dei club di calcio europei. Diversi autori, tra cui Drobetz et al. (2004), hanno dimostrato infatti come forti meccanismi di corporate governance possano garantire un minor leverage per i club, sottolineando l'esistenza di una relazione inversa tra la qualità della governance e il livello di indebitamento di un club. Nonostante i trend promettenti degli ultimi anni, che evidenziano un notevole miglioramento nei ricavi, nei margini e nell'indebitamento finanziario, e in generale

uno sviluppo in diverse aree di gestione, gli standard di corporate governance nelle società di calcio sono significativamente al di sotto rispetto a quelli delle compagnie di altri settori. I problemi di agenzia sono stati palesati da diversi studi: in particolare, uno studio effettuato dal Football Governance Research Center nel 2005 ha messo in luce che le società di calcio non sono efficaci nella protezione degli interessi dei propri stakeholder, sono poco responsabili nei loro confronti e non forniscono informazioni trasparenti e affidabili a tutte le parti interessate. Le compagnie dovrebbero invece dialogare con tutti i portatori di interesse, rispettando i principi di corporate governance fissati dall'OCSE (1999), i quali sottolineano il contributo degli stakeholder al successo di lungo termine dell'impresa.

La complessità del problema relativo alla corporate governance nelle società calcistiche deriva dal fatto che per esse non è facile stabilire una gerarchia esatta tra quelli che sono gli obiettivi finanziari e le performance sportive. I club di calcio, sin dalla loro origine, hanno anteposto la massimizzazione dell'utilità, ossia del successo sportivo, alla massimizzazione dei profitti, e questo è rimasto l'obiettivo chiave per la maggior parte dei club anche una volta assunta la forma di società. A prioritizzare la performance sportiva ha contribuito il modello europeo dello sport che, come detto, è caratterizzato dalla possibilità di promozione e retrocessione a seconda dei risultati sportivi raggiunti nelle competizioni. L'evidenza empirica dimostra la validità di tale tesi: ad esempio, dallo studio di Garcia-del-Barrio e Szymanski (2009), si osserva che i club spagnoli e quelli inglesi, che sono quelli che puntano maggiormente alla massimizzazione delle vittorie, hanno riportato profitti nulli o perdite nel periodo compreso tra il 1994 e il 2004, devolvendo ogni forma di ricavo nell'acquisto e negli stipendi dei calciatori. In realtà, però, la massimizzazione della performance sportiva da parte di un club deve necessariamente tenere conto della sostenibilità della società, e quindi deve essere conseguita nel rispetto di determinati vincoli finanziari. A tal proposito, Gerrard (2005) ha presentato la tesi secondo cui le società di calcio professionistiche devono fare un trade-off tra la performance finanziaria e quella sportiva. L'autore, ampliando studi precedenti, sostiene anch'egli che i club europei si configurano come *utility-maximizers*, cioè hanno come obiettivo primario quello di massimizzare il numero di partite vinte e il successo sportivo in generale, ma al contempo puntano a raggiungere tale scopo nel rispetto di un vincolo di profitto minimo da realizzare. In particolare, una società di calcio ben gestita è quella che equilibra la performance sportiva e quella finanziaria, perché è ormai evidente come nell'industria calcistica non si possa avere un successo duraturo senza che sussistano entrambi gli aspetti.

Ciò è stato dimostrato in passato, con diversi esempi di squadre di successo che sono finite in bancarotta. Il successo finanziario è quindi diventato parte integrante del successo sportivo, in quanto la solvibilità dell'impresa è essenziale per garantirne la sopravvivenza. Inoltre, la relazione tra la performance finanziaria di un club e la sua performance sportiva è duplice, dato che scarse prestazioni sportive possono ridurre i ricavi della società, e quindi compromettere la sua performance finanziaria, pregiudicando le opportunità di investimento future; ma i club che non sono in grado di finanziare l'acquisto di giocatori di talento subiscono un'ulteriore riduzione della performance sportiva rispetto ai competitor, e si crea così un circolo vizioso che li porta a rischiare la retrocessione ai livelli inferiori della competizione. La necessità di bilanciare la sostenibilità finanziaria con il successo sportivo è una peculiarità delle società calcistiche che, secondo Michie e Oughton (2005), rende fondamentale la questione della buona governance e fa sì che, rispetto al passato, le considerazioni economiche, finanziarie e patrimoniali dei club debbano necessariamente avere una certa priorità nella gestione societaria.

Un'altra peculiarità dell'industria calcistica riguarda il fatto che la competizione che sussiste al suo interno è diversa da quella che caratterizza i mercati tradizionali, in quanto implica un gioco a somma nulla per i partecipanti: la vittoria di una squadra significa sempre la sconfitta di un'altra. Diversi studi mostrano che il sistema di promozione e retrocessione, i premi esogeni derivanti dalla partecipazione alle competizioni europee, la pressione esercitata dai vari stakeholder e soprattutto la correlazione esistente tra gli investimenti fatti e la probabilità di vittoria, aumentano gli incentivi dei club ad intraprendere una sorta di "corsa agli armamenti" e danno vita ad un fenomeno di *overinvestment* per l'acquisto e gli stipendi dei calciatori, che comporta una situazione in cui alcune squadre non riescono più a rimborsare i debiti e vanno così incontro all'insolvenza. Questa scommessa sul successo è in un certo modo normale nel settore calcistico, nel senso che coinvolge anche i club razionali che puntano maggiormente al profitto. Il concetto di sovra-investimento non è però sufficiente per comprendere l'estrema dissipazione dei ricavi che ha portato molte società di calcio a far registrare continue perdite e ad accumulare una quantità sempre maggiore di debito. In altri termini, l'idea di una "corsa agli armamenti" è troppo debole per descrivere la competizione in un settore caratterizzato da instabilità finanziaria, che continua ad operare nonostante molti degli attori siano tecnicamente in bancarotta. I club di calcio possono sostenere l'indebitamento quasi senza paura, in quanto sanno che gran parte di questo non sarà mai rimborsato. Come ha sottolineato Szymanski (2009), il meccanismo che determina tale risultato è simile al meccanismo tipico del settore

bancario, che rende le banche “*too big to fail*”. Ci saranno sempre organizzazioni di supporto che interverranno per salvare le società a rischio fallimento: principalmente si tratta delle autorità statali e di benefattori privati, i cosiddetti “*sugar daddies*”. Evidentemente, i manager di una società di calcio, consapevoli del fatto che il club non sarà lasciato fallire, sono incentivati a scommettere sul successo e sono spinti ad assumere maggiori rischi nelle loro decisioni di gestione e investimento (Franck e Lang, 2012). Le immissioni di denaro illimitate e l’esistenza di quello che è definito un *Soft Budget Constraint* hanno la tendenza a disincentivare una gestione societaria adeguata e a spingere anche i club più efficienti ad adottare strategie spregiudicate per non rischiare il declino sportivo. La potenziale corsa agli armamenti si trasforma così in una *zombie race*, in cui l’intero sistema opera sull’orlo dell’insolvenza, spendendo cronicamente più di quanto guadagna, ma salvato sistematicamente dall’intervento di agenti esterni. Da ciò consegue la preoccupante situazione finanziaria delle società di calcio europee negli ultimi decenni e la spinta per l’introduzione di meccanismi di corporate governance più efficaci sia da parte delle singole società che da parte delle autorità ai livelli superiori della piramide del sistema calcistico. A tal proposito, alcuni campionati hanno provato ad imporre meccanismi di controllo e regolamentazione finanziaria più severi. In Francia, un’organizzazione chiamata *Direction Nationale du Contrôle de Gestion* (DNCG), istituita dalla federazione nazionale nel 1990, ha ottenuto il diritto di controllare le finanze dei club al fine di evitare che essi spendessero al di là delle proprie possibilità; analogamente in Germania, la *Deutsche Fußball Liga* (DFL) ha ottenuto il diritto alla supervisione dei budget dei club.

A differenziare l’economia legata al calcio da quella che sta dietro ai settori più convenzionali vi è anche un altro aspetto, ossia il fatto che i campionati e le singole squadre che vi partecipano forniscono un prodotto aggregato, risultante dalla loro cooperazione. I club accettano infatti di unirsi e di essere regolamentati all’interno di un campionato perché la cooperazione nell’offerta di un prodotto realizzato in maniera unificata incrementa il valore economico e l’appetibilità del prodotto stesso. Inoltre, una competizione ben bilanciata tra le squadre che si affrontano è un fattore importante, perché permette di massimizzare l’incertezza e l’imprevedibilità dei risultati, caratteristiche essenziali per qualsiasi competizione sportiva. In tale contesto emerge quindi come condizione necessaria la mutualità tra i club, finalizzata a favorire il raggiungimento di un equilibrio competitivo nell’interesse di tutti gli attori, al contrario dei mercati convenzionali in cui si cerca invece di eliminare i competitor per acquisire maggiori quote di mercato. Le competizioni

calcistiche richiedono allora la presenza di meccanismi di governance efficaci per assicurare il mantenimento dell'equilibrio competitivo.

Un fattore che assume sempre più rilevanza nelle società di calcio europee riguarda la proprietà del club e, a tal proposito, si possono individuare due macro-modelli di governance.

Il primo, che ha dominato la realtà calcistica soprattutto nel passato, è il cosiddetto modello chiuso, nel quale sono gli azionisti di maggioranza della società, solitamente pochi individui, a detenere il controllo degli organi amministrativi. Il potere di assumere decisioni e guidare la società si concentra dunque nelle mani di pochi attori, che sono coloro i quali investono il proprio capitale nell'impresa: si tratta solitamente di un presidente-mecenate o di un gruppo familiare. Gli investimenti nelle società calcistiche, pur essendo in parte motivati da ragioni economico-finanziarie, come il ritorno economico diretto o indiretto, sono principalmente indotti da motivi non finanziari: il presidente è definito mecenate proprio perché non è particolarmente interessato al profilo reddituale dell'impresa calcistica, ma piuttosto all'appagamento personale derivante dal prestigio, dalla popolarità e dalla visibilità che si ottengono con i risultati sportivi, o più semplicemente è spinto dall'attaccamento alla squadra. Il proprietario figura come il solo riferimento in ogni ambito della società e mette a disposizione la sua capacità di far fronte alle spese e di rispondere agli imprevisti. Il lato negativo di questo modo di gestire un club è legato ad una scarsa pianificazione strategica derivante dall'assenza di figure manageriali specifiche, che sarebbero invece necessarie per il corretto funzionamento delle varie attività aziendali. L'adozione di tale modello da parte delle società ha determinato bilanci in passivo e uno spreco ingente di risorse e opportunità. Il calcio italiano ha raggiunto il successo impiegando il modello chiuso, con presidenti-mecenati sempre pronti ad investire di tasca propria, come nel caso di Silvio Berlusconi alla guida dell'AC Milan. Anche il calcio inglese è caratterizzato da una situazione simile, in cui però i club di calcio prendono principalmente la forma di società a responsabilità limitata, attraverso le quali il presidente evita di farsi carico della piena responsabilità di un eventuale fallimento. Tuttavia, l'evoluzione dell'industria calcistica, la globalizzazione e l'alta competizione di mercato hanno reso il modello chiuso, nella sua forma pura, sempre meno adeguato e sostenibile, dato che i costi sono in continua crescita e assorbono una frazione sempre maggiore dei ricavi. L'altra tipologia di modello di governance è il modello aperto, tipico del calcio tedesco e spagnolo. In questo caso, gli organi di gestione e controllo del club non sono espressione solamente degli azionisti di controllo, ma rappresentano anche

altre categorie di stakeholder. L'apertura consiste proprio nella partecipazione di altri soggetti alle strutture organizzative della società, il che comporta il perseguimento di un interesse collettivo e una maggiore attenzione rivolta agli aspetti sportivi e socio-culturali. Tipico di tale categoria è il cosiddetto "azionariato popolare", nel quale non è l'aspetto economico che risulta prevalente, ma ci si focalizza su interessi sportivi, sociali e culturali. Il modello aperto è caratteristico, ad esempio, di alcuni club spagnoli che sono riusciti a mantenere la forma associativa e delle società di calcio tedesche, le quali devono attenersi alla normativa federale nota come "*50%+1 rule*", che stabilisce che appunto il 50%+1 dei diritti di voto devono essere detenuti dalle associazioni di membri.

Dal modello di governance adottato dipendono il potere e le responsabilità dei centri decisori e il livello di efficacia dei controlli cui sono sottoposti. Ne scaturisce un sistema complesso in cui le forze decisionali indicano il comportamento che ogni società terrà nei confronti degli stakeholder interni ed esterni. Il modello aperto è quello che attualmente assicura margini di sviluppo economico più elevati. Ciò è osservabile dai risultati ottenuti da questa forma di governance rispetto al sistema chiuso, il quale appare ormai obsoleto nella sua forma rigorosa, in un contesto in cui si richiede di sostenere spese sempre più elevate e in cui le regolamentazioni esigono che sia garantita la sostenibilità dell'impresa. Questi fattori non permettono più alla figura del presidente-mecenate di immettere risorse nel club senza badare all'aspetto economico e di riuscire a garantire gli stessi livelli di competitività del passato. L'esempio maggiormente efficace è quello del calcio tedesco che, dalla fine degli anni '90, attraverso una politica lungimirante, si è saputo costruire un futuro solido che sta ora portando i suoi frutti. In Italia, invece, terminata l'era del mecenatismo, le società non riescono a chiudere bilanci in positivo, presentano gestioni societarie scadenti e performance in declino tanto dal punto di vista finanziario quanto dal punto di vista sportivo.

3.2 Struttura proprietaria nei cinque principali campionati europei

Michie e Oughton (2005) suggeriscono che sarebbe opportuno considerare forme alternative di partecipazione societaria e di gestione dei club di calcio, per contrastare il comportamento dei manager spesso orientato all'estrazione dei benefici privati del controllo piuttosto che alla soddisfazione degli interessi degli stakeholder. La struttura proprietaria rappresenta uno dei meccanismi interni di corporate governance che possono avere maggiore impatto sui problemi di agenzia, sull'efficienza gestionale e sulla performance generale della società.

La letteratura sulla corporate governance evidenzia che gli azionisti che detengono quote societarie significative possono esercitare un forte monitoring, dato che essi hanno maggiore interesse nel controllare il comportamento del management (Shleifer e Vishny, 1986). Infatti, se i *blockholders* sono interessati ad estrarre più valore dai loro investimenti, essi possono aumentare la loro quota in quelle imprese che hanno performato bene per beneficiare così della loro performance futura, e ciò li motiva ad esercitare un maggior controllo sulle decisioni manageriali, il che ha un effetto positivo sulla performance finanziaria dell'impresa. L'industria del calcio presenta un ambiente unico per esaminare l'impatto della concentrazione della proprietà sulla corporate governance per due motivi. In primo luogo, nel settore del calcio europeo manca in sostanza il *market for corporate control* che consente un *take-over* agevole delle società; in secondo luogo, le compagnie di calcio europee tendono ad avere consigli di amministrazione dominati da insider. Entrambi questi motivi creano delle condizioni che consentono ai manager di avere sufficiente capacità di esercitare la propria discrezionalità sulle operazioni quotidiane. Quindi, in assenza di meccanismi di controllo del mercato dei capitali e di amministratori esterni, il monitoring dei manager da parte dei *blockholders* rappresenta un meccanismo di governance di grande importanza e può permettere di ridurre i problemi di agenzia tra management e proprietari. D'altro canto, alcuni studiosi sostengono una tesi differente, secondo cui la concentrazione della proprietà nelle mani di uno o di pochi soggetti rappresenta un ostacolo alla possibile evoluzione della governance del calcio, in quanto impedisce ad una molteplicità di soggetti, interessati per vari motivi alle sorti sociali e sportive delle società calcistiche, di poter partecipare al governo societario e alle scelte gestionali. Inoltre, l'esistenza di *large shareholders* può generare a sua volta un problema di agenzia tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. In tal senso, quando la partecipazione societaria è troppo concentrata, l'effetto di tale concentrazione diventa negativo, a causa del possibile rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza, e può condurre a delle performance peggiori per la società (Thomsen et al., 2006; Kim et al., 2007). Diversi studi, tra cui quello di Bulchholz e Lopatta (2017), analizzano la concentrazione della proprietà nelle società di calcio ed evidenziano come i grandi proprietari non diversificati che detengono il controllo di un club possono preferire l'estrazione di benefici privati, riguardanti il prestigio pubblico o la promozione delle loro altre attività. Prima Sloane (1971) e poi Szymanski e Smith (1997) sostengono che, all'interno dell'industria calcistica, una partecipazione societaria più ampia sia una soluzione percorribile per porre un freno ai vari problemi di agenzia e contribuire a risolverli. Anche McMaster (1997) è a favore

della dispersione della proprietà e ritiene anche che essa possa consentire ai club più piccoli l'accesso ai fondi necessari per attirare calciatori di talento.

Originariamente, i club calcistici erano controllati da numerosi soggetti, nonostante fossero organizzazioni piuttosto piccole. Negli ultimi decenni, tuttavia, la combinazione della tendenza alla massimizzazione del successo sportivo e della globalizzazione del calcio hanno portato inesorabilmente ad una concentrazione sempre maggiore della proprietà dei club europei nelle mani di pochi individui e le associazioni si sono quasi tutte trasformate in società a responsabilità limitata. Demsetz e Lehn (1985) hanno sottolineato che l'adozione di strutture proprietarie sempre più concentrate è legata al valore derivante dal controllo del club, controllo che permette di ottenere diversi benefici privati che disincentivano gli individui a dividerlo. Secondo i dati che emergono dal report UEFA *"The European Club Footballing Landscape"* (2021), si osserva che tra i cinque principali campionati europei, Italia e Inghilterra sono i due paesi in cui la proprietà dei club è maggiormente concentrata; in Germania la situazione è quasi diametralmente opposta, dato che la percentuale di club non aventi alcuna maggioranza assoluta dei diritti di proprietà è pari al 78%. Questo dato conferma l'indirizzo della Bundesliga, che mira ad enfatizzare la valenza non solo sportiva ed economica, ma anche sociale del calcio attraverso il coinvolgimento nel capitale delle società di numerosi portatori di interesse.

Tabella 3.1 - Concentrazione proprietaria nei cinque principali campionati europei, stagione 2017/18

	Proprietà di maggioranza	Nessuna proprietà di maggioranza
Italia	100%	0%
Inghilterra	100%	0%
Germania	22%	78%
Spagna	55%	45%
Francia	85%	15%

Fonte: Sánchez L.C., Barajas A. & Sanchez-Fernandez P. (2021). *"Fans in the ownership of Big Five leagues: lessons for better football governance"*, *Soccer & Society*, Vol. 22, n.4

Franck (2010) ricorre alla teoria dei diritti di proprietà per evidenziare il fatto che nelle strutture proprietarie altamente concentrate il diritto residuale di controllo e il diritto al credito residuo sono nelle mani delle stesse persone, ossia di coloro i quali detengono le quote di maggioranza, che hanno un livello di autonomia decisionale così elevato da riuscire a gestire il club come preferiscono.

Per quanto riguarda l'influenza sulla performance finanziaria è rilevante lo studio di Dimitropoulos (2014), che fornisce evidenze in merito all'impatto della governance sulla struttura di capitale delle società calcistiche. La struttura di capitale dei club di calcio è vicina a quella ottima teorizzata da Modigliani e Miller, poiché i club, pur presentando importanti asimmetrie informative, si interfacciano con basse o nulle possibilità di bancarotta, rendendo quindi il settore economico differente rispetto alle altre industrie. Ciò implica che la maggiore concentrazione della proprietà delle società calcistiche è accompagnata da un livello elevato di leverage finanziario. Anche il lavoro di Ruta, Lorenzon e Sironi (2020) contribuisce alla letteratura esistente relativa all'impatto di una struttura proprietaria altamente concentrata sulle performance del club. Utilizzando un approccio empirico che analizza i club italiani e inglesi nel periodo che va dal 2006 al 2015, la ricerca evidenzia l'applicazione della teoria dei diritti di proprietà nell'industria del calcio, in accordo con l'analisi condotta da Franck (2010): un aumento del controllo e del potere nelle mani dei proprietari determina un migliore allineamento tra la performance del club e la loro funzione obiettivo, orientata alla massimizzazione della vittoria, e ciò determina da un lato migliori risultati sportivi, ma dall'altro è connesso ad una minore profittabilità del club. In altri termini, il grado di concentrazione della proprietà è connesso a prestazioni finanziarie peggiori ma migliori risultati sportivi. Gli autori hanno poi verificato lo scarso impatto dei meccanismi interni di governance sulla performance del club in quei contesti caratterizzati da strutture proprietarie altamente concentrate: l'eccessivo controllo del proprietario limita il ruolo del consiglio di amministrazione e quindi la possibilità che i meccanismi di governance possano essere introdotti in modo efficace e possano portare benefici all'organizzazione. Lo studio conclude che una proprietà del club altamente concentrata limita, ma non annulla totalmente, il ruolo e l'impatto dei meccanismi di governance interni, i quali potrebbero portare comunque qualche forma di vantaggio all'organizzazione, sia per quanto riguarda la dimensione sportiva che dal punto di vista finanziario. Tuttavia, un intervento normativo che riguardi solamente tali meccanismi interni avrebbe un'influenza modesta sulla gestione della società di calcio, a causa del grande controllo nelle mani dei proprietari. Per tale ragione, Ruta, Lorenzon e Sironi, così come Dimitropoulos, concordano nel definire come prioritario un intervento di regolamentazione che incentivi modelli di proprietà dispersi.

Come detto, tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90 si è assistito ad una trasformazione dei club di calcio da associazioni no-profit ad imprese con scopo di lucro. La professionalizzazione nel mondo del calcio ha fatto sì che i club fondassero

delle entità legali separate dalle associazioni di membri o che queste ultime fossero convertite direttamente in società di calcio. Le strutture proprietarie adottate dai club dei vari paesi hanno preso strade differenti, seguendo le diverse tendenze sociali e culturali tipiche del contesto domestico. Mentre le società di calcio inglesi sono state convertite sin da subito in società per azioni, i club italiani, francesi e spagnoli hanno incorporato tale tendenza solo nella seconda metà del ventesimo secolo. Il campionato tedesco è stato l'ultimo ad attuare la separazione legale tra associazioni e club di calcio, nel 1998. La commercializzazione del calcio a livello globale e le attraenti opportunità di investimento offerte hanno poi fatto sì che la presenza di compagnie e investitori privati all'interno dell'industria calcistica europea aumentasse significativamente. Si è dapprima verificato l'ingresso nelle società di calcio di investitori privati locali, che hanno acquisito quote di partecipazione significative; successivamente, vi è stato l'ingresso anche di investitori stranieri.

In generale, è possibile identificare tre forme giuridiche fondamentali nel calcio professionistico europeo: le associazioni di membri (*popular club*), le società private (*privately owned club*), e le società quotate pubblicamente sui mercati azionari (*stock-exchange listed club*).

Le associazioni di membri sono la forma originale dei club di calcio, in cui le quote sono nelle mani di una molteplicità di membri-tifosi, che detengono il controllo e partecipano in modo attivo alla vita del club, fornendo le risorse necessarie, esercitando il diritto di voto in assemblea e nominando il management nel rispetto di principi democratici. Si tratta di un modello di proprietà che solamente pochi grandi brand globali riescono tuttora a sostenere, rimanendo competitivi nel lungo periodo. Tali club sono in grado di generare ricavi significativi dalle sponsorizzazioni, dal merchandise e dalla forte fan base, ricavi che permettono loro di opporsi all'ingresso di investitori privati. Nei club controllati da associazioni la proprietà è distribuita tra un numero di membri relativamente grande e si può configurare una forma di azionariato popolare (*supporter ownership*): le società della Bundesliga tedesca, ma anche squadre dell'élite calcistica spagnola quali Barcellona e Real Madrid, sono esempi di adozione di questo tipo di struttura proprietaria. Nella maggior parte dei casi i tifosi sono stati in grado di acquisire soltanto una quota della proprietà, sfruttando momenti in cui il club era in una situazione di rischio finanziario; solo in alcune circostanze i tifosi hanno assunto la proprietà totale dei club. C'è però da sottolineare che la democrazia nei club che adottano tale struttura è in realtà illusoria, in quanto il controllo effettivo del potere è nelle mani di individui determinati a fare di tutto pur di raggiungere il successo. Come

sottolineano gli economisti tedeschi Dietl e Franck, in un sistema associativo qual è quello tedesco i tifosi hanno un controllo che è solo nominale, ma nella realtà il club è controllato da individui potenti che godono di responsabilità limitata. La gestione finanziaria dei club risulta critica anche nel contesto apparentemente più democratico che caratterizza il campionato tedesco e in parte quello spagnolo: infatti, per quanto tali squadre possano contare sulla passione e sulle risorse dei tifosi, questi ultimi puntano principalmente alla performance sportiva piuttosto che alla profittabilità, e dunque l'azionariato popolare può essere foriero di una elevata instabilità finanziaria, strategica e gestionale, soprattutto nelle fasi in cui i risultati sportivi sono carenti. Se però il processo democratico può quantomeno permettere ai tifosi di rimuovere un management incapace, cosa che non può essere fatta se questo coincide con la proprietà del club, allora il controllo democratico, seppur limitato, può determinare comunque un certo vantaggio. All'interno dell'industria calcistica odierna, la posizione dei club gestiti da associazioni di membri, per quanto possa determinare risultati migliori, sembra comunque anacronistica. Tali club hanno difficoltà nel raccogliere capitali esterni, perché non possono garantire agli investitori il controllo societario desiderato, mentre il modello del proprietario ricco alla conduzione di un club, capace di investire e di raccogliere ingenti capitali per portarlo al successo, per quanto inefficiente, sembra comunque essere la norma.

Per quanto riguarda le società *privately owned*, esse possono assumere diverse forme, dato che gli investitori privati possono acquisire la totalità o solo la maggioranza delle partecipazioni. Una delle prime tipologie di società con proprietà privata sono stati i club aziendali legati ai movimenti dei lavoratori alla fine del diciannovesimo secolo: esempi di tali club sono stati Manchester United, Arsenal e Bayer 04 Leverkusen. In seguito, anche ricchi imprenditori e famiglie si sono interessati all'acquisizione di club in tutta Europa. Per esempio, la famiglia Agnelli ha cominciato a sostenere la Juventus nel 1923 e detiene tuttora la maggioranza delle quote del club. L'importanza di detenere la partecipazione di maggioranza in un club si basa sui diritti di proprietà: i diritti residuali di controllo creano un'autonomia decisionale che consente agli investitori di maggioranza di utilizzare il club come uno strumento per acquisire prestigio pubblico e per favorire gli altri loro affari. Negli ultimi vent'anni si è cominciato ad utilizzare il termine "*sugar daddies*" per descrivere i ricchi individui che sono disposti ad investire ingenti somme di denaro per costruire una squadra vincente. Franck (2010) ha osservato che quello degli "*sugar daddies*" è diventato il concetto di finanziamento dominante, specie nel campionato inglese e in quello italiano, legati maggiormente ad un

modello di governance chiuso. Prima Vrooman (1997) e poi lo studio di Lang, Grossmann e Theiler (2011) trovano che tali investitori privati hanno un impatto positivo sul successo sportivo e sui ricavi dei club. Per i ricchi investitori i club di calcio rappresentano “beni posizionali”¹⁰ poiché la proprietà di una squadra celebre con cui conquistare trofei è diventata un mezzo in mano ai proprietari per esibire il proprio status sociale a livello globale. Oltre a vantaggi personali, l’ingresso di ricchi investitori privati garantisce ingenti investimenti nel mondo del calcio, che consentono il miglioramento delle infrastrutture e dei club. Si generano, inoltre, degli *spillover effects* derivanti dal fatto che il denaro investito per rendere un club più competitivo può spronare altri investitori a fare altrettanto, aumentando ulteriormente il giro di denaro nell’industria. Tra i diversi modelli di club *privately owned* emersi nel corso degli anni, due sono stati quelli più a lungo rilevanti nel panorama calcistico europeo. Il primo modello è quello detto “*It’s my party*”, in cui il proprietario controlla e gestisce il club in maniera diretta, mettendo a disposizione le risorse finanziarie necessarie per la crescita e per il raggiungimento dei traguardi sportivi, senza ricorrere a capitali di rischio esterni. L’esempio corrente più vicino a tale realtà è il Chelsea, squadra inglese nelle mani dell’imprenditore russo Roman Abramovich. I vantaggi di tale modello di gestione sono legati alla disponibilità finanziaria del proprietario, che è disposto a sostenere le spese del club pur di condurlo alla vittoria e a coprire le perdite finanziarie immettendo nuovo capitale. Tuttavia, tale modello può rivelarsi molto rischioso per il club, dato che il proprietario può lasciare o vendere la società in qualunque momento. L’altro modello è quello noto come “*Family affair*”, che riguarda le società più piccole gestite da nuclei familiari. In tale modello la famiglia proprietaria investe le proprie risorse controllando direttamente la società insieme a pochi altri soggetti. I rischi sono legati principalmente alla difficoltà nel reperire capitali esterni e all’assenza di figure manageriali qualificate, poiché le famiglie proprietarie tendono ad essere direttamente impegnate anche nella gestione. Questi due modelli, tipici del sistema chiuso di governance delle società di calcio, risultano però poco adatti ad un’industria in continua evoluzione e sempre più competitiva, e per tale ragione sono ormai rari nella loro forma “pura” e sono stati quindi adattati in una forma più ibrida, aprendosi al finanziamento esterno e all’ingresso di altri investitori e di figure manageriali professionali.

¹⁰ Il termine “bene posizionale” è stato coniato dall’economista Fred Hirsch per descrivere un bene il cui valore è legato alla posizione che esso ha all’interno di una determinata gerarchia. Il calcio può rientrare in questa concezione perché il risultato della competizione dipende dalla posizione finale ed è chiaro ed evidente a tutti.

Nell'ultimo decennio, l'industria del calcio europeo ha assistito all'arrivo di numerosi investitori stranieri, che hanno acquisito la proprietà di diversi e importanti club: basti pensare che nella stagione 2021/22 soltanto 5 club su 20 della Premier League inglese mantengono una proprietà locale. Negli altri campionati il numero di proprietari stranieri è più basso, anche se il fenomeno è in crescita. L'ingresso di investitori stranieri è motivato innanzitutto dal fatto che il settore calcistico ha assistito ad una commercializzazione sempre maggiore e i costi per gestire i club sono aumentati significativamente, rendendo difficoltosa la direzione e il mantenimento per i proprietari locali. Gli investimenti stranieri nel calcio europeo raramente sono mirati alla realizzazione diretta di profitti, ma sono piuttosto legati ad aspetti strategici che possono favorire altri business degli imprenditori. Al giorno d'oggi, infatti, il calcio è considerato sempre più un canale ottimale per diversificare i portafogli degli investitori, per promuovere ed espandere un brand attraverso l'associazione con sponsor e stakeholder importanti e per posizionarlo in modo tale da conquistare nuovi mercati e nuovi clienti. Sempre più proprietari delle società di calcio acquistano infatti i club pur non avendo alcuna connessione di lungo periodo né con essi né con il calcio in generale. I proprietari di società come Chelsea, Manchester City e Paris Saint-Germain, ad esempio, non avevano alcun legame con i club acquistati e con l'industria calcistica, ma hanno impegnato più denaro di qualsiasi altro proprietario nella storia per portare le squadre al successo. L'Europa è vista come un mercato enorme e redditizio, specie per migliorare la conoscenza di un brand e per l'affermazione dell'immagine pubblica di paesi, compagnie o singoli individui: squadre come Paris Saint-Germain e Manchester City sono spesso viste come degli ambasciatori dei paesi di appartenenza dei loro proprietari, rispettivamente Qatar ed Emirati Arabi. L'ingresso di questi ricchi proprietari stranieri, che hanno effettuato ingenti investimenti, ha condotto i club a diversi successi nazionali e internazionali nel giro di pochi anni.

Recentemente, anche numerosi operatori finanziari, principalmente fondi di private equity ed hedge funds, hanno iniziato ad investire nelle organizzazioni sportive. La stima del livello complessivo degli investimenti si aggira attorno ai €3.5 miliardi e ha coinvolto club importanti quali l'AC Milan, il cui controllo è entrato nelle mani di Elliot Management, l'Atlético Madrid, una cui quota rilevante è stata acquisita dal Quantum Pacific Group, e persino club storici quali Manchester United e Liverpool, rispettivamente nelle mani di Baron Capital e RedBird Capital Partners.

Alcuni club europei hanno provato nel corso degli anni a quotarsi in Borsa, così da poter accedere a forme di finanziamento aggiuntive. Il modello dello *stock-exchange*

listed club si è originato negli anni '80, e il numero di società di calcio quotate pubblicamente in Europa è cresciuto rapidamente, raggiungendo il suo picco tra la metà degli anni '90 e l'inizio degli anni 2000. Il Tottenham Hotspur è stato il primo club europeo a quotarsi nel 1983, seguito dal Manchester United nel 1991. Tale pratica ha avuto una certa popolarità anche in Italia, con AS Roma, SS Lazio e Juventus FC che sono entrate e sono tuttora nel mercato azionario; e per altre società famose quali Borussia Dortmund, Olympique Lyonnais e Ajax. La quotazione di un'impresa sul mercato azionario le consente di ottenere capitali a basso costo da un gran numero di investitori, attraverso i quali realizzare progetti di sviluppo, infrastrutture, ristrutturare finanziariamente l'impresa e investire nella squadra per rimanere competitiva dal punto di vista sportivo. Le quote della società sono scambiate e sono accessibili al pubblico, anche se, solitamente, la maggioranza resta comunque nelle mani di un numero ridotto di azionisti, che detengono il controllo del club e prendono le decisioni cruciali. Essendo la società quotata, essa deve rispettare le normative vigenti sul mercato, per cui è richiesta una grande trasparenza nelle dichiarazioni e nei documenti contabili e finanziari. Il fenomeno della quotazione, tuttavia, è diventato ben presto poco attraente per le società di calcio, tanto che numerosi club hanno fatto ricorso al *delisting* a causa del crollo dei prezzi delle azioni, degli scarsi ritorni sugli investimenti e dei costi necessari per restare sul mercato azionario. La quotazione ha infatti un impatto positivo nel breve periodo, ma non riesce a garantire un effetto di lungo termine né sulla performance finanziaria né su quella sportiva dei club. C'è poi da sottolineare che ai vantaggi di tipo economico, che consistono appunto nella facilità di reperire i capitali, si possono contrapporre svantaggi dal punto di vista sportivo, in quanto potrebbero entrare in società attori poco interessati alla performance sul campo e che danno invece priorità alla redditività della società.

Un fenomeno che emerso nell'ultimo decennio all'interno dell'industria calcistica è quello della *multi-club ownership*, cioè la proprietà delle quote di molteplici club da parte di un individuo o di una compagnia privata. Le strutture di *multi-club ownership* hanno solitamente al centro della loro strategia un singolo club e consentono di generare un'ampia rete mediante la quale far leva su sinergie sportive e finanziarie. A livello di campionati nazionali, nel tentativo di garantire l'integrità delle competizioni, le federazioni hanno implementato una salvaguardia legale rigorosa che impedisce la proprietà comune di più club¹¹. Nel panorama calcistico

¹¹ Emblematico è il caso del proprietario dei club italiani Lazio e Salernitana, al quale, nel momento in cui i due club si sono ritrovati a competere nella stessa divisione, è stata imposta la cessione di una delle due società.

globale, queste regolamentazioni non hanno evitato l'espansione internazionale dei club attraverso acquisizioni di società europee non partecipanti alle competizioni UEFA o di club membri di altre confederazioni. I gruppi proprietari di club importanti come Atlético Madrid e Manchester City hanno scelto questa strada con l'obiettivo di accelerare la crescita del brand e generare payoff futuri sia per le squadre che per le compagnie che le controllano.

Non è possibile individuare quello che è il modello proprietario migliore per un club di calcio, dato che nel tempo si sono alternate al vertice delle competizioni squadre caratterizzate dall'una o dall'altra forma proprietaria. Osserviamo adesso quelle che sono le strutture proprietarie caratteristiche di ciascun campionato.

Partendo dal campionato inglese, si osserva che qui la maggior parte dei club è stata convertita in società di capitali, e in particolare in *Public Limited Company PLC*¹², già alla fine del diciannovesimo secolo. Fin dalla ristrutturazione della prima divisione inglese nel 1992, che ha portato alla costituzione della Premier League, si è posta grande enfasi sulla sua crescita commerciale, tanto che essa è diventata in breve tempo il campionato più ricco e commercializzato al mondo, in grado di generare i ricavi più alti in assoluto e risultando estremamente attraente per i potenziali investitori. I soggetti interessati ad acquisire il controllo di un club inglese sono sottoposti al cosiddetto "*Owners' and Directors' Test*" (OD Test), introdotto nel 2004 e il cui superamento assicura che i proprietari abbiano le prerogative adatte a gestire una società calcistica. Anche se l'OD Test rimane uno dei criteri di proprietà più dettagliati nel mondo del calcio, con numerosi requisiti che garantiscono alla federazione grande discrezionalità nel consentire o meno il passaggio di proprietà di un club, esso non ha frenato i grandi investimenti stranieri, come ad esempio l'acquisto del Manchester City da parte di un fondo sovrano di Abu Dhabi o l'acquisizione del controllo del Newcastle United da parte del fondo di investimento dell'Arabia Saudita PIF, avvenuta negli ultimi mesi del 2021 e circondata da polemiche e opinioni contrarie di diversi esperti. Il campionato inglese vanta una gamma di proprietari di club molto eterogenea e rappresentativa di diverse parti del mondo. La maggioranza dei proprietari proviene dagli USA, e detiene le principali società inglesi quali Manchester United, Liverpool e Arsenal. Poche squadre restano in mano a proprietari inglesi, mentre la presenza di investitori provenienti dalla Cina e dal mercato asiatico sta crescendo negli ultimi anni.

¹² Si tratta di una società a responsabilità limitata le cui azioni possono essere liberamente vendute e scambiate tra il pubblico, ma che può anche essere posseduta privatamente.

In tema di struttura proprietaria, il modello tedesco rappresenta un caso emblematico. La Bundesliga presenta infatti caratteristiche e regole di governance uniche, che prioritizzano i tifosi e la loro connessione con le squadre, mettendo in piedi un sistema che protegge le società da investitori privati con interessi differenti da quelli sociali e sportivi. Storicamente, ai club di calcio tedeschi era proibito avere una proprietà privata ed essere gestiti come imprese orientate al profitto. Per tale ragione, i club sono rimasti a lungo strutturati nella forma di associazioni di membri senza scopo di lucro, in cui la proprietà era nelle mani dei membri-tifosi, che prendevano le decisioni attraverso un consiglio eletto. Tuttavia nel 1998, vista l'ormai evidente professionalizzazione dello sport, la *Deutscher Fußball-Bund* (DFB)¹³ ha adottato l'attuale modello di struttura proprietaria, basato sulla cosiddetta "50%+1 rule". Questa normativa ha consentito ai club calcistici, organizzati sotto forma di associazioni registrate dette *Eintrager Verein (e.V.)*, di ristrutturarsi in modo tale che le loro squadre potessero essere gestite in maniera separata come compagnie pubbliche o private a responsabilità limitata, con scopo di lucro e in grado di distribuire profitti ai propri investitori, a condizione che la maggioranza delle quote azionarie con diritto di voto, cioè il 50%+1 appunto, restasse nelle mani dei membri delle associazioni. Ciascun membro ha diritto ad un voto nell'assemblea generale e può essere nominato nel consiglio di amministrazione o nel consiglio di sorveglianza della società. La regola ha permesso dunque ai membri delle associazioni di mantenere il controllo generale, proteggendo i club dalla scalata e dall'influenza di investitori privati o di altre società esterne. L'idea è stata quella di evitare che una singola entità prendesse il controllo completo di una società di calcio e che investitori privati utilizzassero una squadra come il proprio "giocattolo", per poi abbandonarla quando non più interessati. Il campionato tedesco non rappresenta quindi un'opzione per quegli investitori che vogliono avere il controllo del club in cui investono. Per esempio, l'associazione dei membri del Bayern Monaco detiene il 75% delle azioni con diritto di voto della società, con la restante quota divisa in parti uguali tra i suoi sponsor Adidas, Allianz e Audi. L'associazione dei membri del Borussia Dortmund, invece, detiene solamente il 5.53% delle azioni, ma mantiene comunque la maggioranza dei diritti di voto. Ci sono poi club come lo Schalke 04 che rimangono interamente nelle mani dei tifosi, i quali controllano il 100% delle azioni attraverso l'associazione. Eccezioni alla regola del "50%+1" sono possibili solamente nel caso in cui un investitore sia in grado di dimostrare di aver

¹³ Si tratta della federazione calcistica tedesca, che storicamente si occupava della governance del sistema calcistico nazionale. Dal 2000, però, le prime due divisioni hanno costituito la lega calcistica tedesca, la *Deutscher Fußball-Liga DFL*, che è rimasta all'interno della DFB ma ha acquisito un'autonomia significativa, prendendo in particolare il controllo del sistema di licenze dei club.

supportato la società in modo significativo e continuato per più di 20 anni: rientrano in tale categoria club quali il Bayer 04 Leverkusen e il VfL Wolfsburg. Peculiare è la situazione del RB Lipsia, detenuto al 99% dalla compagnia Red Bull e per il restante 1% dall'associazione dei membri, la quale mantiene però la totalità dei diritti di voto attraverso una affiliazione chiusa con soli 19 membri, che sono tutti dipendenti della Red Bull: in tal modo, il club è in sostanza controllato da un'altra società. Il rispetto della "50%+1 rule" è considerato essenziale ed è una condizione necessaria per ottenere la licenza per la partecipazione alla Bundesliga, sia perché garantisce il controllo democratico dei club da parte dei membri, sia perché è un'espressione della cultura incentrata sui tifosi, cuore pulsante del calcio tedesco.

In Francia un'entità sportiva deve necessariamente essere un'associazione senza fini commerciali e senza scopo di lucro. Tuttavia, il codice sportivo francese permette alle associazioni di incorporare una compagnia commerciale dedicata alla gestione dell'attività calcistica: nel 1999 è stata infatti introdotta una nuova forma di proprietà, ossia la società per azioni sportiva professionistica *SASP*. Si tratta di una compagnia a responsabilità limitata che consente ad un investitore privato di detenere l'intero capitale di un club e di riceverne i dividendi. Nella stagione 2013/14 quasi tutti i club delle prime due divisioni francesi avevano ormai adottato tale forma giuridica. La riforma istituzionale rifletteva il cambiamento nella struttura commerciale del calcio, la ridotta volontà da parte del governo di finanziare lo sport professionistico e il desiderio di dare una migliore base finanziaria ai club, vista la persistenza di problemi di liquidità e di insolvenza. Il campionato francese ha anche aumentato la supervisione dei club professionistici attraverso la *Direction Nationale du Contrôle de Gestion* (DNCG), istituita nel 1990 al fine di regolamentare e monitorare le decisioni finanziarie dei club di calcio. La DNCG non è in grado di bloccare il trasferimento della proprietà di un club, ma il mancato soddisfacimento dei requisiti imposti può portare a multe o sanzioni finanziarie e sportive. La flessibilità delle regole francesi ha permesso a numerosi investitori di fare il loro ingresso nel mondo del calcio negli ultimi anni. La maggioranza delle società della Ligue 1 sono possedute da proprietari privati locali anche se, ultimamente, il campionato francese sembra essere sempre più attraente per gli investitori stranieri, dato che esso è poco competitivo e le società sono tra le meno costose dei principali campionati europei. Il caso più celebre riguarda l'acquisizione del Paris Saint-Germain, avvenuta nel 2011, per una cifra di appena €100 milioni, ad opera del fondo di investimento sovrano Qatar Sports Investments.

Per quanto concerne il campionato italiano, nel 1981 il regolatore ha imposto ai club di calcio di convertirsi in società di capitali, assumendo la forma di società per azioni

o di società a responsabilità limitata. Gli studi condotti sugli assetti proprietari delle società calcistiche italiane evidenziano come nel settore rimangano costanti i tratti caratteristici del sistema capitalistico nazionale, che si connota per la presenza di un azionista di controllo e per uno scarso ruolo del mercato dei capitali. Il controllo societario è attuato principalmente tramite una persona giuridica, italiana o estera, anziché una persona fisica: dallo studio "Report calcio 2021" condotto da PwC si osserva infatti che tra i club iscritti alla Serie A nella stagione 2019/20, ben 14 erano controllati da una persona giuridica italiana, 5 da una persona giuridica estera e soltanto uno da una persona fisica italiana. La presenza di uno o di pochi azionisti, che detengono la maggioranza assoluta dei diritti di proprietà, determina una mancanza di separazione tra proprietà e controllo, un'internalizzazione del controllo e dei diritti residuali, e un ostacolo al contemperamento degli interessi degli altri soggetti coinvolti, tra cui tifosi e comunità locali. Lo studio di Scafarto e Dimitropoulos (2018) ha evidenziato, per l'appunto, che le società presenti nell'industria del calcio italiano sono caratterizzate da un elevato grado di concentrazione proprietaria e, nello specifico, sono controllate in maniera diretta da ricchi individui o famiglie oppure in modo indiretto da holding company all'interno di strutture piramidali. Un esempio evidente di controllo familiare diretto è stato quello sull'FC Internazionale Milano da parte della famiglia Moratti, che ha mantenuto la proprietà del club fino al 2013; invece, il più famoso esempio di struttura proprietaria piramidale è quello della Juventus FC, controllata dalla famiglia Agnelli attraverso la holding company Exor N.V. All'inizio degli anni 2000 alcuni club italiani hanno tentato la strada della quotazione, ma anche in tale situazione il controllo dei club è rimasto nelle mani di pochi azionisti. C'è da evidenziare che, nonostante la performance nel complesso poco brillante del calcio italiano negli ultimi anni, le società di Serie A hanno un enorme potenziale per gli investitori, anche perché i club sono meno costosi rispetto a quelli di altri campionati. Se fino a pochi anni fa, come il campionato francese, la Serie A era caratterizzata prevalentemente dalla presenza di proprietari locali, nel 2021 ben 8 club del campionato italiano presentano proprietà straniera (di cui sei statunitensi, una canadese e una cinese), i principali dei quali sono l'FC Internazionale Milano, l'AC Milan e l'AS Roma. L'AS Roma è stata la prima squadra di vertice ad avere una proprietà straniera, con l'acquisto prima da parte dell'italo-americano Di Benedetto nel 2011, e poi nel 2021 il passaggio alla famiglia americana dei Friedkin. Le due squadre milanesi hanno vissuto entrambe anni turbolenti dal punto di vista della struttura proprietaria: la maggioranza delle quote societarie dell'Inter è attualmente nelle mani del Suning Group cinese, mentre l'AC Milan, dopo la pessima gestione da parte di una proprietà cinese, è controllato

dal 2018 dal fondo di investimento americano Elliot Management. Negli ultimi mesi del 2021, si è fatta strada l'ipotesi di un modello di azionariato popolare nel calcio italiano, grazie ad un'iniziativa lanciata dai tifosi dell'Inter per intervenire in soccorso del club che si trova in una situazione finanziaria piuttosto precaria. Tale iniziativa, che ha determinato la nascita della società Interspac, prende come riferimento il modello adottato dal Bayern Monaco, e punta a dare un sostegno economico al club garantendo un capitale più stabile e che non deve essere remunerato, oltre che a creare un rapporto più stretto tra tifosi e società di calcio.

In merito alla Liga spagnola i club, originariamente costituiti nella forma di associazioni come in Germania, hanno dovuto affrontare diverse turbolenze finanziarie e molti di essi sono finiti in bancarotta. Il governo spagnolo è dovuto allora intervenire obbligando i club di calcio, all'inizio degli anni '90, a convertirsi in società sportive a responsabilità limitata, le cosiddette *Sociedades Anónimas Deportivas SAD*, affinché essi agissero in maniera più responsabile dal punto di vista finanziario. Tuttavia alcuni club, tra cui Real Madrid e Barcellona, sono riusciti a mantenere la forma di associazione di membri. Ma anche per quei club che si sono convertiti in SAD, lo status legale è peculiare, dato che si tratta comunque di società con un obiettivo sportivo, e non di business che hanno come scopo la realizzazione di profitti: è stata quindi mantenuta una certa forma di tutela verso i tifosi.

3.3 I meccanismi di governance dei club di calcio europei

A prescindere dalla struttura proprietaria adottata, le discussioni relative alla corporate governance si concentrano anche sul dibattito tra coloro i quali ritengono che la gestione della società si dovrebbe focalizzare esclusivamente sull'incremento di valore per gli azionisti (*shareholder model*) e chi sostiene invece che si debba guardare anche ai diritti e all'influenza degli altri stakeholder (*stakeholder model*). Prima Senaux (2008) e poi Pittz et al. (2021), studiando le società di calcio professionistiche, si concentrano in particolare sul secondo modello, poiché ritengono che per i club di calcio sia fondamentale identificare gli stakeholder rilevanti nell'ecosistema in cui operano e ottimizzare il valore per ciascuno di questi gruppi, sia dal punto di vista dei benefici economici che da quello dei benefici sociali. Gli stakeholder interessati nell'attività delle società di calcio possono essere divisi in due categorie principali: da un lato si hanno le entità che costituiscono il sistema competitivo, dall'altro invece vi sono gli attori sociali che hanno delle specifiche aspettative. Nel primo gruppo rientrano quegli stakeholder che partecipano attivamente alle dinamiche del settore e che possono beneficiare

economicamente del prodotto generato dai club, tra cui le federazioni nazionali e internazionali, il campionato all'interno del quale operano i club, il gruppo proprietario, i calciatori, ma anche sponsor e media. Gli stakeholder che godono invece dei benefici più intangibili, sociali ed emotivi, derivanti dagli eventi e dalle competizioni delle squadre sono comunità e autorità locali e i tifosi. Dato che la maggior parte dei club gode di una stretta relazione tra sponsor, media, tifosi e investitori, il quadro di governance preferibile si focalizza su un insieme di regole trasparenti e su un controllo che garantiscono che tutti gli stakeholder rilevanti siano adeguatamente protetti. Tale approccio può generare effetti positivi sul flusso di ricavi e sulla sostenibilità finanziaria di una società di calcio, e di conseguenza può rendere gli investitori più disposti a supportare il club dato che è più facile ottenere ritorni positivi dall'investimento.

Gli azionisti sono il centro di interesse naturale della corporate governance e rappresentano uno stakeholder preponderante per la società. La questione non è però tanto quella di identificarli come stakeholder fondamentali, quanto principalmente determinare i loro obiettivi. Nella letteratura economica classica, che considera i settori convenzionali, gli obiettivi dei soggetti che detengono il capitale sociale sono quelli di massimizzare il valore dell'impresa, e quindi i profitti; ma questo non appare in maniera evidente per quanto riguarda l'industria calcistica. Al contrario, gli azionisti sembrano avere interessi diversi dal profitto, che spaziano dalla passione sportiva, alla fama pubblica, a obiettivi di promozione politica o di loro altre attività, fino a motivi di appagamento personale. Non solo gli obiettivi possono essere molteplici, ma essi sono raramente espliciti. I benefici privati e socio-emotivi rappresentano benefici per i quali gli azionisti sono disposti a tollerare una remunerazione più bassa e devono quindi essere presi in considerazione nella valutazione complessiva di un club.

Tra i vari stakeholder delle società di calcio spiccano i calciatori, i cui interessi individuali sono considerati critici e sono quelli presi maggiormente in considerazione, a causa dell'impatto che questi attori possono avere sulla performance di un club. I calciatori, inoltre, rappresentano un "investimento specifico" da parte del club in quanto contribuiscono al suo valore, non sono mutuamente sostituibili, non sono tutti complementari tra loro, sono costosi da rimpiazzare ed integrare all'interno di una squadra, e il loro acquisto può avvenire solamente in determinati periodi. Dato che diversi studi dimostrano come salari più elevati conducano ad una performance sportiva migliore, si assume che i manager di un club siano disposti a pagare stipendi più alti ai giocatori per raggiungere gli obiettivi sportivi prefissati. Questo è il motivo per cui i costi salariali sono il fattore che influenza maggiormente le perdite di un club, e ne mette a rischio la stabilità

finanziaria. Senaux individua anche nei tifosi degli stakeholder fondamentali. Essi non sono semplici appassionati, ma sono i consumatori finali, e quindi i diretti beneficiari, del “prodotto” sportivo offerto dal sistema calcistico e possono impattare sulla performance della squadra attraverso la loro partecipazione agli eventi, oltre che costituire una fonte di ricavo per il club grazie agli introiti dall’affluenza allo stadio e dall’acquisto di merchandise. La relazione tra società di calcio e tifosi è peculiare e differisce in molti aspetti rispetto alla classica relazione tra il cliente e una compagnia convenzionale: le società di calcio godono di un grado di fedeltà dei “clienti” che non sussiste in altri business, in quanto i tifosi non abbandonano facilmente la squadra che sostengono nemmeno quando questa performa in maniera insoddisfacente e addirittura, se il club affronta delle difficoltà finanziarie, spesso sono essi stessi che investono per garantire la sua sopravvivenza. In questo contesto, caratterizzato da numerosi gruppi di stakeholder con obiettivi eterogenei, in cui emergono sia interessi finanziari che sportivi, diversi strumenti di governance, interni o esterni, sono utilizzati per mitigare le inefficienze.

I principali problemi relativi alla governance di una società di calcio, oltre alla protezione e al soddisfacimento degli stakeholder, sono connessi alla mancanza di trasparenza, sia dal punto di vista contabile che nel controllo e nella revisione. Una struttura di governance debole, sia a livello di campionato che a livello di club, è un fattore determinante che porta le società ad assumere un comportamento finanziario negligente. Andreff (2007) e Dietl e Franck (2007) sottolineano quello che si è detto essere l’incentivo a sovra-investire dei club e il fatto che gli azionisti si comportino come investitori che non puntano al profitto, e non esercitano quindi una funzione disciplinante dal punto di vista finanziario nei confronti del management.

Dalla teoria dell’agenzia di Jensen e Meckling (1976) è noto che la separazione di proprietà e controllo può portare allo sviluppo di azioni egoistiche da parte dei manager delle società e determinare una riduzione del valore dell’impresa a causa degli elevati costi di agenzia. Forti meccanismi di corporate governance rappresentano allora strumenti importanti per controllare e disciplinare il processo decisionale del management di una compagnia, oltre che proteggere gli interessi di investitori e creditori (Shleifer e Vishny, 1997): tali meccanismi si sono infatti rivelati utili nell’alleviare i problemi di agenzia all’interno delle imprese, riducendo l’asimmetria informativa tra manager e stakeholder, assicurando il rilascio di informazioni finanziarie credibili e mitigando il problema dell’estrazione di benefici privati da parte dei manager, problema che caratterizza invece le imprese con strutture di governance più deboli. Anche nel settore del calcio professionistico si

evinces l'esistenza di problemi di agenzia, e ciò implica che i meccanismi di governance devono essere incorporati nelle operazioni quotidiane delle società, così da proteggere gli interessi degli stakeholder e garantire migliori performance finanziarie. Tale tesi è stata verificata in particolare da Dimitropoulos (2011, 2014), il quale ha esaminato l'impatto dei meccanismi interni di corporate governance sulla performance finanziaria e sulla sostenibilità delle società di calcio europee. Egli asserisce che un consiglio di amministrazione indipendente e di grandi dimensioni, la separazione tra il ruolo di CEO e quello di presidente del consiglio di amministrazione, e una maggiore dispersione della partecipazione societaria tra manager e investitori istituzionali, influenzano positivamente la performance finanziaria di tali società e determinano livelli di leverage e di indebitamento inferiori, riducendo così il rischio di instabilità finanziaria. La dimensione del consiglio di amministrazione è stata considerata da numerosi studi in materia di corporate governance. Il consiglio di amministrazione è ritenuto uno dei meccanismi interni di governance più importanti, in quanto ha la responsabilità di assicurare la sostenibilità dell'impresa e migliorare la performance societaria. Nel complesso, i risultati empirici relativi alla dimensione del *board* sono piuttosto vaghi. Alcuni autori, tra cui Jensen (1993) e Yermack (1996), affermano che consigli più piccoli determinano per l'impresa una performance finanziaria superiore grazie ad un miglior processo decisionale, a un dibattito interno più snello e fruttuoso, e ad una maggiore capacità di reagire a minacce e opportunità rispetto a quanto può avvenire in consigli di dimensioni maggiori. I sostenitori di tale tesi ritengono inoltre che il miglior coordinamento dei membri e la minore incidenza di problemi di *free-riding* all'interno dei consigli di amministrazione di dimensione ridotta consentano di superare i benefici derivanti dalla maggiore attività di monitoring tipica dei consigli più grandi, e avere così un valore d'impresa più elevato. Altri studiosi sostengono invece che un consiglio di amministrazione di dimensioni maggiori possa offrire un pool di expertise più grande, una migliore attività di monitoring sulle decisioni dei manager e l'accesso a maggiori risorse: si ritiene che ci sia un'attività di negoziazione più intensa prima di prendere decisioni e che, nonostante un processo decisionale più lento, consigli più grandi determinino livelli di stabilità e di performance finanziaria più elevati (Rouyer, 2013). La maggior parte delle evidenze all'interno dell'industria calcistica europea, come quelle derivanti dagli studi di Dimitropoulos, sono a sostegno di questa seconda convinzione, in quanto risulta che le società con consigli più grandi sono più redditizie e sostenibili. Tuttavia, anche in tale settore emergono talvolta risultati opposti, come dimostra ad esempio lo studio di Ruta, Lorenzon e Sironi (2020) che individua una relazione negativa statisticamente significativa tra la dimensione del

consiglio di amministrazione e la profittabilità del club, andando a corroborare gli studi di Jensen e Yermack. Tutti gli studi sono invece concordi sul fatto che un consiglio di amministrazione che presenta maggiore indipendenza garantisce la mitigazione del fenomeno di appropriazione dei guadagni da parte dei manager: una presenza significativa di amministratori indipendenti migliora la performance societaria grazie ad un monitoring più efficiente e un processo decisionale migliore e, secondo lo studio di Ruta, Lorenzon e Sironi contribuisce anche al miglioramento della performance sportiva del club.

In merito alla possibilità che il CEO della società abbia un ruolo duale, in generale ciò può essere associato positivamente o negativamente alla performance della società a seconda del contesto che si considera. Per quanto riguarda il settore calcistico europeo, i risultati sembrano più aderenti alla *stewardship theory*¹⁴ piuttosto che alla teoria dell'agenzia, in quanto si osserva solitamente che il processo decisionale e la funzione manageriale del CEO possono essere cruciali per i club e un ruolo duale può concedere a quest'ultimo maggiore libertà nell'occuparsi delle varie questioni. Si ritiene quindi che la dualità del CEO possa incrementare la performance finanziaria dell'impresa¹⁵, dato che egli ha una conoscenza completa delle strategie e delle attività, ed è anche in grado di prendere decisioni e rispondere agli eventi esterni più velocemente. Il livello di *ownership* manageriale e istituzionale contribuisce positivamente alla riduzione dell'indebitamento della società: ciò suggerisce che incrementare la dispersione della proprietà può contribuire in modo significativo al miglioramento della struttura di capitale dei *football club*. Quando la quota di equity detenuta da manager e investitori istituzionali aumenta, i loro interessi tendono a coincidere maggiormente con quelli degli azionisti esterni, riducendo qualsiasi conflitto di interessi e migliorando complessivamente la performance finanziaria. Negli ultimi anni, la partecipazione di investitori istituzionali attivi nel mondo del calcio è significativamente cresciuta: numerosi hedge funds e fondi di private equity hanno assunto il controllo di club anche molto importanti nel panorama europeo. La loro presenza contribuisce alla trasparenza delle decisioni manageriali e alla protezione degli interessi degli azionisti, in quanto hanno maggiori incentivi nel monitorare le decisioni e hanno una expertise che consente loro di effettuare il controllo a costi

¹⁴ È la visione opposta alla teoria dell'agenzia, che non prevede la divergenza tra gli obiettivi di principale e agente, ma ritiene che gli interessi delle due parti convergano e quindi non vi sia una totale separazione tra proprietà e controllo.

¹⁵ Le evidenze empiriche mostrano però che l'effetto è solo debolmente significativo e, in alcuni casi, persino non statisticamente significativo.

inferiori rispetto agli investitori individuali (Mande et al., 2012). In particolare, secondo quanto sostiene Senaux (2008), maggiore è la quota societaria detenuta da questa categoria di investitori, maggiori sono gli incentivi a stabilire forti meccanismi di corporate governance, che possano fungere da salvaguardia per i loro investimenti. Anche Dimitropoulos e Tsagkanos (2012) ritengono che una partecipazione più ampia di manager e investitori istituzionali all'interno dei club garantisca un monitoraggio più forte e riduca il rischio di espropriazione della ricchezza degli azionisti, migliorando così la performance aziendale complessiva. Nei diversi studi condotti, Dimitropoulos arriva quindi alla conclusione che una struttura caratterizzata da meccanismi di corporate governance adeguati riduce l'espropriazione di ricchezza da parte dei manager delle società sportive e permette di proteggere gli interessi degli azionisti e dei vari stakeholder, oltre che massimizzare i risultati economici dei club e il loro rendimento dal punto di vista sportivo e sociale. L'autore, in sostanza, prova che il settore calcistico, e in particolare i club che hanno maggiori problemi di insolvenza e prestazioni scadenti, potrebbero beneficiare significativamente dell'adozione di solidi principi di governance, poiché essi possono contribuire al miglioramento dello stato finanziario e alla sopravvivenza del club, garantendo maggiore profittabilità e sostenibilità finanziaria e riducendo il livello di indebitamento: si osserva infatti che le società di calcio che adottano forti meccanismi di governance presentano un leverage inferiore rispetto alle controparti con governance più permissive.

Un ulteriore beneficio di forti meccanismi di corporate governance sulla performance finanziaria e sulla sostenibilità delle società di calcio fa riferimento alla contrazione del debito. Quando una società di calcio negozia i termini del capitale di debito, i creditori vogliono assicurarsi dall'insolvenza ed essere certi che la compagnia si impegni per ripagare capitale ed interessi. La questione è ancora più critica considerando che la maggior parte dei club non sono quotati e il settore bancario rimane l'unica fonte di finanziamento esterno possibile. In realtà, la letteratura economica in materia di corporate governance individua anche nel debito stesso un potenziale meccanismo interno di governance, con funzione di disciplina e di limitazione della discrezionalità dei manager: questi ultimi sono sì liberi di prendere decisioni relative alla struttura di capitale della società in maniera da massimizzare i propri interessi, senza che vi sia alcun vincolo da parte dei proprietari ma, nelle imprese convenzionali, vi è un limite che è dato dalla possibilità di bancarotta. Tuttavia, le società di calcio non rientrano nel classico quadro dello stress finanziario d'impresa, in cui il debito riesce a svolgere il ruolo di disciplina e limitare il fenomeno del *managerial entrenchment*. Di conseguenza, ci

si aspetta che in tale settore i problemi di agenzia siano addirittura più severi, e una *good governance* rappresenti un meccanismo di monitoring necessario per risolvere i conflitti di interesse. La problematica risulta evidente dai numerosi casi di malagestione finanziaria dei club europei, i quali si trovano al giorno d'oggi in situazioni finanziarie pessime, avendo accumulato nel corso del tempo ingenti perdite e livelli di indebitamento elevati.

Per quanto concerne invece i meccanismi di governance esterni, si osserva che lo strumento principale per le società convenzionali, ossia la scalata, è quasi inesistente nell'industria calcistica, in quanto non vi è un vero e proprio *market for corporate control*. Allo stesso modo, è quasi del tutto assente una competizione sul mercato dei manager.

3.3.1 Financial Fair Play come meccanismo di controllo e regolamentazione

L'esistenza di problemi quali il sovra-investimento, le ingenti perdite, la pesante situazione debitoria e l'instabilità finanziaria delle società di calcio europee suggeriscono che le autorità direttive che operano a livello più alto dell'industria calcistica, come la UEFA, dovrebbero considerare di imporre un più severo quadro di corporate governance a livello di club per promuovere una reale disciplina finanziaria. Sin dagli anni novanta, i crescenti ricavi e l'ingresso nei club di numerosi investitori stranieri, hanno ampiamente esteso i budget delle società di calcio europee, specialmente di quelle più affermate e famose. Durante lo stesso periodo, tuttavia, le condizioni finanziarie di molte di queste società si sono deteriorate considerevolmente e molti club hanno riportato perdite continue e sempre peggiori che, assieme a forti carenze di liquidità, hanno condotto a livelli di indebitamento record. Evidentemente, nonostante il sostanziale aumento dei ricavi, le spese dei club, soprattutto quelle connesse all'acquisto e agli stipendi dei calciatori, sono aumentate in maniera ancora maggiore. Molti club hanno così raggiunto livelli di debito insostenibili e i campionati europei sono ormai attraversati da una vera e propria crisi finanziaria. Nonostante tale scenario, poche società di calcio sono finite in bancarotta, cosa che invece accade normalmente alle società operanti nei settori economici convenzionali. La motivazione di ciò è legata, tra le altre cose, al cosiddetto fenomeno del "doping finanziario", cioè alla pratica di affidarsi a finanziamenti significativi da parte di benefattori esterni al fine di coprire le continue perdite. Per reagire a questa situazione apparentemente insostenibile, la UEFA ha introdotto un insieme di regolamentazioni e di meccanismi di controllo a cui i club si devono adeguare per poter partecipare alle

competizioni internazionali. Tali provvedimenti normativi sono mirati ad incentivare i management dei club europei a gestire le società calcistiche come imprese in grado di auto-sostenersi nel medio-lungo termine, regolamentandone il comportamento finanziario, introducendo maggiore disciplina e razionalità nella gestione e riducendo le spese per i salari e i costi dei trasferimenti. L'idea della confederazione è stata quella di fissare delle *best practices* di gestione che si basano su un'economia sostenibile e su principi di equità, concorrenza e pari opportunità.

Nel 1999 la UEFA ha deciso di dare vita ad un sistema di concessione delle licenze, il cosiddetto *Club Licensing System*, per i club che volevano partecipare alle competizioni europee organizzate dalla UEFA stessa. Tale sistema, varato nel 2003, è entrato pienamente in vigore a partire dalla stagione 2004/05. Lo scopo originario dell'organo di governo europeo era quello di esplorare la possibilità di imporre una sorta di *salary cap*¹⁶ in stile americano, ma presto si capì che ciò non poteva essere fatto senza prima costituire un adeguato quadro normativo. I requisiti per la concessione delle licenze erano stabiliti dalla UEFA e si basavano su una serie di standard qualitativi che ciascun club doveva rispettare per avere accesso alle competizioni europee, oltre che su principi chiave quali trasparenza, integrità e credibilità. I requisiti finanziari da soddisfare richiedevano ai club di fornire bilanci revisionati e di non avere debiti scaduti nei confronti di altri club o di calciatori. L'introduzione del sistema di licenze è stata un'iniziativa positiva ed un primo passo verso un grado di maggiore standardizzazione della regolamentazione del calcio europeo. A completamento e integrazione del sistema di armonizzazione e *best practices* stabilito con il *Club Licensing System*, nel 2009 il comitato esecutivo della UEFA ha approvato all'unanimità l'introduzione di un ulteriore meccanismo di regolamentazione, noto come *Financial Fair Play* (FFP), che è stato implementato in maniera graduale ed è entrato pienamente in vigore a partire dalla stagione 2013/14. Tale normativa prevede che qualsiasi club che intenda prender parte alle competizioni organizzate dalla UEFA, ovvero Champions League, Europa League e la neonata Conference League, deve ottenere una licenza dalla propria federazione nazionale di riferimento che certifichi il rispetto di determinati criteri. Il FFP, riprendendo i requisiti fissati dal sistema delle licenze, prescrive che le società devono soddisfare dei criteri che ricadono in cinque categorie, riguardanti questioni sportive, infrastrutturali, di organico, legali e finanziarie. I requisiti di base del Financial Fair Play che consentono la concessione della licenza sono tre: in primis, la trasparenza e la credibilità attraverso il rispetto di criteri di disclosure minimi per

¹⁶ Il *salary cap* è il tetto salariale, ossia la somma massima di denaro che una società sportiva può spendere per gli ingaggi della propria rosa di giocatori in una stagione.

i rendiconti finanziari dei club; in secondo luogo, l'assenza di debiti scaduti da parte del club nei confronti di altri club, dei calciatori e delle autorità fiscali; infine, il rispetto della *break-even rule*, la quale stabilisce che i "ricavi rilevanti" di un club devono uguagliare le "spese rilevanti"¹⁷ all'interno di un "monitoring period" di tre anni¹⁸, con una deviazione massima consentita che deve essere al di sotto di €5 milioni. Il denaro proveniente da finanziamenti esterni, quindi, non può più finanziare le spese sportive di un club, ma solamente quelle spese esterne, connesse allo sviluppo delle attività giovanili o al miglioramento delle infrastrutture, considerate positive per l'intero sistema. Il criterio relativo all'assenza di debiti scaduti è inteso per assicurare che i creditori, di qualunque tipo si tratti, siano rimborsati per tempo, ed evitare così che questi, non volendo esercitare forzatamente i propri diritti a causa dell'importanza sociale dei club, diventino poi investitori "involontari". Il Financial Fair Play è stato introdotto dalla UEFA allo scopo di garantire maggiore disciplina finanziaria e maggiore responsabilità nel processo decisionale e nelle strategie delle società di calcio europee, oltre che per proteggere la sostenibilità di lungo periodo dell'intera industria calcistica. La normativa sollecita i club a migliorare il management e a raggiungere un equilibrio sostenibile tra ricavi e investimenti. Il FFP rappresenta uno sviluppo importante nella regolamentazione del calcio europeo, poiché è il primo sforzo concertato atto a migliorare la salute finanziaria delle società di calcio: si tratta di un quadro normativo unitario a respiro europeo che, secondo il comitato esecutivo della UEFA, non rappresenta una misura per punire i club, ma è semplicemente un modo per aiutarli, evitando che essi finiscano in una spirale di debito. Il motivo che ha spinto all'introduzione della regolamentazione è legato alla percezione condivisa che le società di calcio stavano scivolando in una situazione di crisi finanziaria sempre più profonda, che alla fine ne avrebbe minacciato la sopravvivenza, compromettendo la sostenibilità dell'intera industria. La situazione di crisi finanziaria è legata alla tendenza dei manager a sovra-investire nell'acquisto dei calciatori per raggiungere la massimizzazione della performance sportiva, data la correlazione positiva tra le spese sostenute per gli stipendi e i risultati sportivi conseguiti. Il FFP è considerato

¹⁷ I "ricavi rilevanti" comprendono i ricavi derivanti dalla vendita dei biglietti, dalla pubblicità, dalle sponsorizzazioni, dai diritti televisivi, dalle attività commerciali, dai premi in denaro, dai ricavi operativi e finanziari e dalla vendita dei giocatori; le "spese rilevanti" includono il costo del venduto, i costi del lavoro, le spese operative, le perdite e gli ammortamenti, costi finanziari e dividendi.

¹⁸ La *break-even rule* deve essere soddisfatta ogni stagione ed è valutata secondo una media mobile su tre anni consecutivi, prendendo inoltre in considerazione l'eventuale surplus generato nei due periodi precedenti a questi tre anni.

quindi uno strumento per uscire da un contesto che si è visto essere caratterizzato da un *soft budget constraint* e da una *zombie race*. I requisiti finanziari introdotti dalla UEFA sono monitorati da un apposito organismo di controllo, istituito nel 2012 e costituito da esperti finanziari e legali indipendenti, che prende il nome di *Club Financial Control Body CFCB*. Nel caso di mancato soddisfacimento dei requisiti imposti dalla normativa, il CFCB decide quali misure e sanzioni adottare nei confronti dei club: sono previsti avvertimenti, reprimende, multe, penalizzazioni, riduzione dei ricavi derivanti dalle competizioni UEFA, divieto di registrare nuovi giocatori in tali competizioni, fino alla squalifica da esse. Gli obiettivi primari del Fair Play Finanziario sembrano concentrarsi principalmente sul concetto di efficienza finanziaria piuttosto che su quello di equità. Nell'idea della UEFA, un maggiore equilibrio finanziario dei club potrebbe avere un impatto positivo anche nel ristabilire l'equilibrio competitivo tra le società e tra i vari campionati. Nella realtà, però, la normativa va a ristabilire principalmente la competitività tra i club ai vertici delle competizioni europee, piuttosto che aiutare i club più piccoli e poveri ad avvicinarsi a quelli che dominano i campionati nazionali. Studi recenti hanno infatti evidenziato come il FFP abbia addirittura amplificato lo sbilanciamento della competizione in alcuni campionati e reso la vittoria ancora meno contendibile perché, limitando il deficit ammissibile per i club e le opportunità di ottenere denaro dall'esterno, è diminuita la capacità dei club minori di ridurre il gap con quelli più forti. In ogni caso, il miglioramento dell'equilibrio della competizione rappresenta solamente un eventuale beneficio collaterale, non perseguito direttamente dalla UEFA.

La maggior parte degli attori vede il FFP come un meccanismo per evitare che ricchi investitori utilizzino il loro denaro per condurre i club alla vittoria attraverso l'acquisto dei giocatori più forti. Negli ultimi decenni, infatti, diverse squadre sono arrivate ai vertici del calcio europeo grazie all'aiuto di finanziamenti esterni, come visto nel caso del Chelsea, il cui proprietario ha investito somme ingenti per finanziare l'ascesa del club. Sass (2016) ha evidenziato come l'introduzione della regolamentazione sia riuscita effettivamente a ridurre l'investimento nelle società calcistiche da parte di questi ricchi privati, ma ciò ha contemporaneamente ridotto l'equilibrio competitivo dell'intera industria. I sostenitori del Financial Fair Play ritengono che permettere un supporto finanziario illimitato da parte dei proprietari o di altri investitori esterni sposti la competizione dal campo di gioco alla ricerca stessa di ricchi proprietari. Secondo tale ragionamento, però, qualsiasi forma di competizione economico-finanziaria dovrebbe configurarsi come una forma di doping. Quando squadre come Real

Madrid o Manchester United ottengono denaro da un nuovo sponsor, questo diventa un mezzo per competere in modo più efficace sul campo, così come può esserlo l'iniezione diretta di capitale da parte della proprietà araba del Manchester City. Anche se i due casi appaiono simili nella sostanza, la regolamentazione li tratta in realtà in maniera opposta: l'investimento diretto dei proprietari non rientra infatti nei ricavi rilevanti di un club, mentre la sponsorizzazione sì. C'è comunque da sottolineare il fatto che spesso il FFP è risultato inefficace anche nel prevenire le immissioni dirette di denaro a vantaggio dei club. Tale inefficacia si è fatta evidente nel caso di società con ricche proprietà straniere, quali Manchester City e Paris Saint-Germain. I proprietari dei due club sono riusciti infatti ad iniettare ingenti somme di denaro attraverso finte sponsorizzazioni gonfiate ma, nonostante queste violazioni piuttosto evidenti, la UEFA si è limitata soltanto a multare i due club.

Nonostante le intenzioni positive del Financial Fair Play di garantire la sostenibilità finanziaria del calcio europeo, esso ha incontrato diverse critiche, raccolte nello studio di D'Andrea e Masciandro (2016). Innanzitutto, i critici sostengono che la UEFA abbia introdotto una regolamentazione che rinuncia ai potenziali benefici derivanti dalle significative immissioni di denaro esterno nel mondo del calcio. Dati gli attuali accordi sulla redistribuzione dei ricavi derivanti da premi e da diritti televisivi all'interno dei diversi campionati, l'assenza di immissioni di denaro e il rispetto della *break-even rule* portano inevitabilmente ad un peggioramento dell'equilibrio competitivo e ad una riduzione dell'attrattiva dei campionati. In secondo luogo, la normativa limita la competizione nel mercato trasferimenti e spinge ad una riduzione degli stipendi, agendo come se fosse un *salary cap*, ma senza garantire i suoi stessi benefici. Lo studio di Peeters e Szymanski (2014) indica che la *break-even rule* è uno strumento potenzialmente efficace per ridurre la spesa salariale nei principali campionati europei senza ridurre in modo significativo i ricavi: in particolare, essa ha consentito la riduzione del rapporto stipendi/fatturato. Rispetto al *salary cap*, tuttavia, la regola del *break-even* fa molto poco per migliorare l'equilibrio della competizione: le evidenze mostrano come il FFP sposti semplicemente il denaro dai giocatori ai proprietari, senza garantire guadagni per i consumatori sotto forma di un miglioramento nell'intensità della competizione sul campo. Infine, la criticità individuata da molti studi economici è legata al fatto che la normativa determina una "ossificazione" della gerarchia nel calcio europeo, creando significative barriere all'ingresso per i nuovi investitori, i quali attraverso i loro investimenti potrebbero spezzare le strutture affermate e intensificare la competizione. La regola del *break-even*, infatti, congela le gerarchie e le posizioni finanziarie esistenti: i grandi club, con ricavi elevati, hanno un vantaggio

impareggiabile rispetto ai club più piccoli, con ricavi inferiori, dato che sotto l'attuale regolamentazione questi ultimi non possono più fare ampio ricorso al debito e ad investimenti esterni per ridurre il gap con i primi. Secondo Petit (2014) e altri studiosi si promuove in tal modo un "oligopolio" all'interno delle competizioni, in cui i club ricchi diventano ancora più ricchi, mentre quelli più poveri sono ostacolati nella possibilità di spendere abbastanza per poterli sfidare.

Numerosi studi, tra i quali il lavoro di Birkhauser et al. (2019), mostrano risultati coerenti con la visione secondo la quale il Financial Fair Play ha ulteriormente amplificato lo sbilanciamento della competizione e congelato le gerarchie esistenti. Mentre la normativa ha reso le compagnie meno attraenti per i miliardari, le super-potenze già affermate hanno schiacciato i loro avversari più deboli. Si è osservato che in Italia, Francia e Germania, il numero di vincitori diversi è diminuito a seguito dell'introduzione della normativa: la Juventus ha dominato a lungo il campionato italiano, vincendo nove titoli consecutivi, e una situazione analoga si è verificata in Bundesliga con il Bayern Monaco e in Ligue 1 con il Paris Saint-Germain. In particolare, la Bundesliga tedesca ha mostrato i risultati peggiori: si è assistito qui ad un significativo aumento del gap per la corsa al titolo, una riduzione del numero di vincitori diversi e del numero di club diversi nelle prime quattro posizioni in classifica. Tali risultati potrebbero essere connessi alla particolare struttura proprietaria delle squadre tedesche e alla regola del "50%+1", che consente alle società di avere una situazione finanziaria più rosea ma una minore forza competitiva dei club più deboli. Plumley, Ramchandani e Wilson (2019), esaminando l'evoluzione della competizione nei cinque principali campionati europei, prima e dopo l'introduzione della regolamentazione, trovano un declino dell'equilibrio competitivo statisticamente significativo in Spagna, Germania e Francia, ma non in Inghilterra e Italia. Gallagher e Quinn (2020) investigano l'effetto del FFP sulle prestazioni sportive e finanziarie dei club inglesi e trovano che la *break-even rule* accresce l'importanza relativa degli obiettivi finanziari a discapito di quelli sportivi. I due autori concludono che in tal modo si rafforza il potere finanziario e sportivo dei club al vertice ma lo spostamento del focus sulla produttività finanziaria va a minare l'intensità della competizione. In sostanza, ciò che emerge è che la regola del *break-even*, invece di ristabilire l'equilibrio tra le società di calcio, crea una situazione di asimmetria in cui i club ricchi riescono a realizzare maggiori investimenti, che diventano invece inaccessibili per i club caratterizzati da minori disponibilità finanziarie. Alcuni autori sostengono che, anche se i cosiddetti *sugar daddies* introducono instabilità finanziaria nell'industria calcistica, essi possono contribuire a sgretolare

gli oligopoli esistenti. È quello che è accaduto ad esempio nella Premier League inglese, con l'ingresso di magnati come Abramovich, che ha permesso di interrompere l'egemonia di Manchester United e Arsenal, e lo stesso hanno fatto la nuova proprietà del Manchester City e persino quella di un club minore come il Leicester City, che è riuscito ad arrivare ad un inatteso successo sportivo.

Franck (2014) si schiera invece a favore di tale meccanismo di regolamentazione e monitoraggio e mostra come le principali preoccupazioni esposte siano in realtà infondate. L'autore ritiene innanzitutto che il fair play finanziario non porti né ad una situazione in cui le immissioni di denaro da parte di investitori esterni non sono più possibili, perché gli investimenti al di fuori dell'attività specificamente calcistica continuano ad essere ammessi, né ad una situazione in cui tutte le immissioni di denaro precedenti scompariranno, dato che esse possono comunque essere garantite sotto forma di sponsorizzazioni. Inoltre, l'aumento degli investimenti in infrastrutture e in progetti giovanili potrebbe permettere di incrementare i guadagni generati internamente dai club. In merito alla seconda critica, Franck afferma che, seppure è vero che la normativa della UEFA spinge ad una riduzione degli stipendi, a differenza del *salary cap* è comunque una restrizione piuttosto tollerante. Secondo lo studioso si tratta infatti di un fenomeno solo temporaneo, che in seguito porta a generare nuovi ricavi con i quali pagare salari persino più elevati rispetto al presente. Inoltre, il *salary cap* è un riferimento sbagliato, perché si tratta di una misura non applicabile nel contesto europeo, caratterizzato da un sistema di competizione aperto e in cui un certo livello di sbilanciamento risulta comunque necessario. Per quanto riguarda infine l'idea che il FFP possa congelare la gerarchia sportiva e finanziaria esistente nel calcio europeo, lo studioso afferma che anche in un sistema con continue immissioni di denaro non esiste un meccanismo che lo allochi sistematicamente nei club minori per renderli più competitivi, anzi è plausibile che gli investimenti sarebbero indirizzati dove già c'è altro denaro, cioè che i benefattori andrebbero ad investire in quei club dove la probabilità di vittoria è maggiore, rendendoli ancora più dominanti. In sostanza, secondo Franck l'introduzione del Financial Fair Play incentiva una migliore gestione delle società, in un'industria che oramai è degenerata in una *zombie race*, con un numero sempre maggiore di partecipanti che, avendo speso in maniera irresponsabile, sono tecnicamente in bancarotta e si affidano ai salvataggi da parte dello stato o dei privati.

Ahtiainen e Jarva (2020) hanno condotto uno studio in cui analizzano il cambiamento della profittabilità dei club dei cinque principali campionati europei tra il 2008 e il 2016, per verificare l'impatto che ha avuto l'introduzione del Fair Play

finanziario. I due autori dimostrano che, nel periodo successivo all'introduzione della normativa, la probabilità di far registrare perdite per le società di calcio si è effettivamente ridotta. L'analisi statistica ha rilevato che l'effetto positivo della regolamentazione sulla performance finanziaria di un club è debole ma statisticamente significativo, anche se esso non è omogeneo in tutti i paesi: in particolare è significativo in Spagna, debolmente significativo in Germania e Inghilterra, mentre non risulta significativo nei campionati francese e italiano. Nel complesso, lo studio dei due autori evidenzia che il Financial Fair Play non rappresenta una panacea per risolvere la situazione di *financial distress* del calcio europeo e i club continuano a rimanere comunque in una situazione di deficit. Anche altri lavori, come lo studio di Caglio et al. (2019), trovano che l'introduzione della normativa, e in particolare l'applicazione della *break-even rule*, è associata ad un miglioramento medio nei risultati finanziari delle società di calcio europee: se nel 2011 i club delle prime divisioni europee hanno realizzato perdite aggregate pari a €1.7 miliardi, nel 2017, cioè al quarto anno dall'entrata in vigore del FFP, la situazione finanziaria era molto più salutare, con i club che in aggregato hanno realizzato un profitto netto pari a €600 milioni. Tuttavia, questo sviluppo positivo deve ancora essere tradotto in una migliore sostenibilità finanziaria complessiva dell'industria del calcio europeo.

Riassumendo tutti i pro e i contro, si può concludere che il Financial Fair Play sembra essere una regolamentazione ancora incompleta, di efficacia incerta e piuttosto costosa rispetto ai benefici che può determinare. Dai risultati, si evince che la sua adozione sembra aver avuto un impatto sulla salute finanziaria delle società, dato che ha consentito il miglioramento della loro profittabilità e ha ridotto i rischi di bancarotta nell'industria calcistica europea. Tuttavia, la normativa imposta dalla UEFA potrebbe non essere sufficiente per risolvere il problema dell'insolvenza all'interno del calcio europeo e potrebbero essere necessarie altre misure di governance e di monitoring per migliorare una situazione di crisi finanziaria che, anche a causa di avvenimenti esogeni, continua a peggiorare. Inoltre, anche se non si può asserire che il FFP sia una causa diretta, perché possono entrare in gioco altri fattori significativi, i risultati indicano un generale declino dell'equilibrio nella competizione all'interno dei cinque principali campionati europei. C'è da dire però che, ora come ora, abbandonare le regole fissate dal Financial Fair Play non sarebbe molto d'aiuto, in quanto la salute finanziaria dei club europei potrebbe tornare a deteriorarsi rapidamente. La UEFA dovrebbe allora fissare delle regole che favoriscano una competizione equilibrata tra le squadre e cercare vie alternative alla semplice *break-even rule* che assicurino la stabilità finanziaria, come

un diverso meccanismo di distribuzione dei premi monetari che non contribuisca a consolidare le attuali gerarchie nei campionati europei, ma anche una migliore supervisione e trasparenza finanziaria in termini di qualità del reporting.

CAPITOLO 4

Situazione finanziaria e performance sportiva nel calcio europeo

Gli ultimi decenni sono stati caratterizzati da un intenso processo di commercializzazione del calcio, che ha portato ingenti somme di denaro all'interno dell'industria. Il calcio europeo si è così trasformato da un settore di nicchia in un business globale, in grado di generare cifre inimmaginabili, attrarre sempre maggiore interesse a livello locale e globale e caratterizzato da un tasso di crescita che pochi altri settori possono vantare: non ci sono molte industrie capaci di riportare più di venti anni di continua crescita dei ricavi. La posizione del calcio come sport più importante a livello economico, sociale e culturale non solo è attualmente incontrastata, ma il suo dominio continua a crescere in modo considerevole, con l'espansione in nuovi mercati nel Nord America e in Asia, nonostante le difficoltà che esso si trova a dover affrontare sotto vari aspetti.

Il capitolo analizza innanzitutto la difficile situazione finanziaria in cui versa attualmente l'industria calcistica europea, per poi delineare le caratteristiche generali del settore, i fattori che lo hanno plasmato nel corso del tempo e gli aspetti che ne hanno messo costantemente a repentaglio la sopravvivenza. Si evidenzia poi la relazione bidirezionale, identificata da numerosi studi, tra la performance finanziaria e quella sportiva, e come anche la struttura proprietaria della società possa avere un impatto su di esse. Infine, vi è una breve panoramica dei principali scandali finanziari che hanno caratterizzato il calcio europeo negli ultimi anni.

4.1 La situazione finanziaria del calcio europeo

Il settore calcistico nel vecchio continente ha a lungo mostrato una forza anticiclica che gli ha consentito finora di resistere alle crisi economiche che si sono abbattute sull'economia globale e di espandere il proprio volume di affari, con una crescita continua e mutamenti significativi rispetto alle origini sia nella sua struttura che nella sua natura. Persino durante il periodo economicamente turbolento che ha seguito la crisi finanziaria globale del 2008 i club di calcio hanno continuato a realizzare ricavi sempre più elevati. Tra i cambiamenti che hanno permesso lo sviluppo dell'industria calcistica vi è stata la riorganizzazione dei principali campionati avvenuta negli anni '90 e il maggiore interesse da parte dei media e degli sponsor. Inoltre, vi è stato un importante sviluppo delle competizioni europee, avvenuto sotto le spoglie di tornei più grandi e competitivi: la UEFA Champions

League, in particolare, è diventata la competizione più rilevante e profittevole, capace di avere un grosso impatto sulla performance finanziaria e sportiva di qualsiasi club, grazie agli ingenti premi distribuiti dalla UEFA alle società che vi prendono parte e al grande coinvolgimento dei tifosi. Ciò ha successivamente portato alla creazione di due nuove competizioni, ispirate ad analoghi criteri: la UEFA Europa League nel 2009, e la UEFA Europa Conference League nel 2021. La traiettoria ascendente dei ricavi nel settore calcistico ha mostrato qualche segnale di rallentamento nel 2018 e si è definitivamente interrotta nel 2020 a causa della pandemia da COVID-19, che ha determinato un crollo delle entrate dei club europei di quasi €4 miliardi.

Più della metà del mercato calcistico europeo è rappresentata da quelli che sono i cinque principali campionati, i cosiddetti “*big five*”, che hanno vissuto una crescita esponenziale nel tempo. La Premier League inglese è da sempre il campionato dominante, con un considerevole vantaggio in termini di ricavi complessivi e attrattività internazionale. La Bundesliga è immediatamente dietro grazie a una politica finanziaria mirata alla crescita e alla sostenibilità che negli ultimi anni le ha permesso di scavalcare la Liga spagnola, scesa al terzo posto. Infine troviamo la Serie A italiana e la Ligue 1 francese, con ricavi e performance al di sotto degli altri tre campionati.

Il modello di business del settore calcistico europeo si basa su tre principali fonti di ricavi: gli introiti dalla cessione dei diritti televisivi, cioè la cifra pagata dagli emittenti televisivi e multimediali per la trasmissione delle partite; i proventi commerciali, derivanti da sponsorizzazioni, vendita del merchandise e attività di marketing; e i ricavi dalla partecipazione del pubblico alle partite. Nel passato, il fatturato dei club dipendeva principalmente dai ricavi derivanti dalla vendita dei biglietti per le partite e solo in minima parte dagli accordi di cessione dei diritti televisivi. Con il passare degli anni le cose si sono ribaltate e il tradizionale affidamento alle entrate derivanti dalle partite è stato superato dai ricavi derivanti dalla cessione dei diritti di broadcasting, che sono aumentati considerevolmente: attualmente, i proventi associati al *matchday* sono quelli che impattano in maniera meno significativa sulle entrate delle società calcistiche, mentre gli accordi per i diritti televisivi rappresentano la fonte di ricavo più importante nei cinque principali campionati europei, seguiti dai ricavi derivanti dagli accordi di sponsorizzazione e dalle altre attività commerciali. Il mutamento delle fonti di ricavo ha fatto sì che la distanza tra i “*big five*” e gli altri campionati europei si ampliasse ulteriormente, a causa del maggiore interesse a livello globale suscitato dai primi.

4.1.1 Il contesto economico attuale

Nella stagione 2018/19 l'industria calcistica europea ha generato ricavi record, che hanno raggiunto la cifra di €28.9 miliardi. La grande espansione del mercato calcistico risulta evidente se ci si focalizza sul trend dei ricavi dei cinque maggiori campionati nel periodo che va dalla stagione 2004/05 alla stagione 2018/19. I report finanziari indicano una crescita media degli introiti pari a circa il 7.5% a stagione: si è infatti passati dai €6.2 miliardi della stagione 2004/05, a €11.3 miliardi della stagione 2013/14 per arrivare alla cifra record di €17 miliardi della stagione 2018/19. Si osserva quindi che i soli "big five" contano per oltre il 60% dei ricavi totali del settore europeo. In particolare, i club della Premier League sono stati in grado di realizzare le entrate più alte da ogni fonte arrivando a €5.9 miliardi, seguiti dalla Liga spagnola, con ricavi per €3.4 miliardi e dalla Bundesliga, fermatasi a quota €3.3 miliardi. Ancora piuttosto lontane dalla vetta si sono posizionate la Serie A, con €2.5 miliardi di ricavi, e la Ligue 1, all'ultimo posto con €1.9 miliardi.

Parallelamente alla crescita dei ricavi vi è stato però un aumento persino maggiore dei costi sostenuti dai club, e in particolar modo un deciso incremento delle spese salariali per i calciatori: nella stagione 2018/19 i costi per gli stipendi dei giocatori dei cinque principali campionati europei ammontavano ad oltre €10.6 miliardi, con il campionato francese e quello italiano che hanno messo in luce i risultati peggiori, raggiungendo un rapporto stipendi/fatturato rispettivamente del 73% e del 70%, mentre il campionato tedesco, che si è mostrato quello più responsabile da questo punto di vista, ha fatto registrare un rapporto del 54%. Questo spiega perché, nonostante l'aumento dei ricavi complessivi, le società di calcio abbiano comunque conseguito significative perdite. Ciò che ha spinto le compagnie calcistiche ad investire maggiormente nel costo del lavoro è spiegato dalla relazione di proporzionalità diretta, individuata da diversi studiosi, tra le spese per gli stipendi e il successo sportivo dei club, che a sua volta impatta positivamente sulla generazione dei ricavi.

La crescita ininterrotta del mercato si è però arrestata nel 2020, quando l'intero calcio europeo è entrato in crisi a causa dell'impatto devastante che ha avuto l'emergenza da COVID-19. Nel Marzo del 2020 le varie federazioni europee sono state costrette a interrompere e rimandare le competizioni nazionali e internazionali a causa dell'emergenza sanitaria che ha colpito tutto il mondo. Tale crisi, a differenza di quelle precedenti, ha investito non solo i settori economici convenzionali, ma anche quello calcistico, e ha avuto un forte impatto sulle finanze e sulla liquidità dei club: la pandemia ha sconvolto l'industria globale del calcio e ha messo i club e le

federazioni di fronte ad un crollo delle entrate e a perdite enormi ed inattese. Questo avvenimento esogeno, assieme al successivo tentativo di alcuni grandi club di costituire una nuova competizione, la *Super League*, esterna alla struttura consolidata, ha messo a nudo i problemi che il settore calcistico europeo tentava di nascondere, e cioè il fatto di vivere costantemente sull'orlo di una crisi finanziaria sistemica a lungo ignorata.

La "*Annual Review of Football Finance 2021*" stilata da Deloitte evidenzia l'impatto della pandemia da COVID-19 e la risposta del mercato calcistico nella stagione 2019/20. L'industria del calcio europeo ha subito una diminuzione dei ricavi complessivi di €3.7 miliardi: si tratta di una contrazione del 13% rispetto alla stagione precedente e della prima riduzione dei ricavi del settore europeo. Il declino è connesso all'interruzione dei campionati, alla riduzione dei proventi derivanti dalla presenza di pubblico agli eventi sportivi a causa della chiusura degli stadi, al rimborso degli abbonamenti, alla rinegoziazione degli accordi relativi ai diritti televisivi e alle ridotte vendite commerciali. I cinque principali campionati europei sono stati quelli su cui l'impatto finanziario è stato più forte. Nel complesso, le entrate della stagione 2019/20 si sono attestate a €15.1 miliardi, l'11% in meno rispetto ai €17 miliardi della stagione precedente. Si tratta di un crollo significativo, soprattutto alla luce del fatto che i costi salariali sono rimasti pressoché stabili. Il parere degli analisti, inoltre, è che l'impatto finanziario non è ancora del tutto evidente e la crisi potrebbe avere ulteriori ripercussioni, oltre che accentuare la tendenza alla polarizzazione delle entrate tra club più grandi e club minori, dato che i primi sono più protetti dal punto di vista contrattuale rispetto ai secondi, che dipendono maggiormente dalle entrate legate alle singole partite e da accordi commerciali annuali. La Serie A e la Ligue 1 sono stati i campionati sui quali la crisi ha avuto i risvolti peggiori, con una significativa riduzione dei ricavi da tutte le fonti, mentre l'impatto è stato meno significativo per la Liga e per la Premier League. La Bundesliga è invece il campionato che è riuscito a rispondere meglio alla crisi, resistendo abbastanza bene ai suoi effetti negativi.

Nella tabella 4.1 sono riportati i ricavi complessivi realizzati dai "big five" campionati europei nella stagione 2019/20, le entrate derivanti da ciascuna fonte e la variazione rispetto alla stagione precedente, non ancora soggetta all'influenza della crisi da Coronavirus.

Tabella 4.1 – Ricavi dei principali campionati europei nella stagione 2019/20 (milioni di euro)
[Nota: in parentesi è riportata la variazione percentuale rispetto alla stagione precedente]

	DIRITTI TV	COMMERCIALI/ SPONSOR	MATCHDAY	TOTALE 2019/20
Inghilterra	2669 (-22.9%)	1782 (+10.3%)	683 (-12.0%)	5134 (-12.3%)
Germania	1489 (+0.4%)	1355 (+1.0%)	364 (-30.0%)	3208 (-4.1%)
Spagna	1711 (-6.6%)	997 (-2.5%)	409 (-21.5%)	3117 (-7.6%)
Italia	1190 (-18.5%)	628 (-16.4%)	234 (-17.6%)	2052 (-17.8%)
Francia	690 (-23,4%)	738 (-7.8%)	170 (-15.4%)	1598 (-16.0%)

Fonte: *Annual Review of Football Finance 2021, Deloitte (2021)*.

Il campionato tedesco è stato quello che ha fatto registrare il minor calo dei ricavi totali, con una riduzione di circa €137 milioni: ciò ha portato la Bundesliga a diventare il secondo campionato più fruttuoso in termini di ricavi, con una cifra di oltre €3.2 miliardi, dietro solo al campionato inglese. La riduzione delle entrate è legata principalmente ai mancati introiti dalla presenza allo stadio, con i ricavi dalle partite che si sono ridotti del 30%, mentre i proventi commerciali e dalle sponsorizzazioni e gli introiti dai diritti televisivi sono persino lievemente aumentati. Il rapporto stipendi/fatturato è salito al 56%, raggiungendo il valore più alto degli ultimi vent'anni, pur rimanendo il più basso tra i "big five". Nonostante gli utili operativi dei club tedeschi siano crollati del 45% a causa dei minori introiti e dell'incapacità di ridurre immediatamente i costi, ben 16 dei 18 club della Bundesliga hanno comunque chiuso l'anno finanziario in positivo.

Per quanto riguarda la Liga, i ricavi complessivi sono scesi a €3.1 miliardi, il che ha fatto sì che il campionato spagnolo sia stato scavalcato dalla Bundesliga come secondo campionato più redditizio. Vi è stato un crollo dei ricavi provenienti dalle partite, dai diritti televisivi e dalle attività commerciali. Anche se le spese salariali sono aumentate solo marginalmente (+0.4%), raggiungendo i €2.1 miliardi, la contemporanea riduzione delle entrate ha fatto sì che il rapporto stipendi/fatturato salisse al 67%, toccando il valore più alto degli ultimi 17 anni. Gli utili operativi complessivi sono crollati del 60%, passando da

€455 milioni a €183 milioni. Nonostante ciò, la maggior parte delle società sono riuscite comunque a far registrare risultati operativi positivi, grazie anche ai vincoli più stringenti fissati dalla federazione spagnola al fine di riportare i club in una situazione di equilibrio e mitigare l'impatto della crisi. L'espansione internazionale e la sostenuta domanda da parte degli enti televisivi nazionali ed esteri, assieme alla maggiore responsabilità finanziaria a cui sono richiamati, dovrebbe permettere ai club del campionato spagnolo di emergere da tale situazione di difficoltà.

La Serie A è il campionato europeo che ha sofferto più di tutti a causa della crisi: nella stagione 2019/20 ha fatto registrare ricavi totali per quasi €2.1 miliardi, mettendo a segno una performance negativa corrispondente ad una perdita di €443 milioni rispetto alla stagione precedente. Tale risultato ha fatto sì che il rapporto stipendi/fatturato raggiungesse il valore più alto degli ultimi 16 anni, pari al 78%, nonostante il campionato italiano sia stato l'unico dei "top cinque" a ridurre le spese salariali (-8% rispetto alla stagione precedente). Vi è stato un crollo degli introiti dalle partite, già piuttosto bassi rispetto a quelli degli altri principali campionati, dei proventi commerciali e degli introiti dalla cessione dei diritti televisivi. Ciò ha comportato un notevole peggioramento delle perdite operative dei club di Serie A, che sono passate da €17 a €274 milioni, mettendo in una situazione di seria difficoltà praticamente tutte le società calcistiche italiane.

Per quanto riguarda la Francia, la forte diminuzione dei ricavi totali della Ligue 1 (-16%) è spiegata dal fatto che, a differenza degli altri campionati, la stagione 2019/20 non è stata portata a termine, e ciò ha comportato una riduzione degli introiti dalle partite e dai diritti televisivi, oltre che dei ricavi commerciali. In più, le spese per gli stipendi dei calciatori sono aumentate del 2%. Questi due fattori hanno fatto schizzare il rapporto stipendi/fatturato all'89%, il secondo valore più alto mai registrato tra i top campionati europei. La Ligue 1 ha fatto registrare perdite per il tredicesimo anno consecutivo, con un solo club che è riuscito a chiudere in positivo. Gli organi amministrativi francesi hanno allora deciso di imporre requisiti finanziari più stringenti per le società, mentre il governo ha emanato diversi sussidi a loro supporto.

La Premier League rimane il campionato più ricco e quello in grado di generare le entrate maggiori, nonostante la crisi pandemica ne abbia determinato il primo crollo della storia: vi è stata una riduzione di oltre il 12% rispetto ai €5.9 miliardi della stagione 2018/19, principalmente a causa del calo degli introiti derivanti dai diritti televisivi e dalle partite, dovuto alle restrizioni imposte per contenere l'emergenza sanitaria; sono invece cresciuti i ricavi commerciali. Anche per il campionato inglese

vi è stato un aumento del rapporto stipendi/fatturato, passato dal 61% al 73% a causa delle minori entrate e dell'incapacità di tagliare i costi. La Premier League ha fatto segnare gli utili operativi complessivi più bassi di sempre, con una riduzione di €887 milioni rispetto alla stagione precedente. In realtà, la crisi ha soltanto accelerato quella che era una riduzione dei profitti operativi ormai già all'orizzonte negli ultimi anni e che emergeva in maniera evidente dal declino degli utili dei cosiddetti "big six" club inglesi.

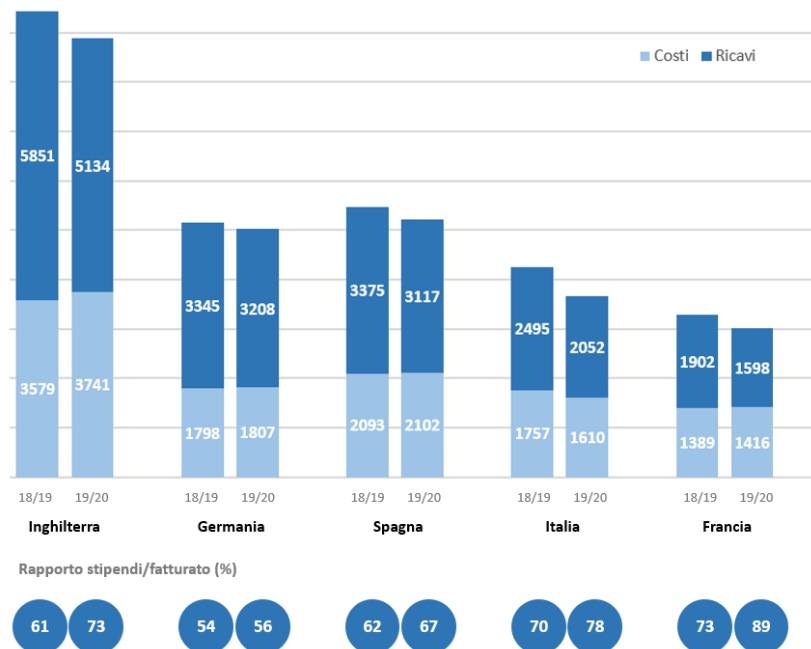


Figura 4.1 – Ricavi e costi nei cinque principali campionati europei, 2018/19 e 2019/20 (mln di euro)

Il calcio europeo sta dunque attraversando una crisi legata alla contrazione delle entrate e alla difficile sostenibilità della struttura dei costi costruita negli ultimi decenni, caratterizzata da compensi di breve termine estremamente elevati per i giocatori e dal costo sempre maggiore per i loro trasferimenti. Il crollo dei fatturati, gli alti costi salariali e la crisi di liquidità stanno avendo un impatto significativo sui grandi club, che hanno dovuto adottare strategie di austerità sugli ingaggi, ricapitalizzazioni o ristrutturazioni economiche: club come Barcellona, Real Madrid, Juventus, Inter, si trovano in situazioni di ristrettezza finanziaria inaspettate per società di questo calibro. Le ultime finestre di calciomercato hanno visto solo pochi trasferimenti, e molti club sono stati costretti a vendere i propri top player per risanare situazioni finanziarie difficoltose.

Per risolvere i problemi di cassa, aggravati dalle enormi perdite dovute alla pandemia e che stanno attualmente minacciando la loro stabilità, ci si aspetta che le

società facciano un ampio ricorso al debito o che ricevano consistenti iniezioni di cassa da parte dei loro proprietari sotto forma di aumenti di capitale. Le proiezioni della UEFA ritengono che i club copriranno circa il 30-40% delle perdite nette annuali con immissioni di equity, e circa il 30-40% facendo ricorso al debito, mentre la parte restante potrebbe rimanere non finanziata.

La ricerca condotta da Hammerschmidt et al. (2021) ha investigato la risposta delle società di calcio europee alla crisi innescata dalla pandemia da COVID-19. Più precisamente, lo studio mette in luce quelle che sono state le risposte strategiche dei club in tema di gestione finanziaria, di relazioni con gli stakeholder e di orientamento all'imprenditorialità sportiva. Gli autori mostrano che il crollo dei ricavi e i problemi di liquidità provocati dalla crisi da Coronavirus hanno messo a rischio l'esistenza stessa dei club professionistici e ne hanno stressato la gestione finanziaria. Partendo dalla tesi di Garcia-del-Barrio e Szymanski (2009) secondo cui i club tendono a massimizzare la vittoria piuttosto che il profitto, il lavoro sostiene che per raggiungere tale obiettivo le organizzazioni calcistiche generano profitti molto bassi o nulli, se non addirittura perdite. La ricerca enfatizza inoltre il fatto che il calcio professionistico è instabile e fragile, poiché è altamente vulnerabile agli shock esterni. Circostanze avverse che portano ad un crollo inatteso dei ricavi, come l'emergenza COVID, hanno il potenziale di far collassare finanziariamente l'intera industria. I risultati dello studio supportano inoltre le evidenze di Manoli (2016), il quale sostiene che raramente i club sono dotati di una struttura in grado di garantire un adeguato processo di gestione delle crisi e suggerisce quindi di sviluppare una qualche forma di expertise interna che possa permettere loro un monitoring continuo e una preparazione appropriata per affrontare tali eventi. La sfortuna, infatti, non è il solo fattore che favorisce l'insolvenza: non c'è dubbio che una buona capacità manageriale sia indispensabile per la corretta gestione societaria e per ridurre, al di là di fortuna e sfortuna, la probabilità di fallimento del club. Il lavoro evidenzia poi come il comportamento dei club in risposta alla contrazione delle entrate sia stato più reattivo che proattivo. Al contrario, per le compagne calcistiche sarebbe più opportuno adottare un orientamento di imprenditorialità sportiva, in quanto esso garantirebbe maggiori possibilità di sopravvivenza durante e dopo una crisi, consentendo l'adattamento dei club nel breve periodo e il successo nel lungo termine, attraverso una mentalità che punta a incrementare l'efficienza economica e a far risparmiare le risorse essenziali: le organizzazioni imprenditoriali mostrano infatti maggiori probabilità di sopravvivere alle crisi e tassi di crescita più elevati nella fase di recupero. Secondo diversi autori, tra cui Jones et al. (2017), l'imprenditorialità sportiva non è semplicemente un'opzione strategica per un club,

ma appare ormai sempre più una necessità manageriale in un contesto ostile e precario. Si può infine concludere sottolineando che la gestione delle relazioni con gli stakeholder assume un'importanza maggiore in tempi di crisi. Hammerschmidt concorda con altre ricerche sul fatto che la fedeltà da parte di tali attori rappresenta un parafulmine in periodi difficili e nello studio rileva anche livelli significativi di solidarietà tra le società calcistiche e gli stakeholder esterni, specialmente i tifosi, disponibili fin da subito ad aiutare le proprie squadre. Inoltre, poiché la sponsorizzazione è uno dei principali flussi di entrate per i club, è consigliabile scegliere sponsor finanziariamente potenti, che non abbiano problemi a garantire un supporto continuo, e che operino in settori più resistenti alle crisi, così che una situazione di recessione nello sport non impatti allo stesso modo su di essi.

4.1.2 L'andamento finanziario generale del calcio europeo

Nello scenario post-COVID la situazione finanziaria è tornata ad essere la principale preoccupazione per le società calcistiche, non solo perché una condizione precaria sotto tale aspetto può avere un'influenza negativa sulla competitività sportiva dei club, rendendo difficili gli investimenti nella squadra e nel loro sviluppo, ma soprattutto perché mette a rischio la loro stessa sopravvivenza e la sostenibilità dell'intero settore. Il significativo crollo dei ricavi ha esasperato quella che è da tempo una condizione di difficoltà in cui versano numerosi club europei a causa delle spese sconsiderate e delle continue perdite fatte registrare nel corso degli anni. Ciò ha reso chiara la necessità di adottare una gestione finanziaria efficace e attenta e implementare strategie efficienti per pianificare la crescita e gli investimenti futuri, garantire la competitività e preservare la propria sostenibilità. Tuttavia, soltanto pochi club si sono dimostrati in grado di rispondere proficuamente alle mutazioni economiche del settore e di affrontare gli eventi negativi, mentre molti, pur ottenendo buoni risultati sportivi, hanno continuato a presentare difficoltà fuori dal campo: è il caso, ad esempio, dell'Inter che ha mostrato grossi problemi finanziari nonostante la vittoria del campionato italiano nella stagione 2020/21.

A parte l'attuale contesto economico pesantemente influenzato dai fattori esogeni che hanno colpito tutti i settori, le società di calcio europee hanno affrontato diverse situazioni drammatiche dal punto di vista finanziario, ma mai si era palesata una crisi di una portata tale da colpire l'intero sistema. Quando singoli club hanno mostrato difficoltà nel passato, si è trattato di problemi sorti come conseguenza di condizioni locali, di forme di gestione peculiari o semplicemente di sfortuna, e infatti la crisi è rimasta circoscritta ad essi o al più ha avuto un'influenza limitata

sulla struttura calcistica. Diversi sintomi avevano però fatto presagire che dietro le difficoltà di singoli club si nascondesse in realtà una crisi di più ampio respiro, ipotesi avanzata anche nello studio di Lago, Simmons e Szymanski (2006). Una crisi sistemica non sorge infatti dal nulla, ma sottintende l'esistenza di problemi profondamente radicati, tali da avere implicazioni finanziarie negative per tutti i club e capaci di produrre uno stato di cose per le quali l'unica soluzione efficace è una ristrutturazione fondamentale. In una situazione del genere la sofferenza di un club o di un gruppo di club costituisce una minaccia per la stabilità finanziaria anche degli altri attori presenti nel settore: l'industria calcistica è caratterizzata infatti da cooperazione e mutualità, indispensabili per la generazione del prodotto sportivo, e dunque il fallimento di uno o più club ha la capacità di contagiare anche gli altri, compromettendo la stabilità finanziaria dell'intero sistema. Ciò che per molto tempo ha nascosto l'esistenza di quella che è un'evidente crisi finanziaria sistemica dell'industria calcistica è stata la costante e significativa crescita dei ricavi. Questo perché la crisi che ha caratterizzato in maniera subdola il settore non è stata nella loro generazione, bensì nello sbilanciamento strutturale che si è creato tra proventi e spese, con queste ultime spesso nettamente superiori agli introiti, e nel grande aumento del ricorso al debito da parte dei club che ne è conseguito. L'esplosione dei ricavi del settore calcistico è piuttosto ciò che ne ha innescato la crisi, dato che ha incentivato il parallelo e persino superiore incremento della spesa sostenuta dai club per l'acquisto e gli stipendi dei giocatori e dello staff. Proprio il cospicuo aumento dei costi sostenuti dalle società, con l'obiettivo di massimizzare la loro performance sportiva, è la spiegazione dell'inconsistenza tra l'accresciuta capacità di generare ricavi e la loro scarsa o nulla profittabilità, ed è ciò che ha messo a rischio la sostenibilità finanziaria delle compagnie di calcio, la cui situazione si è fatta negli anni sempre più precaria (Garcia-del-Barrio e Szymanski, 2009). Già l'economista Sloane (1971) aveva osservato che i club, a differenza delle imprese convenzionali, non sono organizzati per massimizzare i profitti, ma hanno come obiettivo prioritario la massimizzazione dell'utilità, ossia del successo sportivo. Inoltre, la crescita dei fatturati ha spinto le piccole società calcistiche, con l'ambizione di competere ai livelli più alti, ad investire più che potevano e assumersi forti rischi finanziari per provare a ridurre, prima che fosse troppo tardi, il gap con i grandi club che si stava progressivamente ampliando proprio a causa delle maggiori entrate. Tali comportamenti spiegano perché la crescita dei ricavi dei campionati e dei club europei non si è tradotta nella realizzazione di profitti, ma al contrario ha contribuito a perdite significative e debiti sempre più alti che hanno condotto le società calcistiche, anche quelle più importanti, a rischiare l'insolvenza. I club sono così diventati estremamente vulnerabili ai problemi finanziari e a shock

avversi inattesi: Szymanski (2017) ha evidenziato che i club che falliscono sono quelli che affrontano una serie di eventi negativi i quali impattano sulle loro finanze e che li spingono troppo oltre quel limite che ne garantirebbe la sopravvivenza.

La gestione apparentemente irrazionale e dissoluta delle società calcistiche è, in realtà, soltanto la risposta allo schema di incentivi che emerge dall'ambiente estremamente competitivo in cui i club operano, caratterizzato dal sistema di promozione e retrocessione. Lo studio di Szymanski e quello di Scelles et al. (2018) evidenziano la co-dipendenza tra la performance finanziaria e quella sportiva e mostrano come eventi negativi in una delle due sfere abbiano impatti avversi anche sull'altra. In altri termini, si è osservato che la performance sportiva dei club è influenzata dalla spesa sostenuta e, viceversa, il successo sul campo si trasforma in ricavi per il club. È questo il motivo per cui i club si cimentano in una sorta di corsa al successo che li spinge a sovra-investire e ad esporsi al rischio di insolvenza, così da evitare il più possibile un fallimento sportivo che avrebbe impatti ancora peggiori sul piano finanziario: García-Sánchez (2007) ha evidenziato come il budget di un club si strutturi attorno agli obiettivi di vincere trofei e partecipare alle competizioni UEFA, che generano i maggiori ricavi. Se il mercato calcistico fosse perfettamente competitivo, il livello di spesa da sostenere per il raggiungimento di un determinato risultato sportivo corrisponderebbe quasi esattamente ai ricavi generati in conseguenza di tale risultato, e quindi tutti i club si troverebbero a realizzare profitti nulli. Il problema è che ci sono diversi fattori che possono impattare sui risultati effettivi di un club e le conseguenti strategie messe in atto per migliorare la situazione finanziaria e per rispondere agli shock che si manifestano sono difficili da implementare.

Le continue perdite fatte registrare hanno determinato una situazione finanziaria drammatica per il settore, con livelli di debito record per i singoli club, e questo rappresenta adesso uno dei principali problemi del calcio europeo. A ciò si aggiunge la mancanza di liquidità di alcuni club che li ha impossibilitati a ripagare in tempo i debiti e gli stipendi dei calciatori, accentuando il rischio di insolvenza e di bancarotta. Le compagnie sono state finora in grado di sostenere le perdite e sopravvivere grazie a nuovi e continui finanziamenti, che hanno permesso di nascondere la pesante situazione debitoria. La fragile condizione finanziaria ha influito direttamente sulle scelte degli organi di governo del sistema calcistico europeo, come l'introduzione del Financial Fair Play da parte della UEFA, finalizzato ad incoraggiare le società ad abbandonare modelli gestionali ormai obsoleti e adottare un approccio più razionale e sostenibile che favorisca la loro stabilità economica e quella del settore, scongiurando il più

possibile il rischio di fallimento. Il FFP ha consentito la riduzione delle perdite complessive dell'industria, che è passata da un risultato negativo di oltre €1.7 miliardi nella stagione 2011/12, a realizzare utili per €579 milioni nella stagione 2017/18. C'è anche da sottolineare il fatto che il livello di indebitamento raggiunto dai vari campionati si interconnette con le specifiche normative finanziarie stabilite da ogni paese: le restrizioni fissate in Francia e Germania sono molto più severe rispetto a quelle in essere in Spagna, Italia e Inghilterra, paesi questi ultimi in cui il debito totale accumulato raggiunge cifre terrificanti e la situazione finanziaria dei club è molto più preoccupante (García e Rodríguez, 2003; Hamil et al., 2010). Il campionato francese è caratterizzato da una regolamentazione e un monitoraggio stringenti da parte delle autorità calcistiche, che rendono difficile per i club spendere oltre i propri mezzi senza subire sanzioni, e che permettono di evitare il più possibile che essi si mettano in pericolo. Il campionato tedesco presenta una struttura proprietaria peculiare che limita la capacità dei club di prendere in prestito denaro e di mettere a repentaglio il proprio futuro con una gestione sconsiderata. Esistono inoltre delle specifiche istituzioni preposte al controllo del rispetto di determinati vincoli finanziari da parte delle società: Frick e Prinz (2006) sostengono che la "stabilità finanziaria dei club è solitamente attribuita al sistema di licenze messo in pratica dall'organizzazione del campionato", sistema che "assicura che ci sia un continuo controllo sui costi, e in particolare sugli stipendi". Le soluzioni proposte dallo studio di Lago, Simmons e Szymanski per porre rimedio o quantomeno mitigare i problemi finanziari del settore calcistico europeo vanno dall'imposizione di normative più stringenti da parte degli organismi al livello superiore fino alla completa riforma delle competizioni, adottando una struttura chiusa, in stile americano, che possa creare una base sostenibile specialmente per i club più piccoli, con diversi meccanismi finalizzati a garantire sia l'equilibrio della competizione che la stabilità finanziaria. Ciò che frena le società di calcio dall'adottare tali meccanismi è legato appunto all'apertura della competizione nel contesto europeo attuale: i grandi club non accettano, ad esempio, di condividere i ricavi con i club più deboli, perché temono che questi ultimi possano rafforzarsi e causare in futuro la loro retrocessione. Guzmán (2006) sostiene allora che le imprese sportive dovrebbero organizzare le loro risorse e adottare una struttura finanziaria che possa garantire efficienza e livelli di crescita sostenibili: in particolare, i club che partecipano ai campionati più grandi dovrebbero adottare strategie tali da ridurre il livello di indebitamento e al contempo trovare nuove fonti di ricavo, oltre che massimizzare quelle già esistenti, in preparazione di eventuali cambiamenti economici futuri che possono avere un impatto sui loro budget.

A differenza dei settori economici convenzionali, i proprietari delle imprese calcistiche sono in genere disposti a sopportare le perdite e non escono dal business quando esse non realizzano utili, nemmeno se ciò accade per più esercizi. Questo non vuol dire che il settore trascura totalmente la stabilità finanziaria, consentendo al management una gestione societaria folle, ma significa piuttosto che le società di calcio dovrebbero essere valutate secondo una prospettiva differente, tenendo conto anche dei benefici privati e sociali derivanti dal loro controllo e che spingono gli investitori a finanziare club con un rendimento che in altre industrie sarebbe considerato insoddisfacente. In tale contesto, il valore e la forza di un club non sono dunque determinati dalla profittabilità, ma piuttosto dal potere d'acquisto, che dipende principalmente dalla sua capacità di generare ricavi e di reindirizzarli nel mercato, come sottolineato dallo studio di Tiscini e Dello Strologo (2016). Gli incentivi a competere tra i club e a spendere sempre di più per migliorare la performance sportiva derivano dai crescenti premi monetari che si ottengono dalla partecipazione alle competizioni più importanti, come la UEFA Champions League, e dal maggiore interesse generato sui tifosi, che consente di aumentare i ricavi dalla vendita dei biglietti, dal merchandising, dalla cessione dei diritti televisivi e dalle sponsorizzazioni. Questi sono i motivi dietro il grande aumento degli stipendi dei calciatori e dei costi dei cartellini e spiegano perché una strategia di minimizzazione dei costi non è una strada percorribile per incrementare il reddito dei club. Di conseguenza, essi necessitano di risorse finanziarie sempre maggiori per coprire le spese e rimanere competitivi, risorse che riescono ad accumulare o grazie alla rilevanza globale del loro brand oppure mediante il finanziamento da parte di investitori privati. I club caratterizzati da un brand di fama mondiale riescono a generare grandi introiti dalle attività commerciali, dalla vendita di biglietti e dalla cessione dei diritti televisivi, e possono generare ricavi superiori rispetto ai club normali attraverso il successo. A tale categoria appartengono quei club il cui valore del brand è particolarmente elevato, come Bayern Monaco, Manchester United e Real Madrid. L'altra strategia per raccogliere fondi consiste nell'affidarsi ad investitori privati, che finanziano il club nel tentativo di portarlo al successo sportivo. In tal senso, si può affermare che maggiore è la ricchezza raccolta dal club, maggiore è la sua capacità di investire e, di conseguenza, sarà più elevata anche la probabilità di performare bene sul campo.

Analizzare la struttura finanziaria e debitoria delle compagnie calcistiche è un aspetto di estrema importanza per poterne valutare l'economicità della gestione. Quando un club spende più di quanto può sostenere, magari senza neppure arrivare al successo, si verifica il cosiddetto *financial distress* e la compagnia può

diventare insolvente, cioè non essere più in grado di soddisfare le obbligazioni che ha nei confronti dei creditori. In particolare, i modelli sviluppati da diversi autori, come l'analisi di Dimitropoulos (2010) o lo studio di Alaminos e Fernández (2019), mostrano che i club prossimi ad una situazione di stress finanziario sono quelli caratterizzati da un eccessivo indebitamento, un elevato leverage e problemi di liquidità e profittabilità. L'insolvenza raramente comporta la liquidazione della società calcistica, ma determina solitamente la sostituzione del management o il cambio di proprietà. Il fatto che una società di calcio pur essendo insolvente poi non fallisca è dovuto a due peculiarità dell'industria. In primo luogo, un club ha un'enorme rilevanza economica, sociale e culturale, per cui, come accade per le banche, è considerato "*too big to fail*" e quindi godrà sempre di un certo sostegno sia da parte dei propri tifosi che da parte di autorità locali e nazionali, che eviteranno in ogni modo possibile la sua scomparsa: i frequenti interventi di salvataggio e rifinanziamento di club insolventi da parte di stakeholder esterni determinano un tasso di sopravvivenza piuttosto elevato (Andreff, 2006). In secondo luogo, un club è in grado di adattare la propria struttura dei costi, e in particolare le spese per gli stipendi, allo stato di salute di cui gode, grazie alla grande offerta di calciatori sul mercato. Questi fattori, in particolare la rarità del fallimento dei club, fanno sì che per l'industria del calcio risulti valida una delle principali assunzioni del teorema di Modigliani e Miller, ossia l'assenza di costi di bancarotta. Non si può invece considerare rispettata l'assunzione relativa all'assenza di asimmetrie informative, che al contrario caratterizzano in maniera decisa il settore. Innanzitutto, l'asimmetria informativa è evidente per quanto concerne la valutazione dei calciatori, ossia l'asset principale dei club, che non presentano un valore definito in maniera oggettiva. In secondo luogo, essa si osserva nelle comunicazioni finanziarie rilasciate dalle società, spesso lacunose, approssimative e manipolate dal management al fine di soddisfare le norme imposte dagli organi amministrativi o allo scopo di estrarre benefici privati attraverso comportamenti opportunistici.

Un'ulteriore criticità che rende indispensabile per le compagnie calcistiche il ricorso al finanziamento esterno, il quale dia loro la liquidità necessaria per operare e garantisca una certa sicurezza finanziaria, scaturisce dalla mancanza di un significativo processo di autofinanziamento e dall'andamento dei flussi di cassa. I club sono caratterizzati dal fatto che i flussi di cassa in uscita, cioè le spese connesse ai costi di esercizio e sostenute principalmente per costruire la squadra ed iscriverla alle competizioni, precedono a livello temporale parte dei flussi di cassa in entrata correlati ai ricavi di esercizio: c'è quindi un gap temporale tra spese e incassi che deve essere colmato. In particolare, le società calcistiche hanno solitamente

significativi flussi di cassa in ingresso prima dell'inizio della stagione, derivanti principalmente dalla campagna abbonamenti e dagli accordi di sponsorizzazione o altre attività commerciali. Una parte di questi ricavi è spesa per i trasferimenti, mentre il resto è messo da parte per pagare gli stipendi. Con l'avanzare della stagione, però, la cassa a disposizione del club si riduce fino a svuotarsi ed esso deve trovare il modo di coprire le spese prima di riuscire a incamerare, a fine stagione, la parte rimanente dei ricavi derivante dalle competizioni. Questo aspetto strutturale, insito nei processi economici delle compagnie di calcio, determina problematiche di tipo finanziario che contribuiscono ad accentuare le già pesanti esposizioni debitorie. Solitamente, per coprire il fabbisogno finanziario, le imprese calcistiche ricorrono al credito di fornitura, a finanziamenti di breve e lungo termine oppure a capitali esterni forniti da privati o dal mercato dei capitali. Frequente è il ricorso all'indebitamento di carattere finanziario, con un'esposizione sia di breve che di medio-lungo termine. L'indebitamento finanziario di lungo termine è correlato all'acquisizione di risorse economiche finalizzate a sopperire alla mancanza di liquidità nel momento della definizione delle campagne trasferimenti, oppure ad investimenti di carattere strutturale e che garantiscano la continuità aziendale. Invece, il debito di breve periodo va a sopperire a contingenti carenze di liquidità che si verificano nel corso dell'esercizio. In generale, non è negativo per una società ricorrere al debito anzi, se esso è sostenibile e la programmazione dei rimborsi è gestibile attraverso la cassa generata dalle attività del club, può essere utilizzato per finanziare la strategia di crescita. Inoltre, il debito può essere vantaggioso dal punto di vista della tassazione agendo da scudo fiscale. Le banche hanno però mostrato scarso interesse nell'effettuare prestiti ai club, in quanto essi difficilmente trovano modi efficaci di generare profitti con cui ripagarli e non hanno molti asset da fornire come garanzia. Questo non vuol dire che le banche non effettuano prestiti alle società calcistiche, ma semplicemente che esse non riescono a raccogliere denaro con facilità da tale fonte. Tradizionalmente, la relazione tra banca e club è più inerente ad attività su base quotidiana e si instaura quando, nel corso della stagione, il club ha una carenza di liquidità e attiva una linea di credito per coprire le spese rimanenti. Oltre all'indebitamento bancario, le compagnie calcistiche possono rivolgersi ai mercati finanziari, che hanno il vantaggio di agevolare il flusso di capitali al costo più basso possibile e favorire l'acquisto e la vendita di azioni e obbligazioni. Effettuare una IPO permette ad una società di calcio di raccogliere un ammontare significativo di capitale a basso costo con cui finanziare i programmi di investimento, senza dover prendere in prestito dalle fonti tradizionali. Questo capitale "gratuito", se speso efficacemente per iniziative di crescita ben definite, può

determinare un aumento dei ricavi del club. Inoltre, una volta che una compagnia si è quotata sul mercato, può successivamente emettere nuove azioni per raccogliere altro capitale. C'è però da considerare che per ogni quota di azioni venduta, la proprietà del club in capo ai vecchi azionisti risulta diluita, e questi potrebbero finire per perdere il controllo del business. Per evitare che ciò accada, i club possono allora optare per l'emissione di azioni privilegiate, che garantiscono a chi le detiene un diritto prioritario al dividendo ma non concedono ad essi alcun diritto di voto, e non determinano quindi un'effettiva diluizione della proprietà. In generale, poche società di calcio intraprendono il processo di quotazione e molte di quelle che lo hanno fatto sono poi tornate private sia perché non ci sono particolari benefici derivanti da tale operazione, sia perché i manager preferiscono rivolgersi al mercato obbligazionario, prendendo a prestito capitale che si impegnano a restituire e su cui pagano interessi, senza dover rinunciare al controllo dell'impresa (Lindblom et al., 2011). Negli anni '90 numerosi club europei, principalmente inglesi, hanno anche tentato di raccogliere finanziamenti attraverso la cartolarizzazione, affidandosi alla lealtà dei propri tifosi per generare i ricavi necessari a ripagare le obbligazioni emesse. Il problema è che, nella maggior parte dei casi, il denaro raccolto è stato speso per l'acquisto di giocatori, puntando a raggiungere il successo sportivo nel breve periodo e aumentare così i ricavi generati dal club, con cui poi ripagare il debito. Tuttavia, per mantenere il successo sportivo nel tempo è necessario continuare a sostenere ingenti spese, cosa che diventa complicata se le entrate sono impegnate per ripagare le obbligazioni. I problemi connessi alla cartolarizzazione sono diventati ancora più evidenti con la crisi finanziaria del 2008, che ha portato all'abbandono di tale strategia.

Il debito rimane un problema per le società calcistiche sia perché i loro ricavi possono oscillare in maniera significativa in base ai risultati sportivi e il rimborso diventa particolarmente problematico se un club retrocede, sia perché se una società arriva al punto di esser costretta a vendere i propri asset per risanare la propria situazione finanziaria, diventa più complesso negoziare accordi vantaggiosi e ottenere la liquidità necessaria a restituire il capitale preso in prestito. Affinchè la condizione finanziaria di un club non risulti estremamente critica, l'indebitamento finanziario dovrebbe essere inferiore al volume dei ricavi. Dai dati empirici dell'ultimo decennio si evince che Premier League e Bundesliga hanno mantenuto un rapporto nel complesso accettabile tra i debiti finanziari e i ricavi totali, principalmente grazie alla loro capacità di generare fatturati elevati; più preoccupante è stata invece la situazione di Liga, Serie A e Ligue 1. Il campionato spagnolo è stato quello più in difficoltà nel corso del tempo. Per quanto riguarda il

campionato italiano, negli ultimi anni l'indebitamento finanziario è aumentato e ha superato i ricavi complessivi, facendo emergere dubbi sulla capacità dei club di ripagare i debiti con risorse proprie. Anche la Ligue 1 francese ha visto aumentare significativamente l'incidenza dell'indebitamento sul totale dei ricavi, nonostante i provvedimenti adottati dalla federazione nazionale. Oltre che dai debiti finanziari, le passività delle imprese calcistiche sono costituite dai prestiti commerciali, dai debiti verso il fisco, dai debiti verso gli altri club per il trasferimento dei calciatori, e dai debiti nei confronti dei calciatori stessi per stipendi e bonus. Infine, le frequenti perdite sofferte dai club nel corso dell'esercizio innescano contrazioni anche notevoli del patrimonio netto, che frequentemente possono determinare la necessità di ricapitalizzazione da parte dei soci.

4.1.3 La situazione del campionato italiano

Se si focalizza l'attenzione sulla situazione finanziaria del campionato di Serie A e su quella che è stata la sua evoluzione nel tempo, si osserva innanzitutto che la crisi che è conseguita dall'emergenza sanitaria dovuta al COVID-19 ha avuto un forte impatto sul settore, aggravando quella che era già una condizione pessima per il calcio italiano, da tempo ai margini del contesto internazionale, senza grandi trofei da esibire e incapace di imboccare la strada verso l'equilibrio economico-finanziario. Mentre gli altri campionati hanno fatto registrare una crescita esponenziale negli ultimi decenni, quello italiano è cresciuto in maniera molto meno decisa, tanto da sembrare quasi un sistema immobile e refrattario ai grandi capitali esteri. Inghilterra e Germania hanno tutta un'altra velocità rispetto all'Italia; la Spagna, seppur non particolarmente virtuosa dal punto di vista finanziario, è trainata da giganti quali Real Madrid e Barcellona; mentre il più piccolo e meno redditizio campionato francese sembra tutto sommato più responsabile dal punto di vista finanziario grazie a un sistema normativo più rigido. È chiaro che ci sono numerosi fattori strutturali che caratterizzano l'economia dell'industria calcistica italiana e che impediscono ai club di realizzare profitti. Il primo di questi è l'incapacità di generare ricavi all'altezza degli altri campionati. Se nella stagione 1996/97 la Serie A aveva il secondo fatturato più alto tra le leghe europee, dietro solamente alla Premier League, adesso è crollata al quarto posto, scavalcata da Spagna e Germania. I ricavi inferiori dei club italiani li hanno resi meno competitivi rispetto ai rivali degli altri paesi e ne hanno complicato la possibilità di trattenere calciatori talentuosi. La minore competitività delle squadre, specie nelle competizioni europee, ha un ulteriore impatto negativo sulla loro

capacità di generare entrate e, a completare il circolo vizioso, introiti più bassi peggiorano ulteriormente la performance sportiva.

La principale componente positiva di reddito per i club di Serie A è rappresentata dai ricavi derivanti dai diritti televisivi, in cui convergono anche i proventi per la partecipazione alle competizioni europee e i premi per i piazzamenti ottenuti, che contano per circa il 58% del fatturato complessivo, ma che sono in calo a causa dei peggiori risultati delle squadre italiane nelle competizioni europee rispetto al passato. La componente meno rilevante è rappresentata dai ricavi dalle partite, e ciò evidenzia come il campionato italiano sia quello con la più bassa affluenza dei “big five” a causa della scarsa attrattiva degli stadi, quasi tutti di vecchia concezione e non di proprietà dei club. Altra componente di reddito positiva è rappresentata dai proventi derivanti dalle attività commerciali e dalle sponsorizzazioni, che contano per il 31% del fatturato, ma che sono in media significativamente inferiori rispetto agli altri maggiori campionati europei. Analizzando invece le componenti negative di reddito, i dati mostrano che i costi sono più alti del valore della produzione, e ciò mette in luce come neppure i principali club siano ancora in grado di adottare modelli di business competitivi. La principale fonte di costo per i club italiani sono i costi del lavoro associati agli stipendi di calciatori, allenatori e staff, cresciuti ad una velocità maggiore rispetto a quella dei ricavi e che incidono per oltre il 50% sul totale dei costi mediamente sostenuti. L’incapacità di coprire le spese con le entrate fa sì che le compagnie debbano fare ampio ricorso al debito. Per quanto concerne il livello di indebitamento complessivo dei club di Serie A nei confronti delle varie fonti di finanziamento, quali istituti di credito, fornitori, enti pubblici, si osserva che nel quinquennio che va dalla stagione 2015/16 a quella 2019/20, a fronte di un valore medio del totale delle attività pari a €4.76 miliardi, sono stati registrati debiti medi di €3.92 miliardi per esercizio. L’esposizione debitoria è particolarmente significativa e l’incidenza dei debiti sul totale dell’attivo patrimoniale raggiunge percentuali preoccupanti, soprattutto se si considera che il valore medio del patrimonio netto annuo è inferiore a €400 milioni. In media, infatti, l’incidenza dell’indebitamento complessivo sul totale delle attività si attesta attorno all’82%; al contempo, l’incidenza del valore di patrimonio netto medio del quinquennio ha un’incidenza percentuale dell’8%. Nell’ultima stagione considerata, il peso del debito finanziario sul totale dei debiti complessivi è stato del 33%, mentre la restante posizione debitoria ha una derivazione differente: si tratta prevalentemente dei debiti nei confronti di fornitori, tra cui spiccano i calciatori sotto contratto, di società “correlate”, del fisco e di enti previdenziali e assicurativi. Se si osserva l’andamento

del patrimonio netto delle società nell'arco delle cinque stagioni analizzate, si rileva un valore particolarmente elevato delle ricapitalizzazioni complessive, pari quasi a €2.1 miliardi, ossia una media di oltre €410 milioni a stagione. Ciò significa che ogni anno le perdite sofferte nel corso dell'esercizio vanno ad abbattere all'incirca l'intero patrimonio netto dell'anno precedente, che deve quindi essere ricapitalizzato. In particolare, la stagione 2019/20 ha fatto registrare una ricapitalizzazione¹⁹ record di €906 milioni, quasi il triplo della stagione precedente e di tutte le ricapitalizzazioni effettuate nel corso del decennio e illustrate nella figura 4.2.

Tabella 4.2 – Dati contabili campionato di Serie A 2015-2020

	15-16	16-17	17-18	18-19	19-20
Totale attività	3513.2	4269.3	4718.2	5330.1	5952.2
Totale debiti	3066.2	3624.5	3883	4311.4	4717.7
Patrimonio netto	75.2	301.1	428.7	551	633.3
Altre passività	371.9	343.7	406.5	467.7	601.2
Debiti/Attività	87.3%	84.9%	82.3%	80.9%	79.3%
Patrimonio netto/Attività	2.1%	7.1%	9.1%	10.3%	10.6%

Nonostante le difficoltà dell'industria calcistica italiana, ci sono comunque alcuni modelli di comportamento virtuoso. L'Atalanta, ad esempio, è riuscita a far registrare utili per €52 milioni nell'anno della pandemia, grazie ad un modello di business all'insegna del radicamento territoriale attorno alla città, all'impiego di calciatori giovani provenienti dal settore giovanile o acquistati a basso costo, e alla sostenibilità economica, che hanno permesso al club di conseguire ottimi risultati finanziari e sportivi.

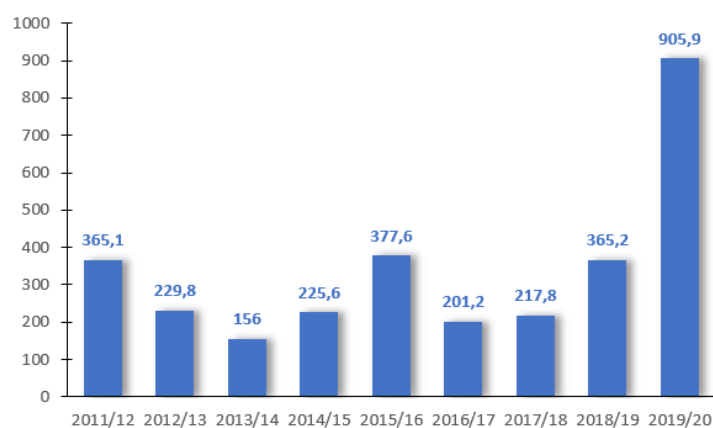


Figura 4.2 – Ricapitalizzazioni complessive nella Serie A dalla stagione 2011/12 alla stagione 2019/20

¹⁹ Il concetto di ricapitalizzazione è stato inteso come qualsiasi movimento che abbia comportato un aumento di ogni posta ideale del patrimonio netto, compresi gli aumenti delle riserve.

4.2 Il caso Super League

La grave crisi finanziaria che ha colpito e sta tuttora affliggendo i club europei, specie quelli più grandi sui quali l'impatto è stato ancora più deciso, ha scatenato il tentativo di rottura da parte di alcuni di questi: il 18 Aprile del 2021 è infatti scoppiato il panico nel mondo del calcio quando 12 dei più importanti club a livello globale hanno annunciato la costituzione di una nuova competizione europea nota come "*The Super League*". Si trattava di un nuovo torneo stagionale, parallelo alla UEFA Champions League, che avrebbe coinvolto 20 delle migliori squadre europee, tra cui i 12 club fondatori. Questi ultimi comprendevano sei club della Premier League inglese (Arsenal, Chelsea, Liverpool, Manchester City, Manchester United, Tottenham Hotspur), tre club iscritti alla Liga spagnola (Atlético Madrid, Barcellona, Real Madrid) e tre squadre dalla Serie A italiana (Inter, Juventus, Milan). Il progetto, di cui in realtà si vociferava da oltre vent'anni, è però collassato in pochi giorni a causa della forte opposizione da parte degli organi di governo del calcio europeo, delle leghe nazionali, degli altri club e dei tifosi.

I motivi fondamentali che hanno spinto alcuni tra i club più potenti e famosi al mondo a tentare di costituire una competizione privata sono legati alle enormi perdite economiche e ai preoccupanti livelli di indebitamento che, come si è visto, caratterizzano il calcio europeo, problemi che si sono ulteriormente acuiti con il verificarsi della crisi. La pandemia ha infatti accelerato la necessità di cambiamenti strutturali dell'ecosistema calcistico europeo, finalizzati a mettere in piedi un sistema in grado di rispondere ai mutamenti economici e di risolvere gli enormi problemi presenti nel settore, assicurando la sopravvivenza e la stabilità finanziaria delle società e del gioco stesso, caduto ormai in una situazione di crisi sistemica. Il progetto ha messo in evidenza la necessità di intraprendere delle azioni che possano effettivamente impattare in maniera positiva sull'industria del calcio europeo. Sono innanzitutto necessarie delle riforme per quanto concerne il Financial Fair Play, che non si è mostrato né risolutivo né pienamente adeguato nello svolgere il compito per il quale è stato introdotto. In particolare, risulta necessario un controllo più consistente e rigoroso dei costi sostenuti dai club, finalizzato a garantire una gestione societaria efficiente e migliorare la sostenibilità del sistema. In tal senso, tra le innovazioni proposte con la Superlega, ci sarebbe quella di adottare un sistema di competizione se non chiuso quantomeno ad accesso limitato, ispirato al format dei campionati sportivi americani, che permetterebbe non solo di sviluppare una competizione più attraente, ma anche di porre le basi per un sistema finanziario più solido e sicuro, con l'introduzione di un *salary cap* in grado di garantire il controllo dei costi e una maggiore equità tra i club rivali. C'è infatti

l'esigenza fondamentale di bilanciare il merito sportivo con la stabilità finanziaria, cosa che però, secondo gli oppositori all'iniziativa, non sarebbe garantita neppure dalla nuova competizione. Appare poi necessario un cambiamento drastico nella governance del sistema calcistico europeo e nella redistribuzione del potere decisionale. Infatti, nonostante i club si assumano il rischio imprenditoriale dell'industria attraverso gli investimenti sostenuti, essi hanno poca influenza sulla governance del settore e delle competizioni europee, e sulla distribuzione dei ricavi, che risulta iniqua e inefficiente. Le riforme di governance proposte dovrebbero poi prevedere delle misure atte a migliorare la stabilità dell'intera piramide calcistica, attraverso meccanismi di solidarietà più idonei e in grado di assicurare una competizione più bilanciata. Un'altra urgenza riguarda la riforma dei calendari, e in particolare un miglior coordinamento tra le partite sostenute dai club nelle competizioni domestiche e internazionali e dalle squadre nazionali. Negli ultimi anni, infatti, il numero di partite è cresciuto sempre più e ciò ha reso i calendari sempre più fitti, senza che però i maggiori impegni si traducessero necessariamente in maggiori ricavi: ci sono infatti numerose partite che suscitano scarso interesse nel pubblico.

Come detto, quella di una superlega europea non è un'idea nuova, ma si è a lungo discusso di una competizione alternativa che consentisse ai club più forti e importanti di incontrarsi regolarmente in un torneo in un certo senso chiuso, sullo stile della NBA americana, e che permettesse di incrementare significativamente i ricavi da distribuire anche al resto dell'industria. I primi tentativi erano stati fatti già all'inizio degli anni '90, ma erano naufragati in seguito alla minaccia di sanzioni da parte della UEFA: le associazioni nazionali e gli organi amministrativi si sono sempre opposti a tale idea, temendo di perdere il loro ruolo di potere come gestori del gioco in favore di una cerchia ristretta di club e rivendicando l'esigenza della loro presenza per il bene più ampio dello sport. In termini economici, la rinuncia al progetto si è tradotta in *"money left on the table"* e ha lasciato l'industria calcistica europea in una situazione statica che l'ha resa incapace di rispondere ai mutamenti in atto a livello economico globale. L'idea della nuova Super League è nata dal presidente del Real Madrid, Florentino Pérez, che da anni ritiene che l'attuale format della Champions League sia obsoleto e rappresenti un ostacolo per il miglioramento della qualità dello sport, limitando la crescita del business dei club e lo sviluppo delle infrastrutture. Egli ha iniziato le discussioni con gli altri club coinvolti nel progetto già nel 2018. L'obiettivo conclamato della Superlega era quello di *"fornire partite di qualità superiore e risorse finanziarie aggiuntive a tutta la piramide calcistica"* garantendo così una crescita significativamente maggiore e

un supporto all'intero sistema europeo attraverso un impegno serio e di lungo periodo alla solidarietà finanziaria.

La risposta degli organi di governo, dei club non coinvolti e dei tifosi, è stata di condanna verso la creazione di tale competizione: la maggior parte delle critiche mosse contro il progetto Superlega sono relative al fatto che essa non si baserebbe pienamente su principi meritocratici, ma coinvolgerebbe solamente alcuni club di vertice di determinati paesi. La grande opposizione incontrata ha fatto sì che il progetto, nella sua concezione originaria, naufragasse: nove dei dodici club fondatori hanno deciso, almeno ufficiosamente, di abbandonare l'iniziativa, spaventati principalmente dalla minaccia di esclusione dalle competizioni domestiche e internazionali. Tuttavia, l'impossibilità legale di agire in tal senso ha spinto la UEFA a stabilire solamente delle sanzioni economiche per i club usciti dal progetto e aprire un procedimento disciplinare nei confronti dei tre club che vi sono rimasti pienamente coinvolti, ossia Barcellona, Juventus e Real Madrid. Anche tali interventi sono stati però bloccati per l'intervento del Tribunale Commerciale di Madrid che ha intimato all'organo di governo europeo di annullare qualsiasi procedimento o sanzione nei confronti dei 12 club coinvolti nella Super League. La UEFA allora, in risposta alle proposte lanciate dai club "ribelli", ha dichiarato l'intenzione di riformare e ammodernare il format della Champions League. I tre club rimasti nel progetto hanno però deciso di portare avanti la battaglia contro la UEFA, intraprendendo una causa legale contro il monopolio esercitato da quest'ultima, che secondo loro impedirebbe la libera concorrenza e la costituzione di competizioni rivali. Ciò che i club fondatori della Super League recriminano è il fatto che la UEFA eserciti un abuso di posizione dominante, sottolineando che il calcio è l'unico sport in cui l'ente che organizza la competizione è lo stesso che poi la controlla. Se è vero che il calcio beneficia di un sistema di governance unitario, ciò non giustifica il fatto che potenza e autorità degli organi di governo siano esercitate in maniera anti-competitiva. Non è del tutto chiaro, infatti, se la UEFA abbia realmente un'autorità legale tale da impedire la formazione di un torneo rivale perché la sua posizione come unico organizzatore delle competizioni europee potrebbe configurarsi appunto come un abuso di posizione dominante.

In ogni caso, finché gli organi di governo si riservano il completo potere di organizzare, regolare e controllare le competizioni e il sistema di distribuzione di premi e ricavi, i club saranno sempre incentivati ad intraprendere tentativi di rottura come quello della Super League, per cui non si esclude affatto, anzi è quasi certo, che l'iniziativa sarà riproposta, sotto una nuova forma probabilmente migliorata.

4.3 La relazione tra la performance finanziaria e i risultati sportivi

Le società calcistiche sono caratterizzate dal fatto che devono perseguire due obiettivi: da un lato, devono soddisfare la necessità di realizzare le migliori performance sportive possibili; dall'altro, devono garantire il conseguimento di una performance economico-finanziaria tale da assicurarne stabilità e sopravvivenza. La performance finanziaria del club fa riferimento ad una serie di obiettivi di budget, al raggiungimento di una situazione di stabilità finanziaria, alla riduzione dell'indebitamento e al soddisfacimento degli interessi degli azionisti che, a differenza delle società più convenzionali, non puntano necessariamente ad ottenere ritorni elevati, anzi sono spesso disposti ad accettare profitti scarsi o nulli. La performance sportiva si riferisce invece alla capacità di ottenere il maggior numero possibile di vittorie e trofei nelle competizioni a cui prende parte il club. Se nel breve periodo la capacità di una società calcistica di mantenere un'ottima condizione finanziaria non dipende del tutto dalle prestazioni nel gioco, perché è perseguita principalmente attraverso i ricavi derivanti dai trasferimenti dei calciatori, i tifosi che supportano regolarmente la squadra, gli introiti per la cessione dei diritti televisivi, l'efficacia della campagna di marketing e il numero di partite giocate, nel medio-lungo termine i risultati sportivi diventano invece indispensabili per garantire un esito finanziario adeguato: un club che si mantiene ai vertici delle competizioni è più popolare, è in grado di attrarre un pubblico maggiore, realizzare ricavi superiori dalle attività commerciali, dalle sponsorizzazioni, dai diritti di trasmissione e dalla distribuzione dei premi delle competizioni. Successo sportivo e successo finanziario possono essere connessi in tre modi differenti. In primo luogo, la vittoria sul campo potrebbe indurre un incremento dei ricavi superiore a quello dei costi, e aumentare quindi la profittabilità della società: in tal caso non ci sarebbe alcun conflitto tra la soddisfazione dei tifosi, attraverso il trionfo della squadra, e la soddisfazione dei proprietari, i cui obiettivi sarebbero irrilevanti perché massimizzare l'uno o l'altro aspetto determinerebbe gli stessi risultati. La seconda tipologia di relazione, che però emerge raramente dalle evidenze empiriche, è quella in base alla quale il successo sportivo è scollegato dalla profittabilità, il che significa che la ricerca del profitto non andrebbe ad interferire con la performance sportiva e viceversa. Infine, la terza ipotesi è che il successo sportivo potrebbe determinare una riduzione dei profitti, a causa di un aumento dei costi superiore a quello dei ricavi, che costringerebbe gli azionisti a fare un trade-off tra i due aspetti. Come detto, però, per le società calcistiche una buona performance finanziaria non si espleta necessariamente nella generazione dei profitti ma anche "semplicemente" nel garantire la stabilità del club e la sua capacità

di investire. Diversi autori, tra cui Szymanski, ritengono che la logica dominante per i club deve essere quella sportiva perché, senza il perseguimento di tale obiettivo, i club non sarebbero più competitivi nel settore e non riuscirebbero né a soddisfare gli stakeholder interessati alla vittoria, né a mantenere a lungo risultati finanziari accettabili, rischiando così di cadere in situazioni di crisi pur senza partecipare a quella corsa al successo che impone spese smisurate. Altri autori, come Sloane (1971) e Kèsenne (2007), ritengono al contrario che sia la logica finanziaria a dover prevalere. Nella sostanza, però, un club ben gestito è quello in grado di equilibrare la performance finanziaria e quella sportiva, dato che è ormai evidente che l'una non può sussistere a lungo senza l'altra: ciò si evince dai numerosi casi di squadre che pur essendo arrivate a vincere trofei sono poi diventate insolventi e viceversa, squadre che non hanno mai puntato alla vittoria non si sono mai affermate come leader del settore e non sono più riuscite a crescere finanziariamente. È allora necessario un trade-off che faccia sì che il club non si focalizzi troppo su uno solo dei due aspetti trascurando l'altro, ed è proprio questo che rende complesso prendere decisioni che risultino essere le migliori in senso assoluto.

Dalla letteratura economica orientata all'analisi dei club e allo studio dell'industria calcistica è facile osservare che il successo in questo mondo richiede in generale la disponibilità di budget significativi. Ciò è dovuto al fatto che la tendenza alla crescita dei ricavi nel calcio europeo è stata accompagnata da un contemporaneo e persino superiore incremento degli stipendi dei calciatori e dei costi legati all'acquisto dei loro cartellini, che ha richiesto quindi la disponibilità di risorse finanziarie sempre maggiori. La spiegazione dietro l'aumento della spesa sostenuta per i giocatori risiede nel fatto che nelle moderne società calcistiche gli obiettivi finanziari e quelli sportivi sono in qualche modo connessi tra loro: numerosi studi hanno evidenziato l'esistenza di una relazione positiva che lega le spese sostenute per l'acquisto e per gli stipendi dei calciatori, la performance sportiva del club e i ricavi da esso realizzati. Szymanski (1998), esaminando i risultati finanziari e sportivi di 40 club inglesi, ha identificato un legame positivo tra la performance sportiva e i ricavi, nel senso che il miglioramento delle prestazioni del club all'interno del campionato domestico è connesso con l'aumento delle sue entrate. A loro volta, i maggiori introiti sono investiti nel miglioramento della squadra e delle future performance sportive, determinando così una crescita dei costi del club: ciò spiega anche perché l'autore abbia individuato una relazione negativa tra i risultati sportivi e il profitto del club. Un risultato analogo è individuato dagli studi di Arnold (1991) e di Szymanski e Kuypers (1999), che evidenziano l'esistenza di

questa proporzionalità diretta tra le spese salariali e la probabilità di successo in campionato e, conseguentemente, tra i risultati sportivi e i ricavi del club. In altri termini, gli autori enfatizzano il fatto che i maggiori costi sostenuti per gli stipendi dei calciatori aumentano la probabilità che il club riesca ad ottenere risultati sportivi migliori, i quali a loro volta permettono l'aumento dei ricavi. Partendo da tale tesi, lo studio di Lago et al. (2004) teorizza l'esistenza di un circolo virtuoso tra le prestazioni finanziarie del club e i risultati sportivi raggiunti. Tale circolo virtuoso parte dalla necessità di dotarsi di un certo potere economico per poter acquistare e remunerare calciatori di talento attraverso i quali costruire una squadra competitiva, che possa raggiungere buoni risultati sportivi. Il miglioramento della performance sportiva, grazie alle spese sostenute, permette a sua volta di aumentare i ricavi del club, accrescendo l'interesse da parte di tifosi e sponsor nei suoi confronti: crescono così i ricavi derivanti dalla vendita di biglietti, dalle sponsorizzazioni, dalle attività commerciali e dalla cessione dei diritti televisivi. L'incremento dei proventi migliora la performance finanziaria della società, garantendole una maggiore disponibilità di risorse che determina un aumento del suo potere di acquisto e di spesa per gli stipendi dei calciatori, attraverso il quale migliorare ulteriormente la performance sportiva e chiudere così il cerchio. Il circolo virtuoso si sostanzia quindi nel fatto che una buona performance finanziaria va ad impattare positivamente sulle prestazioni sportive del club le quali, a loro volta, garantiscono migliori risultati finanziari. Specularmente, peggiori performance sportive determinano un risultato finanziario scadente, che riduce gli investimenti nella squadra e implica maggiori probabilità di insuccesso sportivo futuro, generando così una spirale discendente che si traduce in un circolo vizioso invece che virtuoso. Basandosi sulla teoria del circolo virtuoso, lo studio di Valente Pereira (2018) sottolinea il fatto che i club che presentano maggiore stabilità dal punto di vista economico-finanziario sono quelli che realizzano i migliori risultati sportivi. L'autore sostiene inoltre che per i club è necessario realizzare ricavi sempre più elevati e da fonti il più possibile eterogenee, le quali garantiscano un'adeguata capacità di investire nella squadra in ogni contingenza possibile. In sostanza, si è osservata l'esistenza di un effetto bidirezionale in base al quale la performance sul campo è connessa alla spesa sostenuta per la squadra e, in particolare, un club che investe di più è solitamente dotato di calciatori di qualità maggiore, che permettono di raggiungere risultati migliori i quali consentono a loro volta un aumento dei proventi del club. La conseguenza di questa interdipendenza è che i fattori che impattano su una delle due tipologie di performance possono influenzare, direttamente o indirettamente, anche l'altra.

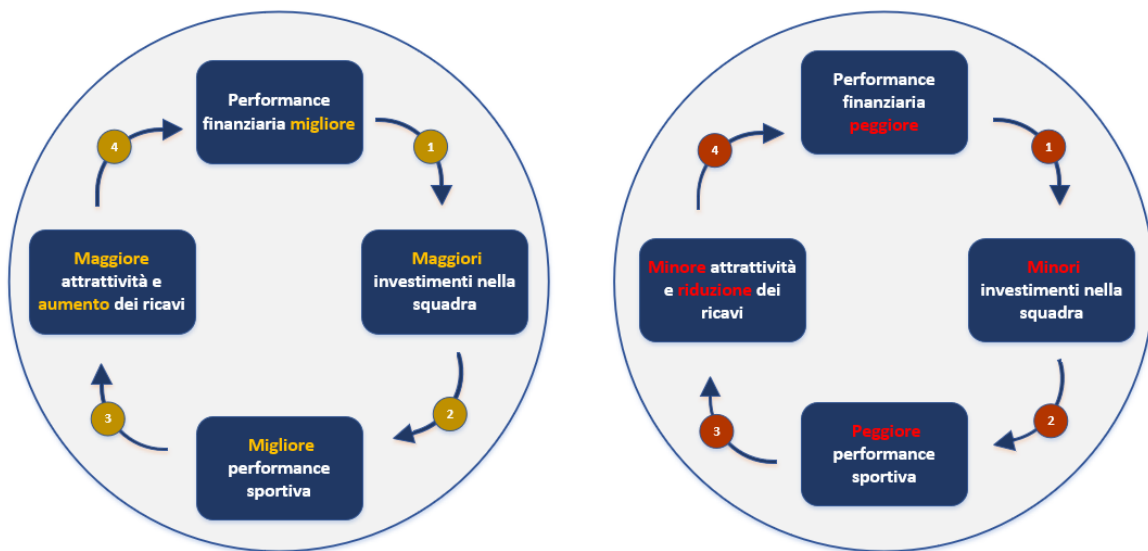


Figura 4.3 – Circolo virtuoso (a sinistra) e circolo vizioso (a destra) della relazione tra performance finanziaria e sportiva

La connessione esistente con i risultati sportivi conseguiti determina quindi un'importanza fondamentale del finanziamento dei club, che necessitano di dotarsi di risorse economiche significative in virtù dei sempre più elevati investimenti indirizzati all'acquisto e al pagamento degli stipendi dei giocatori. A tal proposito, vi è un consenso generale sul fatto che il capitale umano, rappresentato appunto dai calciatori, costituisce l'asset centrale delle società calcistiche, cioè quello che garantisce una potenziale fonte di vantaggio competitivo e di successo. Questo vuol dire che i club che hanno maggiori disponibilità e maggiore capacità di indirizzare i propri fondi nelle spese per i calciatori di talento riescono ad ottenere un vantaggio dal punto di vista sportivo nei confronti dei competitor. Inoltre, la maggior parte dei ricavi che maturano per il club dipendono almeno in parte dalla qualità del capitale umano. Ogni calciatore è una scommessa, e le prestazioni individuali sono altamente imprevedibili, ma le squadre impiegano così tanti giocatori, e questi performano in così tante partite che le incertezze tendono a sparire, lasciando solamente l'effetto del potere finanziario e della spesa sostenuta per assicurarsi le loro prestazioni. Innumerevoli studi hanno analizzato i diversi aspetti della relazione tra gli investimenti del club e i suoi risultati nel gioco. Prima Szymanski e Smith (1997) e poi i lavori di Fritz (2006) e di Leach e Szymanski (2015) evidenziano come la performance sportiva sia determinata dalla qualità dei calciatori in forza ad un club e che, in generale, maggiori spese sostenute per il loro acquisto e per il pagamento dei loro stipendi determinano il raggiungimento di migliori traguardi nelle competizioni i quali, come detto, consentono a loro volta un aumento dei ricavi. Di conseguenza, nel tentativo di innescare il circolo virtuoso, le società

europee sono spinte a pagare cifre esorbitanti per l'acquisto dei calciatori e stipendi sempre più alti. Morrow (1999), Murphy (1999) e Hall, Szymanski e Zimbalist (2002) hanno circoscritto la correlazione diretta tra i costi sostenuti dai club e le loro probabilità di vittoria alle sole spese per gli stipendi dei giocatori. Dai dati ottenuti dalla "Annual Review of Football Finance 2021" di Deloitte si osserva che nella stagione 2018/19 quasi il 63% dei ricavi generati dai club dei top cinque campionati europei sono stati spesi solamente per gli stipendi dei calciatori, percentuale che è salita al 71% nella stagione 2019/20, condizionata però dalla crisi pandemica: ciò dimostra come i club siano consci dell'esistenza della correlazione e investano per sfruttarla. In Premier League la correlazione tra il risultato ottenuto nel campionato e i costi del lavoro è particolarmente evidente, anche se si è indebolita nell'ultima stagione, passando da 0.82 del 2018/19 a 0.66 del 2019/20. Esaminando i primi 30 club europei per valore, anche la ricerca di Rohde e Breur (2016) individua la co-dipendenza tra risultati e ricavi e tra spese e successo sportivo. I due autori verificano che gli investimenti sostenuti per la squadra, sia per l'acquisto che per gli stipendi dei calciatori, hanno un impatto positivo e statisticamente significativo sulla performance sportiva, misurata come media punti realizzata dal club nel campionato domestico, e a sua volta il successo nazionale ha un'influenza positiva e significativa sui ricavi ottenuti. Le evidenze mostrano inoltre che la relazione non si limita ai tornei nazionali, ma può essere trasferita al successo nelle competizioni UEFA. Questo non significa però che le due dimensioni, sportiva e finanziaria, rivestano esattamente la stessa importanza: nel breve termine, gli studiosi osservano un'enfasi maggiore sulla vittoria, con i club che puntano a stento a raggiungere una situazione di break-even dal punto di vista economico. Nel lungo periodo, invece, l'ottimizzazione della situazione finanziaria della società assume maggiore rilevanza, perché è necessario che il club operi in una condizione di stabilità che non ne metta a rischio la sopravvivenza. Un lavoro più recente, svolto su un campione di club europei tra il 2016 e il 2018, è quello di Alaminos, Esteban e Fernández-Gàmez (2020), che dimostra come i club che hanno raggiunto i migliori risultati sportivi sono anche quelli che hanno realizzato una performance finanziaria migliore, valutata attraverso il ROE e il ROCE²⁰, ma che contestualmente hanno sostenuto le spese maggiori per gli stipendi. Alcune ricerche si sono poi focalizzate sulla correlazione esistente nei singoli campionati nazionali. Lo studio di Dimitropoulos e Limperopoulos (2014) e quello

²⁰ Il ROE (*return on equity*) è un indice economico che indica la redditività del capitale proprio della società e verifica quindi il tasso di remunerazione del capitale di rischio; il ROCE (*return on capital employed*) è un indice economico che rappresenta la redditività del capitale investito, cioè fornisce informazioni su quanto efficientemente la società utilizza le risorse apportate da azionisti e creditori.

di Dimitropoulos e Koumanakos (2015) hanno evidenziato l'esistenza della relazione positiva tra l'efficienza del capitale umano e la performance sportiva e finanziaria dei club. In particolare, il primo lavoro ha analizzato tale connessione nel calcio greco e ha trovato che i club che pagano salari più elevati ai calciatori sono in grado di conseguire risultati migliori nella competizione domestica. Un risultato analogo è stato individuato nel campionato spagnolo da Barajas, Fernández-Jardón e Crolley (2007): il lavoro, verificando i risultati sportivi, i ricavi e i profitti netti realizzati dai club spagnoli nel periodo 1998-2002, trova una correlazione rilevante a sostegno dell'ipotesi secondo cui un incremento nel livello delle entrate consente ai club di investire maggiormente per poter acquistare e mettere sotto contratto calciatori più forti nella stagione successiva, così da aumentare la probabilità di realizzare prestazioni migliori. Sull'analisi dei club spagnoli si è focalizzata anche la ricerca di Lòpez-Busto et al. (2016), giunta alla conclusione che i benefici ottenuti dai risultati sportivi conseguiti dalla squadra nella stagione precedente e il numero di partite giocate nelle competizioni europee influenzano in modo significativo il risultato netto fatto registrare dal club. Andreff (2014) ha analizzato il legame tra le due logiche di performance nelle società calcistiche francesi, osservando che anche in questo caso maggiori ricavi sono connessi ad investimenti più elevati che influenzano positivamente i risultati sportivi, i quali a loro volta comportano un ulteriore aumento dei proventi. L'autore sottolinea però che l'aumento degli introiti non migliora necessariamente la sostenibilità di lungo periodo del club, perché questa dipende anche dalla sua gestione delle risorse economiche. Lo studio di Ferri et al. (2017) mira a mostrare come le due diverse logiche di performance siano compresenti e si influenzino l'una con l'altra all'interno dei club iscritti al campionato italiano e quali azioni dovrebbero essere intraprese dai manager per garantire la loro coesistenza armoniosa. Nel complesso, la ricerca ravvisa una forte relazione positiva tra la spesa per gli stipendi, la performance sportiva e il ROI²¹ del club, mentre rileva una debole relazione negativa tra la spesa sostenuta per i cartellini dei giocatori e la performance sportiva. Gli autori sottolineano inoltre che le società calcistiche più grandi riescono a raggiungere migliori risultati facendo ricorso a economie di scala e ad un'organizzazione più efficiente rispetto ai club più piccoli, ma anche avvalendosi di debiti finanziari e incrementando i propri livelli di leverage nel caso in cui i ricavi non siano in grado di garantire una copertura completa delle spese.

²¹ Il ROI (*return on investment*) è una misura della redditività del capitale investito; a differenza del ROCE, che rapporta il risultato operativo (EBIT) con il capitale investito, il ROI confronta i profitti derivanti dall'investimento effettuato con il costo sostenuto per l'investimento stesso.

Al contrario degli altri studi, quello di Sànchez, Barajas e Sanchez-Fernandez (2020) trova che la performance finanziaria e la profittabilità dei club hanno un'influenza negativa sulle loro prestazioni sportive, mentre non è vero il contrario, cioè il successo nel gioco non ha impatti negativi sulla profittabilità dei club. Non sussiste, secondo gli autori, la correlazione diretta bidirezionale individuata negli altri studi e i risultati implicano che se i proprietari del club si focalizzano maggiormente sulla massimizzazione dei ritorni dei loro investimenti, ne potrebbero risentire i risultati sportivi della squadra che sarebbero sacrificati.

Quanto detto si può osservare empiricamente dai risultati finali dei top cinque campionati europei tra la stagione 2007/08 e quella 2018/19: nel 59% dei casi i campionati sono stati vinti dalla società con la maggior spesa in stipendi e nel 34% dei casi dai club posizionati tra il secondo e il quarto posto in termini di monte ingaggi; le percentuali sono simili a quelle relative al ranking dei ricavi, pari rispettivamente al 57% e al 37%. Tra i rari casi di club che hanno vinto i campionati con un limitato livello di spesa in stipendi o di ricavi si ricordano il Montpellier, campione di Francia nella stagione 2011/12 e solo 7° per stipendi e 6° per ricavi; il Borussia Dortmund, vincitore della Bundesliga nella stessa stagione e posizionatosi 7° per stipendi ma 3° per ricavi; e infine il Leicester City, che ha trionfato nella Premier League 2015/16 pur essendo 15° per stipendi pagati e 8° per ricavi realizzati.

Ciò che spiega perché il successo sportivo, e quindi l'aumento dei costi per raggiungerlo, permette la crescita dei ricavi del club, e conseguentemente delle risorse a disposizione da poter investire per migliorare la squadra, riguarda principalmente il soddisfacimento di tifosi e spettatori: essi sono fondamentali per una società calcistica perché possono avere sia un impatto diretto sui ricavi, in particolare per quanto riguarda i proventi dal merchandising e dalla vendita dei biglietti, che un impatto indiretto, relativo agli introiti dai diritti televisivi o dagli accordi di sponsorizzazione. I ricavi commerciali di una società calcistica sono strettamente collegati all'attrattività globale del club, la quale dipende dai risultati della squadra nel tempo. I ricavi dalle partite, seppur rappresentino ormai la fonte di proventi meno significativa, sono comunque essenziali per le finanze del club e dipendono anch'essi dalle prestazioni di una squadra lungo la stagione: i club che fanno registrare i maggiori introiti dalle partite sono solitamente quelli che hanno i migliori risultati sportivi. Anche le entrate dalle sponsorizzazioni e dalla cessione dei diritti televisivi sono connesse con il livello di interesse dei tifosi: maggiore è la fama di un club, migliori sono gli accordi di sponsorizzazione siglati e i proventi garantiti dai broadcaster. Un'altra fonte di ricavo essenziale, fortemente legata ai risultati sportivi conseguiti, è quella rappresentata dai premi per la posizione in

classifica raggiunta e dagli introiti derivanti dall'eventuale partecipazione dei club alle competizioni europee. La Champions League, il principale tra i tornei europei, si è sviluppata molto nel tempo, garantendo compensi sempre più alti per la partecipazione, che hanno spinto le squadre a far di tutto pur di qualificarvisi. Inoltre, la competizione ha grande importanza anche perché può garantire un forte aumento di popolarità, l'incremento di valore dei calciatori e della società stessa. Al contrario, la mancata partecipazione ad essa o l'eliminazione prematura determina malcontento tra gli stakeholder e importanti perdite finanziarie. Lo stesso Szymanski asserisce che i mutamenti del torneo hanno fatto sì che il focus dei grandi club si spostasse dalle competizioni nazionali a quelle internazionali.

Nonostante l'esistenza di tale relazione, gli investimenti di una società calcistica devono essere fatti alla luce di un'attenta analisi critica perché una tendenza incontrollata alla scommessa sul successo sportivo, che richieda il ricorso al debito e l'aumento del leverage finanziario, potrebbe portare il club in una situazione di *financial distress* che può poi culminare nell'insolvenza, specie se il successo sportivo non si concretizza effettivamente. Se è vero che le spese sostenute sono correlate positivamente con la vittoria sul campo, per garantire che i risultati restino positivi nel lungo periodo è comunque necessario che la società goda di salute e stabilità finanziaria, altrimenti il successo sportivo rimane solamente un evento episodico e il club rischia di andare incontro ad una situazione di crisi. Diversi autori hanno imputato le difficoltà finanziarie e il livello di indebitamento dei club dei "big five" campionati europei proprio all'influenza positiva che hanno gli investimenti spericolati sulla performance sportiva, causando instabilità finanziaria e costringendo poi le società a sottostare a vincoli finanziari più stringenti (Rezende, Dalmacio e Facure, 2010; Kèsenne 2010). La UEFA suggerisce che sarebbe opportuno allineare il più possibile la struttura di costo di un club ai risultati sportivi ottenuti. In altri termini, l'organo di governo europeo sostiene che la performance finanziaria di una società di calcio dovrebbe essere guidata dalla performance sul campo. Negli ultimi anni, invece, ci sono stati diversi casi in cui è stata la forza finanziaria che ha determinato il successo sportivo del club: emblematiche sono le vicende di Chelsea, Manchester City e Paris Saint-Germain, che hanno speso ingenti somme di denaro per acquistare i migliori giocatori e finanziare il successo sul campo nel breve termine, realizzando però perdite significative.

Ciò che si evince dalla maggior parte degli studi è quindi che i club possono avere una ragionevole aspettativa di raggiungere una determinata posizione in classifica in base alle spese sostenute, in particolare per gli stipendi dei calciatori. Nella realtà,

tuttavia, la relazione non è esatta, ma il risultato devierà in qualche modo da quello che ci si potrebbe attendere. Generalmente, la deviazione è piccola, ma a volte l'intervento di alcuni fattori può far sì che il risultato sportivo sia significativamente differente rispetto alle previsioni. Il verificarsi di shock imprevedibili e avversi potrebbe influenzare sia il lato della produzione, come ad esempio l'infortunio di calciatori chiave della squadra, sia il lato della domanda, come una riduzione della presenza di tifosi alle partite a causa di crisi economiche o emergenze sanitarie. Tali eventi sfavorevoli possono determinare risultati sportivi peggiori del previsto e avere di conseguenza implicazioni finanziarie negative per i club che vanno a minarne il bilancio, portando così ad un maggior bisogno di prestiti e alla vendita di asset societari. Una serie di shock potrebbe mettere sotto pressione il bilancio della compagnia calcistica, spingendola in una situazione di stress finanziario che può culminare con l'impossibilità di coprire le passività e quindi con la caduta in uno stato di insolvenza. Il motivo di ciò è che il peggioramento delle prestazioni del club dovuto agli shock va ad impattare sulla domanda, e in particolare determina un calo di interesse da parte del pubblico, che a sua volta si trasforma in una riduzione dei ricavi. A tal proposito, lo studio condotto da Scelles, Szymanski e Dermitt-Richard (2016), che si focalizza sulle cause dell'insolvenza nel calcio francese nel periodo compreso tra il 1970 e il 2014, mostra come le circostanze avverse che impattano sulla domanda determinano un aumento della probabilità di insolvenza del club. Evidenze simili sono individuate da Szymanski (2012) nello studio del calcio inglese. L'insolvenza non dipende però solo dalla sfortuna nel verificarsi di eventi avversi, ma può anche essere favorita da una gestione del club poco oculata. Essa rappresenta un problema perenne che evidenzia la ben nota e continua instabilità finanziaria dell'industria calcistica europea. Szymanski e Weimar (2019) ritengono che tale instabilità sia insita nel sistema di promozione e retrocessione che caratterizza la competizione calcistica e che spiega in maniera ancora più significativa la relazione tra la performance sportiva e quella finanziaria. La retrocessione, in particolare, comporta gravi conseguenze economiche per i club, e ciò li spinge a spendere il più possibile per migliorare i propri risultati sportivi ed evitare che essa si verifichi: gli autori sostengono che scendere in una divisione inferiore comporta la riduzione della domanda, cioè del supporto dei tifosi, oltre che un minore interesse da parte degli sponsor e premi inferiori per la partecipazione ai tornei. Questi effetti porteranno allora ad un crollo dei ricavi, ad una crisi di liquidità e ad una situazione di stress finanziario che renderà l'insolvenza sempre più probabile. Analizzando la posizione media in classifica di società divenute insolventi, la ricerca mostra che nei dieci anni precedenti al verificarsi dell'insolvenza i club hanno fatto registrare risultati sportivi sempre

peggiori, raggiungendo posizioni progressivamente più basse, con un crollo vertiginoso negli ultimi tre anni prima di essa. Questo declino sportivo ha determinato forti pressioni finanziarie, caratterizzate da crisi di liquidità e da un indebitamento eccessivo, che hanno portato i club all'insolvenza. La soluzione proposta da Szymanski e Weimar per contrastare il problema sarebbe quella di abbandonare o almeno restringere il sistema di promozione e retrocessione: i due autori sostengono infatti che l'instabilità finanziaria è una vera e propria caratteristica, e non un semplice malfunzionamento, del sistema di competizione aperta che caratterizza l'industria calcistica europea.

Oltre alla qualità dei calciatori in forza ad una squadra, anche l'efficienza finanziaria nella gestione delle società calcistiche ha un'influenza sulla loro performance e può collegarsi a prestazione sportive di alto livello da parte dei club. L'analisi svolta da Miragaia et al. (2019) sottolinea che i club che riescono a conquistare più punti nei propri campionati sono quelli che fanno registrare una migliore efficienza finanziaria per più stagioni consecutive. In altri termini, gli autori sostengono che generalmente i club che sono in grado di raggiungere i migliori risultati sportivi, cioè la vittoria del campionato o le prime posizioni in classifica, sono quelli che utilizzano le risorse a propria disposizione in maniera più responsabile e attenta. Al contrario, secondo lo studio i club inefficienti conseguono peggiori risultati sportivi e una riduzione dei ricavi complessivi.

Infine, da alcuni studi emerge anche una relazione tra le passività totali di cui si fa carico una compagnia calcistica e la sua performance sportiva. Autori come Dimitropoulos (2009) e Wilson, Plumley e Ramchandani (2013) hanno dimostrato che le passività del club sono correlate negativamente con le prestazioni sul campo, nel senso che nel lungo periodo i club caratterizzati da un indebitamento maggiore otterranno risultati sportivi peggiori.

4.4 L'influenza della struttura proprietaria

Numerosi studi individuano l'esistenza di una relazione tra la struttura finanziaria di una società calcistica e la struttura proprietaria da essa adottata. Si è visto che un club può essere governato come un'impresa capitalistica con proprietà privata, da un'associazione di membri oppure può essere quotato pubblicamente sul mercato azionario.

Per quanto riguarda la struttura di proprietà privata, essa è caratterizzata dal fatto che i diritti residuali di controllo e i diritti al profitto residuo sono concentrati nelle

mani dei proprietari. Questi sopportano interamente l'impatto delle loro decisioni, che hanno risvolti non solo dal punto di vista finanziario ma anche per quanto concerne l'appagamento personale: i detentori del club sono infatti esposti agli apprezzamenti e alle critiche della comunità di tifosi. Il riconoscimento pubblico è una fonte di utilità per i proprietari che non è innescata dal livello di profitti generato ma principalmente dal risultato sportivo conseguito dalla squadra. Il proprietario di un club gestito in maniera capitalistica è quindi sottoposto ad un trade-off: inizialmente, all'aumentare della percentuale di vittorie i profitti del club aumentano perché i ricavi derivanti dal successo sportivo crescono più delle spese da sostenere per conseguirlo; arrivati ad un certo punto, però, i costi associati al raggiungimento di una percentuale di vittorie ancora più alta si fanno sempre più significativi e i profitti realizzati dal club si riducono, fino a diventare nulli e poi negativi. La funzione di utilità del proprietario non dipende solamente dai profitti generati, perché egli massimizza il proprio benessere rinunciando a parte dei guadagni per spendere di più così da ottenere quei benefici non monetari derivanti dal successo sportivo del club.

I club con proprietà dispersa quotati pubblicamente sul mercato di solito non sono gestiti direttamente dai loro proprietari, ossia dagli azionisti, perché essi non detengono i diritti residuali di controllo, ma solamente i diritti al reddito residuo: gli investitori ricevono infatti i dividendi e possono appropriarsi dell'eventuale profitto generato dalla società. Il singolo azionista è solitamente anonimo, si configura come un investitore passivo e non è esposto al tipico trade-off del proprietario privato tra profitti e successo sportivo. La sua funzione di utilità è parallela all'asse che riporta la percentuale di vittorie della squadra: questo sta a significare che l'azionista non tiene conto del successo sportivo del club, ma la sua utilità è soddisfatta solamente dagli utili generati, che rappresentano il driver di lungo periodo dello *shareholder value*. La pressione dei tifosi e l'ammirazione pubblica derivante dai trionfi del club non hanno impatto sull'utilità dell'azionista anonimo, il quale sarà molto poco propenso a rinunciare ai profitti per incrementare gli stipendi dei calciatori al solo fine di aumentare le possibilità di vittoria. In generale, gli studi relativi alla quotazione dei club riportano risultati contrastanti. Gerrard (2005) sostiene ad esempio che la quotazione migliora la performance finanziaria del club, così come Baur e McKeating (2011) che asseriscono che una IPO, pur non comportando un miglioramento delle prestazioni sportive, consente però il consolidamento del bilancio del club. Al contrario, Leach e Szymanski (2015) rilevano che l'ingresso sul mercato azionario ha un effetto positivo sulle finanze del

club solamente nel breve termine, ma tale miglioramento non è né duraturo né significativo.

Infine ci sono i club governati attraverso un'associazione di membri dotata di propria personalità giuridica, struttura peculiare soprattutto nel calcio tedesco. In questo caso, i diritti residuali di controllo sono allocati in capo ai membri-tifosi, che votano nelle assemblee per le decisioni del club. Non ci sono invece diritti al reddito residuo, dato che si tratta di associazioni no-profit che reinvestono tutti gli utili eventualmente generati. L'utilità deriva unicamente dal successo sportivo del club e ciò spinge i membri ad investire il più possibile al fine di massimizzare la performance sportiva, frenati dal cadere nel sovra-investimento sistematico solamente dal rischio di mettere a repentaglio l'esistenza della società. In definitiva, quindi, i club governati attraverso un azionariato popolare o un supporter trust sono più orientati verso la performance sportiva, trascurando il raggiungimento di risultati finanziari superiori a quelli necessari a garantire la sopravvivenza del business.

La figura 4.4 mette a confronto le curve di indifferenza che descrivono l'utilità dei proprietari nelle tre strutture fondamentali delle società calcistiche in funzione dei profitti e della percentuale di vittorie del club.

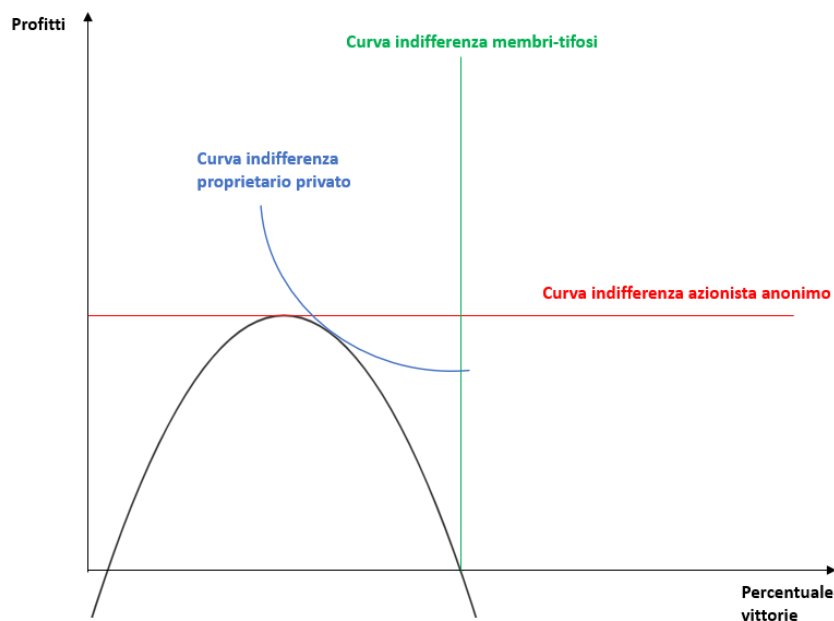


Figura 4.4 – Analisi comparativa delle funzioni di utilità nelle diverse strutture di governance

In un settore caratterizzato da sovra-investimenti e in cui la principale fonte di vantaggio competitivo è il potere d'acquisto, le società calcistiche con proprietà privata e quelle quotate pubblicamente mostrano le capacità maggiori di attingere dalle fonti di finanziamento. Le compagnie con proprietà privata sono quelle che riescono ad attirare meglio i finanziamenti da parte di *sugar daddies*, disposti ad ottenere una remunerazione bassa o nulla in favore di altri spillover, mentre le imprese quotate raccolgono capitali a basso costo emettendo azioni o titoli di debito ma, dovendo garantire un certo ritorno economico agli investitori, devono riservare maggiore attenzione alle spese e alla sostenibilità finanziaria del club. La struttura proprietaria associativa è certamente in grado di appoggiarsi a tifosi e sponsor, che rappresentano la fonte della maggior parte dei ricavi, ma ha una bassa capacità di attrarre fonti di finanziamento private, dato che gli investitori non otterrebbero né il controllo né una remunerazione; tale forma di governance non permette neppure di massimizzare i proventi dalle partite, a causa del suo orientamento sociale che fa sì che i prezzi dei biglietti siano più bassi possibile. A tal proposito, gli studi prima di Franck (2010) e poi di Dietl e Weingaertner (2011) dimostrano che le associazioni di membri sono la forma giuridica ideale per massimizzare i ricavi dalle sponsorizzazioni e dalle attività commerciali, mentre le compagnie private e le società quotate tendono a realizzare introiti più elevati dai diritti televisivi e dalle partite. A parità di ricavi, i club gestiti da associazioni sostengono costi superiori rispetto alle imprese controllate privatamente, reinvestendo tutte le entrate per la squadra. I club quotati pubblicamente, al contrario, sono quelli disposti a sostenere i costi inferiori per gli stipendi e per l'acquisto dei calciatori, rinunciando a massimizzare le probabilità di arrivare al successo sportivo in favore della generazione di profitti. Nel complesso, le società calcistiche con proprietà privata rappresentano una via di mezzo tra la capacità di raccogliere finanziamenti e quella di devolverli alle spese sportive e quindi, secondo Franck (2010), sono strutturalmente superiori sia alle compagnie quotate sul mercato azionario sia alle associazioni di membri. Le analisi a livello di club rivelano, ad esempio, che nella stagione 2011/12 i club di proprietà di investitori privati hanno generato i ricavi maggiori, hanno sostenuto i costi per gli stipendi e per l'acquisto dei calciatori più elevati e hanno raggiunto un valore di mercato più alto rispetto alla media dei club europei. Franck ritiene invece che la struttura di governance dei club quotati e con proprietà dispersa non è in genere ottimale in un ambiente caratterizzato da sovra-investimenti, dato che essa comporta spese nella squadra inferiori rispetto a quelle sostenute dalle compagnie private. Le osservazioni di Leach e Szymanski vanno invece nella direzione opposta, evidenziando che gli stipendi dei calciatori di club quotati in Borsa sono più elevati.

La struttura proprietaria di una società calcistica va anche ad influenzare il rischio di insolvenza che essa corre. Scelles, Szymanski e Dermitt-Richard (2016) trovano che la forma associativa determina probabilità superiori che la compagnia sia soggetta ad insolvenza: la scarsa concentrazione della proprietà e la tendenza a reinvestire tutti i proventi comportano un sostegno finanziario inferiore e quindi un rischio maggiore che il club sia caratterizzato da instabilità. Al contrario, Sanchez et al. (2017) hanno trovato che le imprese con struttura proprietaria diffusa hanno una combinazione di performance finanziaria e sportiva migliore.

Un discorso a parte va fatto per quelle società calcistiche quotate pubblicamente che adottano una struttura dei diritti di voto diversa dalla *one share-one vote*. Anche se si è detto che per i club presenti sui mercati finanziari risulta più facile raccogliere fondi, bisogna d'altra parte considerare che alcuni mercati non consentono la quotazione di società dotate di una struttura dei diritti di voto con due classi di azioni. La struttura *dual class shares* consiste nell'emettere una classe di azioni con diritto di voto (o con diritto di voto multiplo), e un'altra classe di azioni senza diritto di voto (o con diritto di voto singolo) e consente così ai proprietari del club, che detengono solitamente la prima tipologia di azioni, di esercitare un potere significativo anche quando possiedono solamente una minoranza delle quote di partecipazione, e di accedere al mercato dell'equity per raccogliere fondi senza perdere né il controllo della compagnia né l'accesso ai benefici privati. La forma organizzativa delle imprese che adottano tale struttura può essere considerata come intermedia tra quella dispersa delle società quotate pubblicamente e quella concentrata dei club *privately owned* e può risultare conveniente ed essere scelta dai soci proprio per l'elevato valore legato al controllo delle società calcistiche dovuto ai significativi benefici privati, quali l'appagamento personale, l'innalzamento del loro status sociale o i vantaggi per le loro altre attività. In sostanza i club, pur essendo quotati e caratterizzati formalmente da una proprietà dispersa, hanno un allineamento con gli interessi degli azionisti esterni che è puramente illusorio e si comporteranno in modo più simile ai club con proprietà privata ma con la possibilità di accedere al mercato dei capitali. Inoltre, rispetto alle normali imprese con proprietà diffusa, la struttura *dual class* consente di difendersi in maniera migliore dai tentativi di scalata ostile da parte degli investitori esterni e mitiga una loro possibile influenza sulla compagnia, garantendo così stabilità e indipendenza che permettono ai proprietari di adottare una prospettiva di lungo periodo. Come per le compagnie private con proprietà concentrata, avere il pieno controllo della società consente agli azionisti di uscire facilmente dal club nel caso in cui non avessero più intenzione di detenerlo o di investire in esso. Il Manchester United,

una delle squadre più grandi e iconiche al mondo, adotta la struttura *dual class* e ciò consente alla famiglia Glazer, proprietaria del club inglese, di mantenere il controllo nonostante la quotazione: essa detiene infatti azioni con dieci diritti di voto ciascuna, mentre vende sul mercato azioni con diritto di voto singolo. D'altra parte, ciò ha costretto il club a quotarsi sul New York Stock Exchange, nonostante il fatto che il mercato americano non sia certamente quello più interessato al calcio e che la sua fan base sia per lo più in Europa e in Asia. Il motivo di ciò è che le borse di Londra, Hong Kong e Singapore non accettano la struttura *dual class* dell'impresa. Quanto detto non vale invece per le società calcistiche tedesche, la cui struttura proprietaria si fonda sulla "*50%+1 rule*". In base a tale regola, la maggioranza dei diritti di voto deve essere necessariamente in capo all'associazione dei membri, qualunque sia la struttura dei diritti di voto adottata: il Borussia Dortmund, ad esempio, è quotato in Borsa e l'associazione dei membri detiene poco più del 5% delle partecipazioni societarie ma, grazie alla struttura *dual class*, ha la maggioranza dei diritti di voto e gestisce il club come se fosse una classica associazione di membri. Peculiare è anche il caso della Juventus, quotata sul mercato azionario ma controllata dalla holding company olandese Exor N.V. attraverso una struttura piramidale. Exor detiene una partecipazione di maggioranza del club bianconero pari al 63.8%, quota che si è impegnata a mantenere anche dopo l'ultimo aumento di capitale, per una cifra di €400 milioni, avvenuto alla fine del 2021. La holding, oltre ad avere la maggioranza assoluta delle quote societarie, dispone di una tipologia particolare di azioni dette *loyalty shares*, le quali consentono di raddoppiare il diritto di voto assegnato a ciascuna azione dopo 24 mesi di detenzione continuativa e che permettono così alla Exor, nel caso in cui decida di esercitare tale maggiorazione, di arrivare a pesare fino a quasi il 78% dei diritti di voto totali. L'istituzione della maggiorazione del voto è finalizzata ad incentivare l'investimento nel medio-lungo termine e incrementare la stabilità della compagine azionaria. Si tratta quindi di una sorta di *dual class shares* opzionale che finora non è stata ancora esercitata, ma che consente al club di essere gestito quasi come una società controllata privatamente.

Sono stati realizzati numerosi studi per analizzare l'impatto della proprietà di un club e dei sistemi di governance sulla sua performance finanziaria e sportiva. Wilson, Plumley e Ramchandani (2013), analizzando i club partecipanti alla Premier League tra il 2000 e il 2010, hanno trovato che il modello di proprietà legato alla quotazione sul mercato azionario ha garantito risultati finanziari leggermente migliori rispetto al controllo da parte di proprietari privati, domestici o stranieri che fossero; d'altra parte, gli autori hanno dimostrato che le società detenute da

investitori privati esteri hanno ottenuto prestazioni migliori in campionato rispetto ai club con proprietari locali e a quelli quotati, risultato confermato anche dallo studio di Plumley et al. (2017). Nel complesso, però, dalle evidenze risulta che la struttura proprietaria ha un'influenza sulla performance finanziaria dei club che non è statisticamente significativa, il che ha portato alla conclusione che, da questo punto di vista, non ve ne è una migliore dell'altra. Anche Gerrard (2005) ha studiato empiricamente la performance dei club inglesi al fine di determinare se la struttura proprietaria abbia o meno un impatto sulle loro prestazioni finanziarie e sportive. I risultati trovati dall'autore hanno identificato l'esistenza di una relazione tra il modello proprietario e la performance finanziaria del club: in particolare, si è visto che i club quotati hanno maggiore efficienza nella generazione dei ricavi rispetto agli altri, mentre non sussistono differenze significative in termini di efficienza salariale. L'autore non ha invece rilevato alcuna relazione tra la proprietà e la performance sportiva del club. Acero, Serrano e Dimitropoulos (2017) hanno invece analizzato la relazione tra la struttura proprietaria e le performance finanziaria nei cinque principali campionati europei dalla stagione 2007/08 a quella 2012/13. Gli autori sono pervenuti alla conclusione che, come conseguenza degli effetti di monitoring e di espropriazione, vi è una relazione non lineare, che può essere descritta attraverso una curva a forma di U rovesciata, tra la concentrazione proprietaria e i risultati finanziari del club. Nelle organizzazioni caratterizzate da una proprietà più dispersa, un aumento nel livello di concentrazione del controllo ha un impatto positivo sulla performance finanziaria grazie all'effetto del monitoring. Quando però il controllo è già considerevolmente concentrato nelle mani dei proprietari, l'impatto di un ulteriore aumento della concentrazione diventa negativo, come conseguenza del possibile rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza. In altri termini, se la concentrazione proprietaria raggiunge livelli troppo elevati, essa ha un effetto negativo sulla performance finanziaria del club a causa del *managerial entrenchment* e del rischio di espropriazione. Uno studio simile è stato condotto da Sánchez, Barajas e Sanchez-Fernandez (2020), i quali mettono in luce come la concentrazione della proprietà abbia un impatto negativo tanto sulla profittabilità del club quanto sulla sua performance sportiva. I ricercatori sostengono quindi che una maggiore dispersione della proprietà, in cui la separazione tra proprietari e manager è più netta, determina un vantaggio in un settore nel quale è necessario coniugare obiettivi sportivi e finanziari. Ad influenzare la struttura di capitale delle organizzazioni sportive intervengono anche altri meccanismi, che possono contribuire al miglioramento dello status finanziario e alla sostenibilità futura dei club. Lo studio di Dimitropoulos (2014) sottolinea ad esempio come forti meccanismi di corporate governance determinino

la riduzione del livello di indebitamento. Inoltre, l'autore sostiene che una dispersione della proprietà significativa, con una maggiore partecipazione di manager e investitori istituzionali, agisca positivamente sulla leva finanziaria e sulla struttura di capitale dei club europei.

4.5 Gli scandali finanziari nel calcio europeo

Il mondo del calcio è stato spesso teatro di scandali che hanno coinvolto singoli club o interi campionati e che hanno evidenziato la necessità di correre ai ripari e adottare provvedimenti severi ed efficaci. Alcune vicende hanno riguardato l'ambito puramente sportivo, come i fatti legati al "calcioscommesse", che dal 1980 ha interessato più volte il calcio italiano e sporadicamente anche altri paesi europei, o il ben noto scandalo "Calciopoli", che si è abbattuto sull'industria calcistica italiana nel 2006 causando un forte shock del settore, severe punizioni per quasi tutti i club coinvolti e una serie di riforme strutturali. Ci sono stati però anche diversi scandali dal punto di vista più propriamente finanziario, che continuano ad interessare tuttora l'industria evidenziando come il sistema non sia stato ancora in grado di porre un freno ai comportamenti illeciti e non abbia ancora adottato norme e meccanismi di controllo che evitino che le società facciano ricorso ad escamotage.

Un recente scandalo è stato quello relativo ai finanziamenti irregolari ai club, che ha coinvolto prima il Paris Saint-Germain, sanzionato nel 2014 per aver infranto il FFP, e poi in modo più pesante il Manchester City. Nel 2020, infatti, il mondo del calcio è stato scosso dalla minaccia di severe sanzioni da parte della UEFA contro il club inglese, accusato di aver commesso gravi illeciti finanziari: nello specifico, l'accusa è stata che i proprietari abbiano versato nelle casse del club ingenti somme di denaro tra il 2012 e il 2016 attraverso sponsorizzazioni fittizie, che hanno permesso di truccare il bilancio e rientrare nei parametri del Financial Fair Play. Inizialmente il Manchester City è stato sanzionato con una multa di €30 milioni e con l'esclusione per due stagioni da tutte le competizioni europee, sanzione che è stata poi ridotta ad una semplice ammenda di €10 milioni. Numerose sono state le critiche rivolte alla UEFA per aver preso provvedimenti poco severi contro violazioni di questo tipo, e sono sorti diversi dubbi sull'efficacia del controllo da parte degli organi di governo, considerati troppo indulgenti e interessati più agli introiti che al rispetto delle regole da loro stessi imposte.

La maggior parte degli scandali finanziari sono però connessi alla compravendita dei calciatori, che avviene attraverso un processo complesso e con accordi poco trasparenti all'interno di un mercato estremamente competitivo. Per comprendere i

motivi che stanno dietro agli illeciti legati a tali operazioni è necessario innanzitutto fare una riflessione sui giocatori dei club.

L'industria del calcio professionistico è un settore *human-intensive*, cioè ad alto impiego di manodopera, dato che la maggior parte delle attività svolte dai club richiede il coinvolgimento di capitale umano. A parte staff e allenatori, la parte preponderante del capitale umano è rappresentata dai calciatori, che sono anche l'asset centrale del club: essi possono infatti determinare il valore della società, la sua capacità di raggiungere il successo ed il vantaggio rispetto ai rivali. I contratti dei calciatori sono l'investimento più significativo delle società calcistiche, anche in virtù del fatto che, come si è visto, la spesa sostenuta per la costruzione della squadra, e in particolare per gli stipendi dei giocatori, è direttamente correlata alla sua performance sportiva e finanziaria. Il valore dei calciatori, che dovrebbe rappresentare la loro qualità, è difficile da stabilire e si prende come approssimazione quella data dagli investimenti sostenuti dal club, direttamente iscritti a bilancio, e dai costi del lavoro: a differenza degli altri dipendenti dell'impresa, i diritti di registrazione dei giocatori acquistati dal club sono infatti capitalizzati e ammortizzati e il salario percepito da questi, riportato nei diversi documenti finanziari, è una buona misura della loro qualità. In ogni caso, si tratta di un'approssimazione e non si ha una valutazione oggettiva del cartellino dei giocatori, dato che non esiste un listino che fissa un range di prezzi. L'ostacolo principale è rappresentato dalla soggettività delle operazioni, in cui le cifre sono stabilite dall'accordo raggiunto tra venditori e acquirenti.

Per quanto riguarda quindi i trasferimenti, ci sono stati innanzitutto degli illeciti relativi alla registrazione dei calciatori da parte di alcuni club, tra cui i casi recenti di Barcellona e Chelsea. Nel 2014 il club catalano è stato infatti accusato e sanzionato dalla commissione disciplinare della FIFA per aver commesso alcune violazioni nel periodo tra il 2009 e il 2013 nell'acquisizione e nella registrazione di giocatori minorenni. Della stessa irregolarità è stato incriminato anche il Chelsea nel 2019. In entrambi i casi i club sono stati sanzionati con il divieto di registrare nuovi calciatori a livello nazionale e internazionale per un anno, oltre a ricevere una multa in denaro.

Gli scandali finanziari più significativi relativi al trasferimento dei giocatori sono però quelli connessi al tema molto dibattuto delle plusvalenze realizzate dalle società calcistiche. Quando un club compra un giocatore, il suo valore di acquisto è iscritto a bilancio e il costo è spalmato per la durata del contratto grazie al procedimento contabile dell'ammortamento: man mano che il contratto del

giocatore si avvicina alla scadenza, il suo valore patrimoniale diminuisce tendendo a zero. Le plusvalenze si verificano quando una società vende un proprio calciatore ad un prezzo superiore rispetto al valore iscritto a bilancio in quel momento, generando in tal modo un guadagno. Questo surplus, dato dalla differenza tra la somma incassata e quella contabile, si può iscrivere immediatamente in conto economico, e permette di risollevarlo un bilancio in rosso ed evitare il ricorso a ricapitalizzazioni o a capitali esterni. La pratica è legittima e garantisce vantaggi finanziari di breve termine per i club, ma nel lungo periodo aumenta significativamente la spesa legata all'ammortamento del valore finanziario dei giocatori, scambiati tra i club a cifre sempre più elevate nell'ambito di tali operazioni. Il problema risiede nel fatto che il meccanismo può prestarsi ad abusi, i quali potrebbero portare a rischi soprattutto nel caso in cui si verifichi una depressione del mercato che determini un'improvvisa riduzione del valore dei calciatori. Negli anni il ricorso a tale procedimento è aumentato in maniera considerevole, fino a degenerare nella pratica delle plusvalenze fittizie, attraverso la quale i club scambiano giocatori a prezzi ritenuti sovrastimati con il fine di sistemare artificiosamente bilanci in sofferenza. In altri termini, la cessione di un calciatore non avviene secondo valutazioni realistiche, bensì con quotazioni gonfiate al solo scopo di evidenziare proventi rilevanti in bilancio, con la compiacenza del club acquirente, al quale si restituisce magari il favore. In quanto fittizia, la plusvalenza non rende la società effettivamente più ricca, ma determina benefici puramente contabili che servono in genere a mascherare perdite e a migliorare all'apparenza la salute finanziaria del club. Le operazioni più sospette e diffuse sono le cosiddette plusvalenze "a specchio", nelle quali non si verificano movimenti finanziari ma due club si accordano per scambiarsi giocatori gonfiandone il valore di mercato, così da poter inserire nei bilanci due valori patrimoniali più alti di quelli che avevano precedentemente. Spesso sono implicati giocatori delle giovanili, i quali presentano valori di mercato ancora meno chiari rispetto a campioni affermati nel settore.

Le plusvalenze dal calciomercato sono diventate una fonte di ricavi importante per i club, a volte persino fondamentale per quelle società che si trovano in una situazione precaria e hanno la necessità di sistemare un bilancio dissestato. Secondo le analisi condotte da KPMG, i cinque maggiori campionati europei hanno fatto tutto il frequente ricorso a tale strumento, con la Serie A che, tra le stagioni 2016/17 e 2018/19, è il campionato che ha generato le maggiori plusvalenze, con una media di oltre €719 milioni, pari al 31% dei ricavi operativi; a seguire vi è la Premier League, con una media di €688 milioni, che corrisponde però appena al 12% dei ricavi

operativi. Soltanto la Ligue 1 ha mostrato una dipendenza maggiore dalle plusvalenze di quella del campionato italiano, raggiungendo il 35% dei ricavi operativi. Se si guarda all'ultimo decennio, le sette società italiane più grandi hanno prodotto plusvalenze per €2.5 miliardi: spicca la Juventus, che ha realizzato circa €671 milioni su un fatturato complessivo di €4.2 miliardi, pari ad un peso medio del 16%, seguita dalla Roma con €506.5 milioni, dal Napoli con circa €440 milioni e dall'Inter che ha ottenuto quasi €320 milioni. Non va meglio all'estero dove, negli ultimi 10 anni, il Real Madrid ha realizzato plusvalenze per €510 milioni, il Barcellona per €522 milioni e il Chelsea per €690 milioni.

Ciò che ha reso le plusvalenze una delle principali fonti di ricavo soprattutto per i club del campionato italiano è stata l'assenza di grandi strutture proprietarie e il fatto che essi fanno pesantemente leva sui calciatori come loro asset principale. Dalla fine degli anni Novanta numerosi dirigenti di club italiani hanno sfruttato in maniera distorta questo meccanismo del mercato trasferimenti. Nei rendiconti del '98 le plusvalenze nette derivanti dalla cessione dei calciatori avevano un valore di poco superiore ai €200 milioni, cifra che è più che raddoppiata nel 2000, quando ha raggiunto i €492 milioni. Si è così ben presto arrivati a quello che è stato il primo scandalo legato alla loro falsificazione, quando nella stagione 2001/02 il calcio italiano ha fatto registrare plusvalenze complessive per circa €800 milioni, con bilanci falsificati e una serie di fallimenti a seguito dello scoppio di una vera e propria bolla speculativa. L'abuso è stato evidente e ha avuto un effetto contabile eclatante: tra il 2001 e il 2002 la Serie A ha fatto registrare perdite per €370 milioni, che avrebbero però superato €1.8 miliardi se non ci fosse stato il ricorso dei club alle plusvalenze, molte delle quali di carattere fittizio.

Altri scandali sono poi scoppiati nel paese tra il 2004 e il 2005, quando diverse società calcistiche, tra cui club prestigiosi quali Fiorentina, Napoli, Torino e Parma, non riuscendo più ad ottenere sostegno finanziario da parte di benefattori esterni, hanno dichiarato bancarotta. Le indagini che sono state aperte hanno riscontrato una diffusa cultura dell'illegalità nel campionato italiano, con numerosi club che generavano plusvalenze fittizie attraverso scambi incrociati sul mercato. Tale pratica, che si configurava come una forma di "doping amministrativo", è stata messa in atto a lungo per permettere alle società di soddisfare quei criteri finanziari necessari a partecipare alle competizioni. Club importanti come Roma, Milan, Inter, Genoa e Sampdoria, ma anche altre squadre di Serie A e di divisioni inferiori, sono stati indagati per falso in bilancio, ma se la sono cavata con semplici sanzioni pecuniarie. Nel 2008 ci sono state nuove indagini relative alla stessa questione che hanno coinvolto Milan, Inter e Genoa, e che si sono riaperte diverse volte, anche nel

2018, a causa dell'asse di mercato creato dai tre club, i quali sono stati però sempre prosciolti data l'impossibilità di dimostrare che le valutazioni dei giocatori fossero state gonfiate.

Nel 2018 il Parma Calcio e i suoi vertici sono stati accusati di illeciti nella cessione dei calciatori e di falso in bilancio. Il management aveva creato un vero e proprio "sistema" per celare la reale condizione finanziaria della società, attraverso falsificazioni contabili finalizzate a consentire la continuità aziendale anche in assenza dei requisiti economico-patrimoniali. La società è stata anche accusata di accesso abusivo al credito, in quanto ha continuato a contrarre nuovi debiti nonostante fosse in uno stato di insolvenza.

L'unico caso in cui sono stati finora identificati veri e propri illeciti legati alle plusvalenze fittizie che hanno portato a sanzioni severe è quello che ha coinvolto il Chievo Verona e il Cesena Calcio. Nel 2018, infatti, il Chievo ha subito una penalizzazione in classifica in quanto colpevole di aver aggirato i parametri di iscrizione al campionato attraverso operazioni irregolari legate allo scambio sistemico di giocatori. Secondo le indagini, dal 2014 al 2018 Cesena e Chievo hanno effettuato reciproche compravendite di calciatori minorenni a valori del tutto sproporzionati, operazioni che in realtà si verificavano solo sulla carta perché i giocatori non si trasferivano mai effettivamente presso la nuova società in ragione della contestuale stipula di un prestito. Le false plusvalenze del club veneto ammontavano a circa €30 milioni e rappresentavano l'escamotage per mantenere in vita una società che avrebbe dovuto richiedere l'accesso a procedure fallimentari già da diversi anni. Inoltre, grazie agli artifici contabili adottati, le due società hanno potuto formalmente rispettare le norme imposte dalla federazione nazionale per ottenere l'iscrizione ai rispettivi campionati.

Nel dicembre 2021 la questione delle plusvalenze è tornata a far tremare il calcio italiano. Tutto è partito da una segnalazione della Covisoc²² alla procura della FIGC che ha messo sotto la lente di ingrandimento alcune operazioni contabili sospette da parte della Juventus, per una cifra di €282 milioni realizzata tra il 2019 e il 2021, e di altri club di Serie A, quali Empoli, Napoli, Genoa e Sampdoria, ma che vedono coinvolte anche società di divisioni inferiori e club stranieri, tra cui Barcellona e Manchester City. Successivamente è stata aperta un'inchiesta anche nei confronti dell'Inter, per verificare la regolarità di alcune operazioni realizzate tra il 2017 e il 2019 che hanno fruttato al club un totale di circa €100 milioni. Le indagini

²² La Covisoc è la Commissione di Vigilanza sulle Società di Calcio Professionistiche ed è un organo interno alla FIGC.

riguardano ancora una volta operazioni fittizie finalizzate a sistemare i conti delle società e hanno portato ad accuse quali falso in bilancio, false fatturazioni e false comunicazioni sociali. In particolare, i club sono accusati di aver realizzato operazioni “a specchio”, attraverso scambi di giocatori e cessioni di giovani a valori “fraudolentemente maggiorati”, mettendo in atto “un vero e proprio sistema per far quadrare i conti, correggere le perdite e truccare i bilanci”.

Si osserva quindi che la malsana pratica delle plusvalenze fittizie è utilizzata da decenni nel calcio italiano e i numeri sempre più preoccupanti dell’ultimo periodo fanno temere che si stia andando nuovamente nella direzione di inizio anni duemila, dimenticando o ignorando la lezione del passato. Tuttavia, fino ad ora le indagini, sia sportive che ordinarie, non hanno portato a grandi risultati, principalmente a causa del fatto che risulta difficile stabilire univocamente il valore effettivo di un giocatore, e quindi rilevare un comportamento chiaramente illecito da parte di un club. Non esistono algoritmi o parametri oggettivi a disposizione degli organi inquirenti e giudicanti in grado di fissare il prezzo “giusto” di un calciatore. Le varie indagini condotte dall’inizio degli anni duemila ad oggi si sono arenate proprio su questo scoglio, portando quasi sempre all’assoluzione dei responsabili.

Ciò che dovrebbe far riflettere è il fatto che le norme imposte dagli organi di governo europeo non impediscono ai grandi club di sfruttare tali meccanismi per abbellire i propri bilanci e di poter sostenere costi sempre più elevati, aggirando anche strumenti di controllo come il FFP. Inoltre, ci si dovrebbe chiedere perché il calcio italiano abbia bisogno di ricorrere in modo così accentuato a tali espedienti per poter competere, comunque a fatica, con i grandi club di paesi come Germania e Inghilterra. Laddove emerga questo sistema volto ad “abbellire” o correggere i bilanci attraverso scambi gonfiati o fittizi, le istituzioni calcistiche dovrebbero trovare il coraggio di comprendere i propri errori e l’inefficacia delle norme attuali e, se possibile, stabilire regole di valutazione il più possibile precise per combattere questa forma di doping amministrativo, altrimenti saranno la crisi di tutto il comparto e i default a catena a presentare il conto.

CAPITOLO 5

Analisi empirica: relazione tra performance finanziaria e sportiva

Nei capitoli precedenti si è discusso delle differenti tipologie di strutture proprietarie che caratterizzano le società calcistiche, dei diversi meccanismi di corporate governance da esse adottati, della situazione finanziaria del settore e della relazione bidirezionale tra la performance finanziaria dei club e i loro risultati sportivi che è emersa da alcuni studi passati condotti da diversi autori. Il contributo che il presente lavoro di tesi intende offrire è quello di verificare l'effettiva esistenza di una relazione significativa tra la performance finanziaria e quella sportiva, ed osservarne la validità attuale e gli eventuali cambiamenti alla luce del contesto economico che ha caratterizzato l'industria calcistica nell'ultimo decennio, compreso l'impatto che ha avuto la crisi scatenata dalla pandemia da COVID-19. A tale scopo, in questo capitolo è illustrata l'analisi empirica condotta su alcune compagnie calcistiche appartenenti ai *"big five"* campionati europei, finalizzata a verificare la validità delle ipotesi di seguito formulate, relative alla relazione causale tra performance finanziaria e sportiva. Essa consente di valutare quantitativamente gli effetti che le variabili indipendenti prese in considerazione sortiscono sulla variabile dipendente scelta, al fine di comprendere il modo migliore di gestire le risorse finanziarie per le società di calcio così da ottenere i risultati desiderati sul campo e migliorare conseguentemente la performance finanziaria. A partire dai modelli econometrici costruiti, sono quindi presentati nel capitolo i risultati delle stime, ottenuti attraverso i test statistici condotti sui dati raccolti.

5.1 L'obiettivo e i dati raccolti

Una delle principali peculiarità delle società operanti nell'industria calcistica riguarda la coesistenza di due differenti obiettivi da conseguire, ossia una buona prestazione finanziaria e il successo sportivo, il che rende necessario individuare un compromesso ideale capace di soddisfarli entrambi. Detto ciò, lo scopo del presente elaborato è proprio quello di verificare e analizzare la correlazione che esiste, in un verso e nell'altro, tra la performance finanziaria e i risultati sportivi. In particolare, a partire dai risultati emersi da diversi studi, tra cui quello di Szymanski e Kuypers (1999), e dalla teoria del circolo virtuoso di Lago et al. (2004), sono sottoposte ad analisi due ipotesi per verificare l'esistenza della suddetta relazione: la prima ipotesi è quella secondo la quale la performance finanziaria, e in particolare la spesa

sostenuta per gli stipendi dei calciatori, ha un impatto positivo sui risultati sportivi conseguiti dai club; la seconda ipotesi stabilisce che le prestazioni dei club nelle diverse competizioni hanno a loro volta un'influenza positiva sulla performance finanziaria, in particolare sulla profittabilità. In altri termini, lo scopo del lavoro di analisi è quello di verificare se una buona performance finanziaria da parte delle compagnie calcistiche, grazie alla quale è possibile sostenere costi più elevati per la squadra, può effettivamente condurre a migliori risultati sportivi e se, viceversa, i successi sul campo possono determinare un miglioramento della profittabilità.

L'analisi empirica si focalizza sulle società calcistiche professionistiche appartenenti ai cinque principali campionati europei, ossia Premier League, Bundesliga, La Liga, Serie A e Ligue 1. Il campione analizzato comprende i dati finanziari e sportivi di 50 club a partire dalla stagione 2013/14, cioè dalla piena entrata in vigore del *Financial Fair Play*, fino alla stagione 2020/21. Il principale criterio che ogni club ha dovuto soddisfare per rientrare nel campione è stato quello di aver militato per tutte le otto stagioni in esame nella prima divisione del campionato di riferimento. Tale filtro permette di mitigare qualsiasi bias o inconsistenza che potrebbe sorgere da un evento di retrocessione di un club in una divisione inferiore, sia dal punto di vista sportivo che da quello finanziario. Il dataset finale è costituito da un panel non bilanciato, cioè un panel in cui le unità non hanno tutte lo stesso numero di osservazioni nel periodo analizzato, in quanto alcune società calcistiche non hanno ancora rilasciato pubblicamente il report finanziario dell'ultima stagione in esame e in più ci sono occasionalmente dei dati mancanti. Nella tabella 5.1 sono riportati i club compresi nel campione che è stato sottoposto all'analisi econometrica.

Per raccogliere i dati sportivi e finanziari delle compagnie calcistiche attraverso i quali è stato costruito il dataset si è attinto da diverse fonti. Per quanto riguarda i dati relativi alla performance sportiva dei club, si è fatto riferimento principalmente al sito web Transfermarkt, canale di alta reputazione che raccoglie, tra le altre cose, statistiche accurate e risultati sportivi relativi ai campionati di tutto il mondo; in più, sono stati presi in considerazione dati storici e classifiche riportati sui siti di riferimento delle diverse competizioni, ossia sulle pagine web delle leghe nazionali per i tornei domestici e della UEFA per le competizioni europee. Per quanto concerne invece i dati economico-finanziari dei club, si sono utilizzati i bilanci di esercizio e i report annuali delle società analizzate, presenti sui siti web di ciascun club, e i due database Bureau van Dijk, AIDA (per le compagnie italiane) e Orbis. Inoltre, per le compagnie calcistiche quotate pubblicamente si è anche fatto riferimento alla piattaforma Thomson Reuters Eikon, che fornisce dati e analisi finanziarie di tali società.

Tabella 5.1 – Squadre incluse nel dataset analizzato e rispettivi campionati

Campionato	Club		
Premier League	Manchester United	Manchester City	Chelsea
	Arsenal	Tottenham	Everton
	Liverpool	West Ham	Southampton
Bundesliga	Bayern Monaco	Borussia Dortmund	Schalke 04
	Eintracht Frankfurt	Werder Bremen	Augsburg
	Hoffenheim	Hertha BSC	Borussia Monchengladbach
La Liga	Barcellona	Real Madrid	Atlético Madrid
	Valencia	Siviglia	Athletic Club
	Real Sociedad	Celta de Vigo	Villarreal
Serie A	Juventus	Napoli	Milan
	Fiorentina	Udinese	Roma
	Lazio	Inter	Sampdoria
	Atalanta	Torino	Genoa
		Sassuolo	
Ligue 1	Paris Saint-Germain	Marseille	Olympique Lyonnais
	OGC Nice	Saint-Etienne	LOSC Lille
	Bordeaux	Montpellier	Stade Rennais
		Nantes	

Per sottoporre a verifica le ipotesi formulate, sono state analizzate le principali variabili in grado di rappresentare al meglio le prestazioni finanziarie, in termini di redditività, liquidità e passività, e quelle sportive dei club. Nella tabella 5.2 sono riportate le variabili presenti nel dataset utilizzato per l'analisi statistica, assieme ad una loro descrizione sintetica. In merito alle misure economico-finanziarie raccolte, è bene specificare che una parte di quelle relative alla stagione 2019/20 è influenzata dal fatto che taluni costi e ricavi hanno trovato la propria competenza economica nella stagione 2020/21 a causa delle dinamiche venutesi a creare con lo scoppio della pandemia da COVID-19.

Tabella 5.2 – Variabili presenti nel dataset utilizzato per i modelli econometrici

Variabile	Definizione
<i>SPORT</i>	Performance sportiva che tiene conto di tutte le competizioni a cui prende parte il club, calcolata come un indice composto.
<i>ROA</i> ²³	ROA netto realizzato dalla società calcistica: <i>Utile netto/Total Asset</i>
<i>ln (STIP)</i>	Logaritmo naturale del costo del personale sostenuto dal club
<i>INV</i>	Investimento netto del club sul mercato trasferimenti: <i>Spese – Ricavi</i>
<i>LEV</i>	Leverage del club espresso come: <i>Debito totale/Total Asset</i>
<i>SIZE</i>	Dimensione dell'impresa espressa come $\ln(\text{Total Asset})$
<i>IND_LIQ</i>	Indice di liquidità, che rappresenta la capacità di un club di rispettare gli impegni finanziari di breve termine: <i>Attività correnti/Passività correnti</i>
<i>UEFA</i> ²⁴	Variabile binaria (<i>dummy</i>) pari a 1 se il club partecipa ad una competizione europea nella stagione di riferimento; 0 altrimenti
<i>TAKEOVER</i>	Variabile binaria pari a 1 se il club ha subito un cambio di proprietà nella stagione di riferimento; 0 altrimenti
<i>PUBLIC</i>	Variabile binaria pari a 1 se il club è quotato pubblicamente sul mercato; 0 altrimenti
<i>COVID</i>	Variabile binaria pari a 1 se i risultati sportivi del club sono stati influenzati dalla pandemia; 0 altrimenti

5.2 I modelli econometrici

I dati raccolti costituiscono l'input dei modelli econometrici e permettono di procedere con l'analisi statistica e formulare una valutazione della relazione esistente tra la performance finanziaria e i risultati sportivi per i club posti sotto

²³ Si considera il ROA netto, dato dal rapporto tra l'utile netto e le attività totali, piuttosto che il ROA lordo calcolato a partire dall'EBIT, per coerenza con i dati riportati sui database utilizzati.

²⁴ La partecipazione ad una delle due competizioni europee, Champions League ed Europa League, è considerata tale solamente se il club ha raggiunto almeno la fase a gironi della competizione. Per le squadre qualificatesi a tali tornei, ma eliminate in una delle fasi preliminari, si è assunto che non vi sia stata partecipazione alla competizione data l'insignificante alterazione del punteggio sportivo.

esame. Per l'analisi empirica, effettuata mediante il software statistico STATA, si è deciso di ricorrere a modelli econometrici basati sulla regressione con effetti fissi (*fixed effects*), in grado di tenere conto della natura longitudinale dei dati. Il ricorso a tale tipologia di modello è spiegato principalmente dal fatto che i dati trattati sono disponibili sotto forma di panel, dunque le osservazioni cambiano nell'orizzonte temporale oltre che tra le varie entità, ossia i club di calcio. Il panel di riferimento è un panel non bilanciato, in quanto presenta dati mancanti per almeno un periodo e per almeno un'entità. L'utilizzo di dati longitudinali ha diverse implicazioni positive. In primo luogo, un dataset di questo tipo contiene più informazioni, con maggiore variabilità e meno collinearità tra le diverse variabili. In secondo luogo, l'analisi panel fornisce stime più efficienti e parametri più precisi e qualitativi, che consentono di identificare molti effetti che non sarebbero individuabili con i dati *cross-sectional*. Questa tipologia di analisi permette anche di studiare la dinamica delle variabili e di stimare come i dati dei club esaminati cambiano nei diversi periodi di tempo, così da avere una visione più accurata del fenomeno. Il modello a effetti fissi consente inoltre di ovviare al problema della distorsione da variabili omesse, controllando quelle variabili che variano tra i diversi club, ma che sono costanti nel tempo. L'idea di fondo della regressione ad effetti fissi è che se una variabile indipendente omessa non varia nel tempo, qualsiasi variazione della variabile dipendente nel tempo non può essere causata dalla suddetta variabile omessa. Nei modelli si è anche tenuto conto degli effetti temporali, cioè di quei fattori *time-specific* che colpiscono indistintamente tutte le compagnie calcistiche analizzate nell'anno di riferimento: per fare ciò sono state introdotte delle variabili *dummy* di tempo utilizzando l'apposita funzione del software statistico.

La forma generale di un modello di regressione con effetti fissi ed effetti temporali è la seguente:

$$Y_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, n \quad t = 1, \dots, T$$

Dove Y_{it} è la variabile dipendente, $X_{k,it}$ è il valore del k -esimo regressore per l'entità i al tempo t , β_k è il coefficiente stimato del k -esimo regressore, α_i è l'intercetta specifica che rappresenta l'effetto fisso individuale per il club i -esimo e che cambia da un club all'altro ma non cambia nel tempo per lo stesso club; λ_t indica l'effetto temporale uguale per tutte le entità nel periodo t , e infine u_{it} è il termine di errore.

Per verificare la correlazione tra la performance finanziaria e i risultati sportivi, e quindi validare o confutare le due ipotesi formulate, si utilizzano due equazioni: una per il modello econometrico relativo alla performance sportiva, e una per quello riguardante invece la performance finanziaria.

5.2.1 Il modello per la performance sportiva

Il modello econometrico utilizzato per spiegare la performance sportiva dei club, e in particolare per determinare l'influenza della performance finanziaria sui risultati da essi conseguiti, è esplicitato dalla seguente equazione:

$$SPORT_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_1 \ln(STIP_{it}) + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 INV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \\ + \beta_6 TAKEOVER_{i,t-1} + \beta_7 UEFA_{it} + \beta_8 \ln(STIP_{it}) \cdot UEFA_{it} + u_{it}$$

Attraverso tale modello si verifica se buoni risultati finanziari possono condurre a migliori risultati sul campo e si studia nello specifico quali indicatori dovrebbero essere prioritizzati da un club al fine di ottenere l'efficienza massima e raggiungere i principali obiettivi sportivi. Dato che una migliore performance finanziaria determina un aumento degli investimenti nella squadra, e in particolare dei costi sostenuti per gli stipendi dei calciatori, la variabile di interesse del modello è $\ln(STIP)$: essa consente di testare la relazione che vi è tra gli stipendi pagati dal club e i risultati sportivi conseguiti nel corso della stagione, relazione che è risultata essere positiva in diversi studi precedenti (Szymanski e Kuypers, 1999; Hall, Szymanski e Zimbalist, 2002; Ferri et al., 2017).

Tra le variabili indipendenti incluse nel modello vi è poi il ROA (*return on assets*), una misura di profittabilità della compagnia che indica quanto essa è redditizia rispetto alle attività che possiede. La variabile permette in particolare di verificare se la capacità di una società calcistica di convertire in denaro gli asset di cui dispone, tra cui principalmente i calciatori, può aiutarla ad utilizzare le proprie risorse velocemente, così da ottenere livelli di profittabilità più elevati attraverso i quali investire nella squadra e migliorare i risultati sportivi. Il ROA è considerato con un lag temporale di un periodo, così da valutare se il risultato finanziario realizzato al termine della stagione precedente ha un impatto sulla performance sportiva corrente del club. La variabile INV rappresenta l'investimento netto realizzato in quella stagione dalla società calcistica sul mercato trasferimenti ed è dato dalla differenza tra le spese sostenute per l'acquisto dei calciatori e i ricavi derivanti dalla loro vendita. Attraverso tale misura è possibile osservare se i club traggono benefici da maggiori investimenti per l'acquisto dei loro asset principali oppure, come ipotizzato da alcuni autori, la relazione con i risultati sportivi si limita unicamente alle spese salariali. La dimensione della compagnia calcistica (SIZE), approssimata attraverso il logaritmo naturale delle attività totali da essa detenute, consente di verificare la veridicità della tesi sostenuta da diversi studiosi (Barbosa e Louri, 2005; Szymanski e Smith, 2010) secondo cui i club più grandi hanno migliori performance sportive perché possono sfruttare le economie di scala e organizzare le loro attività

in maniera più efficiente di quanto riescono a fare i club minori. Il leverage (LEV) è espresso attraverso il rapporto tra debiti totali e attività totali e permette di analizzare il livello di indebitamento della compagnia²⁵: in particolare, l'indice di leva esprime il grado di dipendenza della società da fonti finanziarie esterne piuttosto che dai fondi dei propri azionisti. Tale variabile permette di constatare se i club con un debito più significativo sono in grado di ottenere risultati migliori nelle competizioni oppure, come sostengono gli studi di Dimitropoulos (2009) e di Wilson, Plumley e Ramchandani (2013), esso determina un peggioramento delle prestazioni sportive. La variabile *dummy* TAKEOVER, considerata con un lag temporale di un periodo, indica se nella stagione precedente la società calcistica è stata soggetta ad un cambio di proprietà. È stato utilizzato il ritardo temporale perché si è considerato che un passaggio del controllo non possa avere effetti immediatamente, ma si debba perlomeno attendere che la nuova proprietà si sia effettivamente insediata e sia operativa. L'ultimo indicatore considerato è la variabile binaria UEFA, che indica se il club, in quella stagione, ha preso parte oppure no ad uno dei tornei europei. In particolare, si vuole analizzare il termine di interazione costituito da tale variabile binaria e dalla variabile di interesse relativa al costo del personale sostenuto dal club, così da cogliere il loro effetto congiunto.

La variabile dipendente SPORT esprime la performance sportiva raggiunta dal club nella stagione di riferimento. I numerosi studi condotti negli anni hanno spesso valutato i risultati sportivi delle squadre attraverso misure quali la percentuale di vittorie ottenute, il numero di gol segnati o la percentuale di punti raccolti in campionato rispetto al massimo possibile. Nel presente lavoro di tesi si è deciso invece di misurare la prestazione sportiva tenendo conto di tutte le competizioni a cui prendono parte i club nell'arco di una stagione, così da valutare nel modo più completo possibile i risultati da essi conseguiti. Per tale ragione si è fatto ricorso all'indicatore composto (*compound index*) ideato da Barajas et al. (2005), il quale consente di prendere in considerazione la coppa nazionale²⁶, il campionato domestico e i tornei europei, la UEFA Champions League e la UEFA Europa League. Tali competizioni non sono pesate tutte allo stesso modo, ma sono differenziate a seconda della loro importanza e del loro impatto. In particolare, alla coppa nazionale è assegnato un punteggio pari a 1, al campionato e all'Europa League

²⁵ Maggiore è il rapporto debiti totali/attività totali, maggiore è il rischio finanziario, e quindi la probabilità di fallimento della compagnia. In particolare, un rapporto superiore ad 1 indica che la compagnia ha più passività che attività, finanziate interamente attraverso debito; al contrario, un rapporto inferiore a 0.5 indica che la maggior parte degli asset societari è finanziata attraverso equity.

²⁶ Nel caso dei club inglesi, che competono per diversi trofei nazionali di questo tipo, si è considerata la FA Cup, cioè la coppa nazionale storicamente più prestigiosa.

(UEL) un peso pari a 2, e infine alla Champions League (UCL), in qualità di massima competizione europea per club, è assegnato un punteggio pari a 3. L'espressione dell'indice composto SPORT è quindi:

$$SPORT = 1 \cdot punti_coppa + 2 \cdot punti_campionato + 2 \cdot punti_UEL + 3 \cdot punti_UCL$$

I punti relativi al campionato corrispondono a quelli realizzati nel torneo domestico dal club nella stagione considerata. L'unica eccezione riguarda il campionato francese nella stagione 2019/20: dato che il torneo è stato interrotto alla 28^a giornata, si è utilizzata la media punti ottenuta fino a quel momento dalle squadre per ricavare la proiezione del punteggio totale nella competizione in quella stagione.

La coppa nazionale non prevede invece una classifica stagionale, ma è caratterizzata da un format ad eliminazione diretta. Per ovviare a tale problema, seguendo l'esempio del lavoro di Barajas et al. (2005), si è assegnato allora un diverso punteggio ai club in base alla fase raggiunta nel torneo. Il sistema di punti utilizzato è riportato nella figura 5.1 e prevede che il vincitore sia posizionato al primo posto (*Campione*), il vice-campione al secondo posto, mentre le squadre eliminate nello stesso turno ricevono la stessa classificazione e quindi lo stesso numero di punti: ad esempio, dato che tra i semi-finalisti del torneo non si può determinare un terzo e un quarto posto, si assegnerà ad entrambi lo stesso ranking di semi-finalista e quindi lo stesso punteggio.

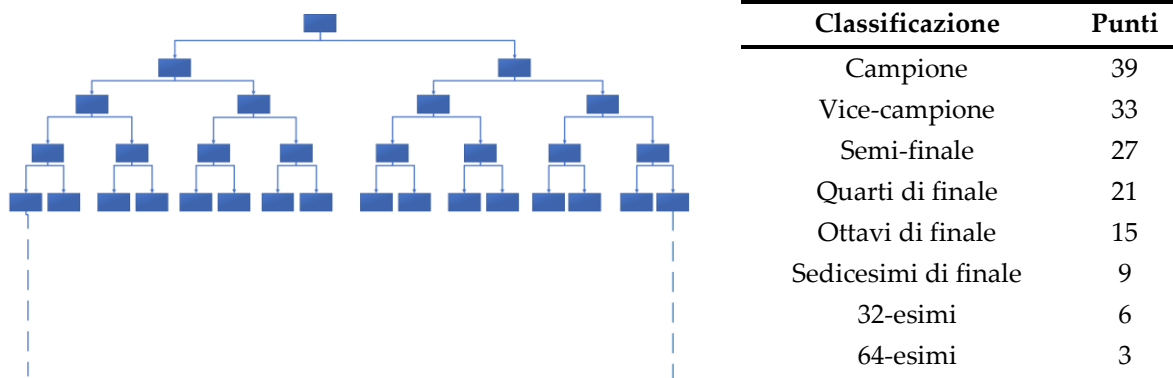


Figura 5.1 – Diagramma e punteggi per la misurazione dei risultati sportivi in coppa nazionale

Per quanto concerne le competizioni europee, il sistema di misurazione deve essere ancora una volta differente, dato che tali tornei sono caratterizzati dapprima da una fase di qualificazione (i cosiddetti *playoff*), poi da una fase a gironi e infine da una fase ad eliminazione diretta. I club che non prendono parte a tali competizioni in una certa stagione non ricevono alcun punto per quell'anno; le squadre che accedono ai gironi attraverso la fase di qualificazione ricevono 1 punto per ogni partita vinta nei playoff e 0.5 punti per ogni pareggio. Nella fase a gironi i punteggi sono assegnati in base ai classici criteri, ossia 3 punti in caso di vittoria, 1 punto per il pareggio e 0 punti in caso di sconfitta. La fase successiva, cioè quella ad eliminazione diretta, assegna punti in base all'avanzamento del turno, oltre ai consueti punteggi per la vittoria (3 punti) e per il pareggio (1 punto). In particolare, l'accesso agli ottavi di finale garantisce 6 punti, quello ai quarti altri 7 punti, le semifinali assegnano 8 punti aggiuntivi e infine il raggiungimento della finale garantisce 9 punti ulteriori. L'unica eccezione riguarda la stagione 2019/20 nella quale, a causa del rinvio di numerose partite per l'emergenza COVID, le fasi dai quarti di finale alla finale di tali tornei sono state disputate in partita unica invece che nel classico formato andata e ritorno e, per tale ragione, si è assegnato ai club un punto in più per ciascun turno raggiunto dai quarti di finale in avanti. Le squadre classificate come terze nella fase a gironi della Champions League, e che sono state quindi eliminate da tale torneo ma retrocesse in Europa League, hanno ricevuto i punti di entrambe le competizioni, punti che sono stati però pesati diversamente all'interno dell'indicatore composto della performance sportiva.

Tabella 5.3 – Schema di assegnazione dei punti nelle competizioni europee

Fase della competizione europea	Punti assegnati
Fase di qualificazione (playoff)	1 punto per la vittoria 0.5 punti per il pareggio
Fase a gironi e partite ad eliminazione diretta	3 punti per la vittoria 1 punto per il pareggio 0 punti per la sconfitta
Ottavi di finale	6 punti
Quarti di finale	7 punti
Semi-finali	8 punti
Finale	9 punti

5.2.2 Il modello per la performance finanziaria

Al fine di studiare invece l'impatto che i successi sportivi hanno sulla performance finanziaria, e nello specifico sulla redditività di un club, si utilizza come misura, e quindi come variabile dipendente, il ROA. Il modello econometrico costruito può essere esplicitato nella seguente forma:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_1 SPORT_{it} + \beta_2 INV_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 TAKEOVER_{i,t-1} + \beta_6 IND_LIQ_{it} + u_{it}$$

La variabile di interesse è in questo caso *SPORT*, ossia la variabile dipendente del modello relativo alla performance sportiva. Attraverso tale misura si vuole studiare l'influenza dei risultati che i club ottengono nelle varie competizioni a cui prendono parte sulla loro stessa profittabilità. La variabile indipendente *IND_LIQ* rappresenta l'indice di liquidità²⁷ della compagnia, cioè una misura della capacità della società calcistica di soddisfare gli impegni finanziari assunti a breve termine. L'indicatore permette di prendere in considerazione la liquidità del club e verificare se essa può avere un'influenza sulla sua redditività e eventualmente in che misura. Le altre variabili indipendenti utilizzate nel modello sono l'investimento netto sul mercato trasferimenti (*INV*), il rapporto tra debiti totali e total asset (*LEV*), la dimensione della compagnia (*SIZE*) e la variabile binaria che indica il cambio di proprietà (*TAKEOVER*), definite in maniera analoga a quanto fatto per il modello relativo alla performance sportiva.

5.3 Statistiche descrittive

Prima di effettuare l'analisi econometrica, si riportano le statistiche descrittive delle variabili incluse nei due modelli di regressione, relative dapprima all'intero campione di società calcistiche, e poi distinguendo i club in base al loro paese di appartenenza. In particolare, nelle tabelle è indicato il numero delle osservazioni, la media, la deviazione standard e i valori di minimo e di massimo di ciascuna variabile.

Considerando l'intero campione, costituito da 50 club esaminati per un periodo di otto stagioni, si osserva innanzitutto che il panel non è bilanciato, cioè ci sono alcune osservazioni mancanti per determinate variabili a causa del fatto che alcune società non hanno ancora rilasciato pubblicamente il bilancio di esercizio della stagione

²⁷ L'indice di liquidità, o *current ratio*, rientra tra i criteri economico-finanziari fondamentali che sono valutati per approvare l'iscrizione al campionato dei club di calcio e condiziona anche la loro possibilità di investire sul mercato trasferimenti.

2020/21 oppure semplicemente non è stato possibile recuperare alcuni valori delle stagioni precedenti²⁸. Facendo riferimento alla performance sportiva, si osserva che il punteggio medio realizzato complessivamente da parte dei club nel corso di una stagione è pari a 178.51, il che indica che le squadre considerate conseguono mediamente risultati abbastanza positivi in tutte le competizioni, tenendo presente che il punteggio massimo realizzabile con il solo campionato è di 228 punti (204 per la Bundesliga) e quello in coppa nazionale è al massimo di 39 punti: questo vuol dire che in media i club concludono la stagione in una posizione di classifica medio-alta e diversi di loro prendono parte alle competizioni europee, aspetto che si evince anche dalla media della variabile dummy UEFA, la quale indica che oltre il 53% delle osservazioni si riferisce ad un club partecipante ad un torneo europeo. D'altra parte, è possibile notare che la deviazione standard della variabile SPORT è piuttosto elevata e ciò testimonia il fatto che il campione comprende sia squadre che conseguono il successo su tutti i fronti, sia club che invece faticano di più nelle competizioni a cui prendono parte, come si evince chiaramente anche dai valori di minimo e massimo. Per quanto riguarda la performance finanziaria, le statistiche descrittive (in cui è riportato sia il ROA con lag che senza) mettono in luce una media negativa per tale misura di redditività, che evidenzia come i club non operino generalmente in maniera profittevole, ma realizzino comunque risultati non lontani dall'equilibrio. Anche in tale circostanza, tuttavia, la deviazione standard appare piuttosto rilevante e indica una certa eterogeneità tra i club inclusi nel campione. La differenza tra i club risulta altresì per quanto concerne i costi del personale, espressi in forma logaritmica, differenza in parte riconducibile alle scelte strategiche proprie di ciascuna società calcistica, che possono essere maggiormente orientate al trionfo sportivo oppure alla stabilità finanziaria. Ma tale variabilità dipende anche dalla presenza nel campione di società decisamente più piccole di altre: osservando la mediana, risulta che la differenza di dimensione tra i club, espressa dal logaritmo delle attività totali, è meno elevata di quanto possa sembrare a prima vista, in quanto la media è perturbata principalmente dalla presenza di alcuni club più piccoli. L'indice di liquidità presenta un valore medio pari a 1.02; l'elevata deviazione standard dipende dal fatto che tale indicatore varia continuamente, a volta in maniera decisa, anche per il singolo club a seconda delle decisioni finanziarie assunte dal management nelle diverse stagioni. La variabile binaria PUBLIC indica che solamente il 14% delle società calcistiche considerate, ossia sette

²⁸ Si tenga presente, ad esempio, che le società calcistiche gestite come associazioni registrate, in particolare i club tedeschi, non sono sottoposte all'obbligo di pubblicazione del bilancio di esercizio, dunque per alcune di esse non si è riusciti a reperire determinati dati.

club, sono quotate pubblicamente sul mercato azionario. Infine, emerge come il 23% delle osservazioni riguardanti i risultati sportivi siano relative al periodo caratterizzato dall'emergenza per la pandemia da Coronavirus. Da questo computo sono escluse solamente le squadre francesi che nella stagione 2019/20 non hanno preso parte alle competizioni europee o sono state eliminate da esse prima dello scoppio della crisi, dato che il campionato domestico è stato interrotto in anticipo e l'unica partita di coppa nazionale ancora da disputare si è svolta regolarmente secondo il classico format: in particolare, gli unici club francesi per i quali il COVID ha avuto effettivamente influenza sui risultati sportivi della stagione sono stati il PSG e l'Olympique Lyonnais, ancora in corsa per la Champions League.

Tabella 5.4 – Statistiche descrittive delle variabili relative a tutti i club di calcio presenti nel campione

Variabile	Osservazioni	Media	Dev. Std.	Min	Max
SPORT	400	178.5096	79.3815	47	416
ROA _t	353	-0.0170	0.1307	-0.6986	0.3272
ROA _{t-1}	389	-0.0103	0.1251	-0.6986	0.3981
ln(STIP)	354	18.2953	0.8643	15.3599	20.1106
INV	400	1.41e+07	5.00e+07	-1.66e+08	2.26e+08
LEV	351	0.7393	0.3862	0.0830	2.6547
SIZE	355	19.2842	1.0203	16.2414	21.1113
IND_LIQ	351	1.0191	0.8910	0.03	6.84
UEFA	400	0.5325	0.4996	0	1
TAKEOVER	392	0.0434	0.2039	0	1
PUBLIC	400	0.14	0.3474	0	1
COVID	400	0.23	0.4214	0	1

Distinguendo i club analizzati in base al paese di provenienza si osserva che la performance sportiva media più elevata è quella ottenuta dai club spagnoli, mentre i risultati sportivi più bassi sono quelli conseguiti in Germania e Francia. Le motivazioni di ciò sono però differenti: per le squadre tedesche bisogna chiarire che il campionato prevede un numero di squadre, e quindi di partite, inferiore rispetto agli altri paesi; in merito alle società francesi, la peggior performance è legata ad un'ancora scarsa competitività della maggior parte dei club, incapaci di registrare successi significativi a livello europeo. La redditività media è sostanzialmente nulla in Inghilterra e Germania, negativa in Italia e Francia, mentre in Spagna i club operano mediamente in maniera profittevole; la variabilità del ROA è però elevata in tutti i paesi. Guardando agli investimenti netti, risulta come i club

della Premier League investano molto più degli altri sul mercato trasferimenti, configurandosi come club acquirenti (*buyer*); al contrario, le società francesi hanno in media un investimento netto molto basso che, tenendo conto della presenza del ricchissimo PSG, fa della maggior parte di loro dei club più orientati alla vendita (*seller*). Focalizzandosi sull'indebitamento, espresso mediante il leverage, emerge che in media i club dei cinque principali campionati europei fanno notevole ricorso al debito (0.7393), anche se la deviazione standard piuttosto elevata sottolinea una certa differenza tra i singoli club. In particolare, si osserva che mediamente il livello del leverage è piuttosto simile per le società dei campionati italiano, spagnolo e francese, dove l'indebitamento è cresciuto in maniera preoccupante nell'ultimo decennio. La situazione più virtuosa appare essere quella tedesca, in cui il livello medio della leva finanziaria indica un equilibrio tra il ricorso a finanziamenti esterni e ai fondi degli azionisti. La condizione peggiore è apparentemente quella inglese, in cui il rapporto medio è addirittura superiore all'unità, il che vuol dire che in media i club hanno più passività che attività. Il motivo di ciò è legato innanzitutto al fatto che le società calcistiche britanniche ricorrono maggiormente al debito in quanto, grazie a fatturati più elevati, sono in grado di ripagarlo in maniera più agevole rispetto ai club di altri campionati; in secondo luogo, il dato è perturbato dalla presenza di un club come il Chelsea, dotato di una struttura proprietaria peculiare in cui il controllo è interamente nella mani di un singolo individuo, che lo spinge a fare un forte ricorso ai finanziamenti esterni (il leverage raggiunge 2.65).

Tabella 5.5 – Statistiche descrittive divise per paese di appartenenza dei club

	Osservazioni	Media	Dev. Std.	Min	Max
Inghilterra					
SPORT	72	204.4514	76.4365	84	391
ROA _{it}	66	-0.0039	0.1377	-0.3729	0.2998
ROA _{i,t-1}	72	-0.0049	0.1312	-0.3729	0.2998
ln(STIP)	65	19.0749	0.4327	18.1246	19.7689
INV	72	5.19e+07	5.96e+07	-1.12e+08	2.26e+08
LEV	66	1.0177	0.6380	0.2278	2.6547
SIZE	66	20.0325	0.7170	18.5691	21.0949
IND_LIQ	65	0.8938	0.7702	0.03	4.09
UEFA	72	0.6667	0.4747	0	1
TAKEOVER	72	0.0278	0.1655	0	1
PUBLIC	72	0.2222	0.4187	0	1
COVID	72	0.25	0.4361	0	1

Germania

SPORT	72	152.7708	78.6463	47	401
ROA _{it}	60	0.0025	0.1178	-0.4662	0.2432
ROA _{i,t-1}	69	0.0032	0.1137	-0.4662	0.2432
ln(STIP)	61	18.2194	0.6672	16.8770	19.6333
INV	72	3986181	3.43e+07	-1.66e+08	8.73e+07
LEV	61	0.5298	0.2554	0.1546	1.1517
SIZE	61	18.9037	0.9164	17.2228	20.3353
IND_LIQ	64	1.4657	1.5506	0.10	6.84
UEFA	72	0.4722	0.5027	0	1
TAKEOVER	72	0.01389	0.1179	0	1
PUBLIC	72	0.1111	0.3165	0	1
COVID	72	0.25	0.4361	0	1

Spagna

SPORT	72	217.6111	88.7602	83	416
ROA _{it}	63	0.0394	0.1092	-0.4669	0.3272
ROA _{i,t-1}	69	0.0509	0.1037	-0.3357	0.3981
ln(STIP)	64	18.4555	0.8960	16.5875	20.1106
INV	72	7849167	5.52e+07	-1.04e+08	2.20e+08
LEV	64	0.6501	0.2163	0.2452	1.3360
SIZE	64	19.5667	0.9249	17.7785	21.1113
IND_LIQ	62	0.8055	0.4645	0.18	1.98
UEFA	72	0.6944	0.4639	0	1
TAKEOVER	64	0.0156	0.125	0	1
PUBLIC	72	0	0	0	0
COVID	72	0.25	0.4361	0	1

Italia

SPORT	104	168.8029	70.2804	77	401
ROA _{it}	97	-0.0444	0.1129	-0.3672	0.2661
ROA _{i,t-1}	104	-0.0350	0.1057	-0.3672	0.2661
ln(STIP)	97	18.1955	0.6192	17.1390	19.6078
INV	104	9888962	4.46e+07	-7.34e+07	1.60e+08
LEV	97	0.7156	0.1815	0.2807	1.1608
SIZE	97	19.4361	0.6350	18.1964	20.8861
IND_LIQ	97	0.8034	0.3572	0.23	1.97
UEFA	104	0.4519	0.5001	0	1
TAKEOVER	104	0.0673	0.2518	0	1
PUBLIC	104	0.2308	0.4234	0	1
COVID	104	0.25	0.4351	0	1

Francia					
SPORT	80	155.7542	65.0921	84	404.4074
ROA _{it}	67	-0.0605	0.1537	-0.6986	0.1376
ROA _{i,t-1}	75	-0.0499	0.1487	-0.6986	0.2416
ln(STIP)	67	17.5995	0.9749	15.3599	19.8617
INV	80	30625	3.73e+07	-6.08e+07	1.40e+08
LEV	63	0.7776	0.3428	0.0830	1.7087
SIZE	67	18.4039	1.1484	16.2414	20.7204
IND_LIQ	63	1.2368	0.7893	0.23	4.67
UEFA	80	0.425	0.4975	0	1
TAKEOVER	80	0.075	0.2651	0	1
PUBLIC	80	0.10	0.3019	0	1
COVID	80	0.15	0.3593	0	1

5.4 Test della differenza tra le medie

È interessante verificare se sussistono delle differenze significative tra i valori medi assunti da alcune delle variabili considerate nei modelli a seconda di determinati fattori che possono contraddistinguere alcuni club rispetto ad altri. A tal fine, può risultare utile condurre dei test di ipotesi sulla differenza tra le medie, in modo da ottenere delle evidenze numeriche che indichino se i club che hanno caratteristiche diverse presentano o meno valori delle variabili che sono differenti a livello statistico. Per fare ciò si sottopone a verifica l'ipotesi nulla che i valori medi delle variabili considerate coincidano a livello statistico nelle diverse categorie analizzate, cioè che il fattore che distingue i club non vada ad influenzare il valore medio della variabile, contro l'ipotesi alternativa che invece le medie assumano valori statisticamente differenti. Il test della differenza tra le medie prevede la verifica dell'ipotesi attraverso il calcolo della statistica t^{29} . Il *t-test* serve infatti per verificare se il valore medio di un campione considerato si discosta da un determinato valore di riferimento o, in questo caso, dal valore medio di un altro campione. Confrontando la statistica t calcolata con il valore critico corrispondente al livello di significatività³⁰ scelto, si decide se rifiutare o meno l'ipotesi nulla che le due medie

²⁹ La statistica t è data dal rapporto tra la differenza delle medie dei due gruppi in cui si suddivide il campione e l'errore standard di questa differenza tra le medie:

$$t = \frac{\bar{Y}_1 - \bar{Y}_2}{SE(\bar{Y}_1 - \bar{Y}_2)}$$

³⁰ Il livello di significatività di un test è una probabilità predeterminata di rifiutare in modo errato l'ipotesi nulla quando invece essa è corretta.

coincidono, cioè che la differenza tra le medie sia statisticamente uguale a 0 o, al contrario, sia statisticamente significativa.

In questo paragrafo si verifica innanzitutto se esistono differenze significative tra le società calcistiche quotate pubblicamente sul mercato azionario e quelle che non sono invece quotate, bensì sono caratterizzate da una proprietà privata oppure sono gestite da associazioni di membri. Dopodiché, si indaga se l'impatto di un cambio della proprietà può essere significativo o meno sui risultati di un club. Infine, si osserva se sono emerse differenze significative tra le prestazioni sportive delle squadre prima e dopo il verificarsi dell'emergenza dovuta al COVID-19. I t-test sono condotti ad un livello di significatività del 5% e considerando come ipotesi nulla l'assenza di differenze significative tra le medie dei campioni.

5.4.1 Differenza tra club quotati e club non quotati

Attraverso la variabile binaria PUBLIC è possibile separare le società calcistiche quotate sul mercato azionario nel periodo sotto esame, da quelle che sono invece caratterizzate da una proprietà privata o che sono gestite da associazioni di membri.

La prima ipotesi nulla sottoposta a verifica è quella secondo cui i risultati sportivi medi dei due sottogruppi di club coincidono, contro l'ipotesi alternativa che vi è invece tra loro una differenza statisticamente significativa.

Tabella 5.6 – T-test sulla performance sportiva di club quotati vs club non quotati

Gruppo club	Osserv.	Media	Std. Err.	Dev. Std	[Intervallo conf. 95%]	
Non quotati	344	169.489	4.283	79.437	161.065	177.913
Quotati	56	233.921	6.977	52.209	219.939	247.903
Combinato	400	178.510	3.970	79.382	170.707	186.313
Differenza		-64.432	10.988		-86.034	-42.830
H ₀ : diff = mean(0) – mean(1) = 0					t = -5.8637	
H _a : diff < 0			H _a : diff ≠ 0		H _a : diff > 0	
Pr (T < t) = 0.000		Pr (T > t) = 0.000			Pr (T > t) = 1.000	

Confrontando la statistica ottenuta, pari a $|t| = 5.864$, con il valore critico corrispondente al livello di significatività del 5%, che è uguale a 1.96, ne consegue

che è possibile rifiutare l'ipotesi nulla che le due medie coincidono³¹. In altri termini, vi è una differenza statisticamente significativa nei due sottogruppi dal punto di vista dei risultati sportivi. In particolare, le società calcistiche presenti sui mercati azionari, che sono solitamente club più grandi e prestigiosi, realizzano mediamente performance sportive migliori rispetto a quelle private o gestite da associazioni.

È possibile poi sottoporre a verifica anche l'ipotesi relativa alla differenza tra le medie per quanto concerne la performance finanziaria dei club, valutata attraverso il ROA. In questo caso, si osserva che il t-test non è superato ($|t| < 1.96$) e quindi non si può rifiutare l'ipotesi nulla, cioè la differenza nella profittabilità tra le due categorie di club non è statisticamente significativa. In altre parole, non si può dire che statisticamente vi è una differenza di performance finanziaria tra club quotati e non quotati.

Tabella 5.7 – T-test sulla performance finanziaria di club quotati vs club non quotati

Gruppo club	Osserv.	Media	Std. Err.	Dev. Std	[Intervallo conf. 95%]	
Non quotati	299	-0.0153	0.0079	0.1371	-0.0309	0.0003
Quotati	54	-0.0262	0.0119	0.0872	-0.0500	-0.0024
Combinato	353	-0.0170	0.0070	0.1307	-0.0307	-0.0033
Differenza		0.0109	0.0193		-0.0272	0.0489

H ₀ : diff = mean(0) – mean(1) = 0			t = 0.5618
H _a : diff < 0	H _a : diff ≠ 0	H _a : diff > 0	
Pr (T < t) = 0.713	Pr (T > t) = 0.575	Pr (T > t) = 0.287	

Bisogna tuttavia considerare il fatto che i club che intraprendono la strada della quotazione sono in genere società grandi, prestigiose e affermate, in grado di suscitare interesse negli investitori proprio in virtù della loro forza sportiva e finanziaria. Per tale ragione, piuttosto che un confronto generico tra compagnie calcistiche quotate e non, può risultare più sensato circoscrivere tale confronto a quei club non quotati ma che sono caratterizzati da una dimensione assimilabile a quella delle società presenti in Borsa: si comparano allora adesso i sette club quotati

³¹ L'ipotesi nulla si può in questo caso rifiutare anche ad un livello di significatività dell'1%, a cui corrisponde un valore critico pari a 2.576.

nelle otto stagioni analizzate con quattordici imprese calcistiche che, nello stesso intervallo di tempo, hanno presentato una dimensione simile³².

Con riferimento alla performance sportiva si evince che, contrariamente a quanto visto prima, non vi è una differenza statisticamente significativa tra i risultati medi conseguiti dai club quotati e da quelli non quotati ma con dimensioni analoghe. Non è quindi più possibile rifiutare l'ipotesi nulla che le medie coincidono né con un livello di significatività del 5%, né del 10%.

Tabella 5.8 – T-test sulla performance sportiva di club quotati vs club non quotati ma di dimensioni simili

Gruppo club	Osserv.	Media	Std. Err.	Dev. Std	[Intervallo conf. 95%]	
Non quotati	112	248.941	7.446	78.800	234.187	263.696
Quotati	56	233.921	6.977	52.209	219.940	247.903
Combinato	168	243.934	5.496	71.241	233.083	254.786
Differenza		15.020	11.636		-7.954	37.995

H ₀ : diff = mean(0) – mean(1) = 0		t = 1.2908
H _a : diff < 0	H _a : diff ≠ 0	H _a : diff > 0
Pr (T < t) = 0.901	Pr (T > t) = 0.199	Pr (T > t) = 0.099

Analogamente, non emerge una differenza statisticamente significativa neppure per quanto concerne il ROA medio fatto segnare dalle compagnie calcistiche presenti nei due sottogruppi anzi, rispetto al caso valutato precedentemente, l'ipotesi nulla che la differenza tra le medie sia pari a 0 è ancora meno passibile di rifiuto, come si osserva dalla statistica t presentata nella tabella 5.9.

Come preventivabile, invece, il valore medio del leverage, espresso come rapporto tra i debiti totali e le attività totali, è superiore per la classe di club che non operano su un mercato azionario, i quali presentano quindi un livello di indebitamento più pesante, mentre le controparti quotate possono fare maggiore ricorso al capitale di equity che riescono a raccogliere in maniera più agevole sui mercati finanziari. Dalla tabella 5.10 si osserva infatti che la differenza tra le medie del leverage dei due

³² Il criterio scelto per includere i club in tale gruppo è stato quello di avere un attivo totale almeno pari a €300 milioni, in linea con quello delle società sportive quotate sui mercati.

sottogruppi è statisticamente significativa e si può rifiutare l'ipotesi nulla con un livello di significatività anche dell'1%.

Tabella 5.9 – T-test sulla performance finanziaria di club quotati vs club non quotati ma di dimensioni simili

Gruppo club	Osserv.	Media	Std. Err.	Dev. Std	[Intervallo conf. 95%]	
Non quotati	103	-0.0255	0.0123	0.1246	-0.0498	-0.0011
Quotati	54	-0.0262	0.0119	0.0872	-0.0500	-0.0024
Combinato	157	-0.0257	0.0090	0.1128	-0.0435	-0.0079
Differenza		0.0007	0.0190		-0.0368	0.0383
H ₀ : diff = mean(0) – mean(1) = 0					t = 0.0381	
H _a : diff < 0		H _a : diff ≠ 0		H _a : diff > 0		
Pr (T < t) = 0.515		Pr (T > t) = 0.970		Pr (T > t) = 0.485		

Tabella 5.10 – T-test sul leverage di club quotati vs club non quotati ma di dimensioni simili

Gruppo club	Osserv.	Media	Std. Err.	Dev. Std	[Intervallo conf. 95%]	
Non quotati	103	0.8355	0.0501	0.5088	0.7361	0.9350
Quotati	54	0.6196	0.0445	0.3268	0.5304	0.7088
Combinato	157	0.7613	0.0371	0.4649	0.6880	0.8346
Differenza		0.2160	0.0764		0.0650	0.3669
H ₀ : diff = mean(0) – mean(1) = 0					t = 2.8261	
H _a : diff < 0			H _a : diff ≠ 0		H _a : diff > 0	
Pr (T < t) = 0.997		Pr (T > t) = 0.005			Pr (T > t) = 0.003	

5.4.2 Differenza tra club con proprietà stabile e club soggetti a cambi

Si vuole ora constatare l'effetto che può avere il cambio della proprietà di un club sulle prestazioni sportive e finanziarie che questo riesce a conseguire. Per far ciò, si dividono le società calcistiche che compongono il campione in due gruppi: da un lato si hanno i club che nel periodo esaminato hanno mantenuto una proprietà stabile (37 club); dall'altro le compagnie (12 club) che hanno cambiato guida e

controllo almeno una volta nel corso di tale periodo (ad esclusione della stagione 2020/21 il cui impatto non può risultare evidente dal dataset). I dati a disposizione mettono in evidenza che sia per la performance sportiva che per quella finanziaria si ha una differenza statisticamente significativa tra le due categorie di club, per cui l'ipotesi nulla si può rifiutare in entrambi i casi ad un livello di significatività del 5% (e anche dell'1%).

Una proprietà stabile sembra infatti ripercuotersi positivamente sulle prestazioni sportive del club, garantendo risultati medi significativamente superiori rispetto a quelli conseguiti dalle squadre che affrontano un avvicendamento nella guida societaria.

Tabella 5.11 – T-test sulla performance sportiva di club con proprietà stabile vs club con cambi di proprietà

Gruppo club	Osserv.	Media	Std. Err.	Dev. Std	[Intervallo conf. 95%]	
Stabile	296	191.791	4.930	84.809	182.090	201.492
Cambio	96	141.195	4.542	44.505	132.177	150.212
Combinato	392	179.400	4.035	79.890	171.467	187.333
Differenza		50.596	9.039		32.824	68.368
H₀: diff = mean(0) – mean(1) = 0					t = 5.5974	
H _a : diff < 0		H _a : diff ≠ 0			H _a : diff > 0	
Pr (T < t) = 1.000		Pr (T > t) = 0.000			Pr (T > t) = 0.000	

Per quanto concerne la performance finanziaria si osserva che, mentre quei club che nel corso delle otto stagioni esaminate sono stati oggetto di uno o più cambi di proprietà non operano mediamente in maniera profittevole (ROA medio pari a -7.16%), la stabilità del controllo della compagnia calcistica garantisce in media una redditività degli asset migliore, quasi nulla (-0.4%).

In definitiva, si può quindi affermare che i club con una proprietà consolidata da anni performano mediamente meglio sia sotto l'aspetto sportivo che dal punto di vista finanziario rispetto alle società calcistiche soggette a takeover. La motivazione è riconducibile al fatto che, solitamente, è in situazioni di difficoltà e crisi che la proprietà decide di uscire e vendere il club, crisi che può scaturire o dall'ambito sportivo o da quello finanziario ma che si ripercuote inevitabilmente su entrambi i

fronti. La stabilità del controllo sembra invece assicurare forza e sicurezza ai club, che performano meglio sotto entrambi i punti di vista.

Tabella 5.12 – T-test sulla performance finanziaria di club con proprietà stabile vs club con cambi di proprietà

Gruppo club	Osserv.	Media	Std. Err.	Dev. Std	[Intervallo conf. 95%]	
Stabile	263	-0.0040	0.0070	0.1136	-0.0178	0.0098
Cambio	83	-0.0716	0.0173	0.1579	-0.1060	-0.0371
Combinato	346	-0.0202	0.0069	0.1287	-0.0338	-0.0066
Differenza		0.0676	0.0158		0.0365	0.0987
H₀: diff = mean(0) – mean(1) = 0					t = 4.2753	
H _a : diff < 0		H _a : diff ≠ 0			H _a : diff > 0	
Pr (T < t) = 1.000		Pr (T > t) = 0.000			Pr (T > t) = 0.000	

5.4.3 Differenza nella performance sportiva prima e dopo il COVID

È curioso osservare come sono cambiati i risultati sportivi³³ ottenuti dai club che costituiscono il campione in seguito allo scoppio della crisi pandemica, ossia dalla stagione 2019/20, rispetto a quelli realizzati nel periodo pre-COVID. Effettuando il test della differenza tra le medie sui punteggi ottenuti nei due diversi intervalli temporali, dalla statistica t calcolata si evince che non vi è una differenza statisticamente significativa nei risultati ottenuti dai club analizzati tra il periodo precedente al COVID e quello successivo. Si può pertanto affermare che, almeno dal punto di vista della performance nelle competizioni, la crisi e i vari provvedimenti adottati dai paesi per cercare di arginarla, non hanno causato cambiamenti significativi nelle gerarchie sportive, e quindi i club considerati nell'analisi, che sono quelli che nel periodo esaminato hanno conseguito risultati medio-alti, hanno mantenuto questo tipo di prestazioni.

³³ La stessa analisi non è stata condotta sul ROA a causa delle differenti risposte alla situazione emergenziale da parte delle società calcistiche, che avrebbero determinato incoerenze nella valutazione. Alcuni club, come quelli tedeschi, sono riusciti a completare la prima stagione calcistica impattata dalla crisi entro la fine di giugno, per cui hanno riconosciuto costi e ricavi come di pertinenza della stessa; i club inglesi, italiani e spagnoli, avendo esteso la stagione oltre la data di chiusura dei bilanci, hanno distribuito costi e ricavi anche alla stagione successiva; infine, l'interruzione del campionato francese ha determinato una netta riduzione di costi e ricavi, quasi tutti di pertinenza della stagione 2019/20.

Tabella 5.13 – T-test sulla performance sportiva dei club pre-COVID vs post-COVID

Gruppo	Osserv.	Media	Std. Err.	Dev. Std	[Intervallo conf. 95%]	
Pre-COVID	308	177.886	4.464	78.341	169.102	186.670
Post-COVID	92	180.598	8.672	83.178	163.372	197.823
Combinato	400	178.510	3.969	79.382	170.707	186.313
Differenza		-2.712	9.442		-21.275	15.851
H ₀ : diff = mean(0) – mean(1) = 0					t = -0.2872	
H _a : diff < 0		H _a : diff ≠ 0		H _a : diff > 0		
Pr (T < t) = 0.387		Pr (T > t) = 0.774		Pr (T > t) = 0.613		

5.5 Analisi della relazione tra risultati sportivi e performance finanziaria

Allo scopo di verificare l'esistenza di una relazione tra la performance finanziaria di un club e i risultati sportivi da esso conseguiti, in questo paragrafo sono mostrati e discussi i risultati delle analisi empiriche condotte. Come spiegato in precedenza, per studiare il possibile legame si è optato per la costruzione di due modelli econometrici: il primo modello indaga l'impatto che la performance finanziaria, valutata attraverso la spesa sostenuta da una società calcistica per gli stipendi dei calciatori, ha sulle prestazioni sportive realizzate; il secondo modello, viceversa, analizza l'influenza che i successi di un club hanno sui suoi risultati finanziari, espressi come redditività degli asset (ROA).

Attraverso il software statistico STATA sono state condotte delle regressioni panel sui dati relativi al campione di 50 club valutati nel periodo compreso tra la stagione 2013/14 e la stagione 2020/21. Si è fatto ricorso alla regressione con effetti fissi ed effetti temporali e sono stati calcolati gli errori standard robusti all'eteroschedasticità, così da evitare il rischio che essi fossero calcolati erroneamente con la formula dell'omoschedasticità pura, e risultassero pertanto troppo piccoli. Per ciascun modello sono state considerate diverse specificazioni, attraverso le quali è stato dapprima valutato l'effetto sulla variabile dipendente solo di un gruppo ristretto di regressori e, alla fine, si è studiato l'impatto contemporaneo di tutte le variabili indipendenti definite.

5.5.1 Risultati della regressione per la performance sportiva

Il primo modello analizzato e discusso è quello costruito per verificare l'impatto della spesa per gli stipendi dei giocatori sulla performance sportiva del club. Quest'ultima è rappresentata dall'indice composto SPORT, mentre la variabile di interesse è espressa come logaritmo naturale dei costi del personale della società calcistica:

$$SPORT_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_1 \ln(STIP_{it}) + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 INV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 TAKEOVER_{i,t-1} + \beta_7 UEFA_{it} + \beta_8 \ln(STIP_{it}) \cdot UEFA_{it} + u_{it}$$

In tabella 5.14 sono mostrati i coefficienti stimati delle variabili della regressione panel nelle sette differenti specificazioni del modello.

Nella prima specificazione (1) si è deciso di stimare il modello analizzando l'impatto della sola variabile di interesse $\ln(STIP)$ sulla performance sportiva. Tale decisione è giustificata dalla rilevanza che la spesa salariale ha assunto nella letteratura occupatasi dello studio dell'industria calcistica europea: diversi autori hanno infatti individuato negli stipendi il fattore fondamentale per attrarre i talenti migliori, in grado di migliorare le prestazioni sul campo e la probabilità di vittoria della squadra. Si osserva che la variabile $\ln(STIP)$ è positivamente e statisticamente correlata con i risultati sportivi. In particolare, attraverso la specificazione lin-log della relazione si può asserire che un incremento del 10% dei costi del personale sostenuti da un club produce un aumento del punteggio sportivo pari a 5.543.

La colonna (2) della tabella mostra l'influenza sulla variabile dipendente non solo della spesa salariale, ma anche del risultato finanziario fatto segnare dal club nella stagione precedente, espresso attraverso la redditività degli asset. Gli stipendi, sempre in forma logaritmica, restano statisticamente significativi ad un livello dell'1% e il coefficiente stimato mantiene il segno positivo, riducendosi solo leggermente. Anche il ROA della stagione precedente risulta statisticamente significativo e positivamente correlato con il successo sportivo del club: ciò significa che la performance finanziaria realizzata dalla compagnia al termine della stagione precedente influenza i risultati sportivi del club della stagione successiva. Come si osserva dal valore della statistica F riportato in fondo alla tabella, che rappresenta il risultato del test congiunto su tutti i regressori, il modello risulta essere globalmente significativo (p-value³⁴ inferiore all'1%).

³⁴ Il p-value rappresenta la probabilità di rigettare erroneamente l'ipotesi nulla quando essa è vera. Più il p-value è basso, minore è la probabilità di sbagliare

Nella specificazione (3) sono prese in considerazione, oltre alla variabile di interesse, la variabile binaria UEFA, la quale indica la partecipazione o meno del club considerato ad una delle due competizioni europee, e il termine di interazione tra tale dummy e il logaritmo degli stipendi. L'inclusione di tali termini nel modello ha un impatto deciso sul coefficiente stimato per gli stipendi, che cala drasticamente quasi dimezzandosi: la variabile di interesse rimane statisticamente significativa al livello del 5% e con segno positivo, ma la magnitudine delle stime ne risulta ridotta (tralasciando il termine di interazione con la variabile UEFA, adesso un suo incremento del 10% determinerebbe un aumento del punteggio sportivo pari soltanto a 2.91). La variabile UEFA e il termine di interazione $\ln(\text{STIP}) \cdot \text{UEFA}$ risultano singolarmente non significativi; tuttavia, dal risultato del test congiunto, si osserva che essi sono invece congiuntamente significativi, dato un $p\text{-value} < 0.001$ ($F=27.88$). Il modello risulta ancora globalmente significativo ($p\text{-value} < 0.001$) e si osserva anche un importante aumento del valore dell' R^2 .³⁵

La quarta specificazione (4) include i due nuovi termini e il ROA della stagione scorsa. Dall'output si evince che la variabile binaria e il termine di interazione, congiuntamente significativi, oltre a ridurre il coefficiente stimato di $\ln(\text{STIP})$, determinano un crollo anche del coefficiente relativo alla redditività degli asset che, al contrario della specificazione (2), non risulta più significativo.

Nella quinta colonna (5), alla variabile di interesse e al ROA, si aggiungono i regressori relativi all'investimento netto sostenuto dal club sul mercato calciatori INV, alla dimensione dell'impresa SIZE, e al leverage finanziario LEV. Come nella colonna (2), i costi del personale e il ROA sono statisticamente significativi (rispettivamente all'1% e al 5%) e correlati positivamente con SPORT, ma il coefficiente stimato per il ROA aumenta mentre quello di $\ln(\text{STIP})$ si riduce. Le variabili introdotte nella nuova specificazione non risultano invece statisticamente significative. È possibile notare come, trascurando il regressore binario UEFA e il termine di interazione, l' R^2 della regressione si riduca notevolmente, ossia il modello considerato spiega meno bene la variazione della variabile dipendente, seppure esso resti comunque significativo ($p\text{-value}=0.0019$).

La specificazione (6) torna a considerare anche UEFA e $\ln(\text{STIP}) \cdot \text{UEFA}$. In questo caso il ROA perde significatività statistica e l'effetto stimato del logaritmo naturale degli stipendi cala drasticamente.

³⁵ L' R^2 della regressione misura la frazione della varianza, cioè della variabilità, della variabile dipendente spiegata dalle variabili indipendenti considerate.

Tabella 5.14 – Analisi econometrica degli effetti della spesa per gli stipendi sui risultati sportivi dei club

Variabile dipendente: SPORT							
Regressori	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
ln (STIP)	55.426*** (14.105)	54.205*** (13.999)	29.097** (10.947)	28.926** (11.033)	51.394*** (13.850)	23.888** (11.041)	29.104** (11.560)
ROA _{t-1}		48.189** (21.493)		23.076 (16.794)	53.662** (21.429)	23.656 (16.449)	17.763 (21.621)
UEFA			-114.71 (136.54)	-120.11 (133.89)		-128.50 (136.76)	-116.48 (140.94)
ln(STIP) * UEFA			8.419 (7.576)	8.698 (7.423)		9.193 (7.580)	8.615 (7.832)
INV					2.74e-08 (7.1e-08)	2.4e-08 (7.1e-08)	3.5e-08 (7.4e-08)
SIZE					3.983 (11.726)	8.120 (10.409)	3.515 (11.021)
LEV					-0.479 (17.388)	-2.045 (14.160)	-8.568 (16.784)
TAKEOVER _{t-1}							-12.115 (7.645)
costante	-816.8*** (254.6)	-793.8*** (252.5)	-361.6* (197.0)	-357.8* (198.5)	-818.1** (317.6)	-419.3* (247.9)	-430.8 (270.5)
Effetti fissi	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Effetti temporali	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Osservazioni	354	348	354	348	346	346	291
Statistiche F e p-value per le ipotesi congiunte							
(a) Tutti i regressori = 0	2.95 (0.0090)	2.96 (0.0069)	7.39 (0.000)	7.24 (0.000)	3.22 (0.0019)	7.53 (0.000)	7.87 (0.000)
(b) UEFA e ln(STIP) * UEFA = 0			27.88 (0.000)	29.07 (0.000)		29.70 (0.000)	25.12 (0.000)
R ² (within)	0.0614	0.0767	0.1913	0.1947	0.082	0.2017	0.2032

Regressioni con effetti fissi ed effetti temporali utilizzando i dati panel per 50 club europei su un periodo di otto stagioni. Gli errori standard robusti all'eteroschedasticità sono riportati tra parentesi sotto i coefficienti e i p-value sono riportati tra parentesi sotto le statistiche F. I coefficienti sono statisticamente significativi al livello del *10%, **5% o ***1%.

I risultati dell'analisi empirica sul modello completo mostrano una relazione positiva tra la variabile dipendente SPORT e la variabile di interesse ln(STIP): all'aumentare dei costi del personale sostenuti migliora anche la performance sportiva dei club. In particolare, dalla relazione lin-log si osserva che un incremento del 10% degli stipendi pagati dal club determina un aumento di 2.91 punti della performance sportiva se il club non prende parte ai tornei europei (UEFA = 0) e di

3.77 punti quando invece partecipa ad essi (UEFA = 1). Se si esaminasse invece la specificazione log-log, in cui il coefficiente stimato ha l'interpretazione di coefficiente di elasticità, ne emergerebbe un effetto stimato pari a 0.1453 per i club non qualificati alle competizioni europee: questo vuol dire che un aumento del 10% degli stipendi determina una variazione positiva di 1.453% dell'indice SPORT.

Dai risultati ottenuti si evince quindi l'influenza positiva degli stipendi sulla performance sportiva, e ciò va a confermare la prima delle due ipotesi formulate, oltre che parte della letteratura precedente. La correlazione positiva tra i costi del personale e la probabilità di successo della squadra è infatti coerente con le ricerche di diversi studiosi, quali Szymanski e Kuypers (1999), Dimitropoulos e Limperopoulos (2014), Ferri et al. (2017). È in tal modo spiegato il motivo dietro la tendenza delle società calcistiche a sostenere costi per i salari dei calciatori sempre più elevati, tendenza che ha caratterizzato l'industria negli ultimi decenni: nella stagione 2018/19 gli stipendi dei giocatori sono arrivati a rappresentare oltre il 60% dei ricavi generati dai club dei cinque principali campionati europei, percentuale che è addirittura salita al 71% nella stagione 2019/20. Al contrario, la spesa netta sul mercato trasferimenti non risulta avere un impatto statisticamente rilevante sulla performance sportiva del club: in contrapposizione a quanto sostenuto da alcuni studi, investire maggiormente per l'acquisto dei giocatori non determina un miglioramento della performance sportiva della squadra. Una possibile spiegazione di ciò potrebbe essere legata al fatto che molte volte i club investono per i cartellini dei calciatori (e per le commissioni agli agenti) molto più di quella che sarebbe la loro valutazione reale, che però non si è in grado di definire in maniera oggettiva. Si può quindi asserire anche che gli stipendi pagati da un club sono un segnale migliore della qualità della squadra rispetto a quanto possa esserlo l'investimento netto fatto sul mercato trasferimenti. Non sono statisticamente significativi, dal punto di vista sportivo, neppure la dimensione del club, il cambio di proprietà e il livello di indebitamento finanziario, al contrario della tesi sostenuta nelle ricerche di Dimitropoulos (2009) e di Wilson, Plumley e Ramchandani (2013).

5.5.2 Risultati della regressione per la performance finanziaria

Il secondo modello econometrico sul quale si effettua la regressione è quello che studia l'influenza del successo sportivo sulla performance finanziaria, espressa attraverso il ROA della società calcistica:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_1 SPORT_{it} + \beta_2 INV_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 TAKEOVER_{i,t-1} + \beta_6 IND_LIQ_{it} + u_{it}$$

Nella tabella 5.15 sono riportati i risultati della regressione con effetti fissi ed effetti temporali per diverse specificazioni del modello, che consentono di indagare la relazione tra il ROA e la variabile di interesse SPORT, oltre che l'influenza delle altre variabili indipendenti man mano considerate.

Per prima cosa, si analizza solamente la correlazione tra la variabile dipendente e la variabile di interesse. Dalla colonna (1) della tabella si evince che la variabile SPORT è statisticamente significativa al 5% ed ha un effetto positivo sulla performance finanziaria: in particolare, l'aumento di un solo punto dell'indice composto che rappresenta i risultati sportivi del club (come può essere un pareggio invece che una sconfitta della squadra) può determinare un aumento dell'0.04% del ROA della compagnia.

Nella specificazione (2) vi è l'introduzione nel modello dei regressori che rappresentano l'investimento netto del club sul mercato trasferimenti INV, e la dimensione della società calcistica SIZE. Le nuove variabili esplicative prese in considerazione risultano significative ad un livello del 5% e la loro aggiunta non impatta né sulla significatività della variabile di interesse, che resta statisticamente influente, né in modo deciso sul suo coefficiente stimato. L'output evidenzia che la dimensione di un club ha un effetto positivo sulla sua performance finanziaria, mentre l'investimento netto fatto sul calciomercato ha un'influenza negativa, seppure piuttosto piccola: un milione in più di spesa netta, infatti, determina una riduzione del ROA pari allo 0.03%.

La terza specificazione (3) valuta, al posto della dimensione del club, l'indice di liquidità, cioè la sua capacità di soddisfare gli impegni finanziari di breve periodo. Dai risultati si evince che, mentre la variabile SPORT rimane significativa e il suo coefficiente stimato resta sostanzialmente lo stesso, l'investimento netto perde di significatività al 5% ed è significativo solo al 10%, così come l'indice di liquidità. Il segno del coefficiente di quest'ultima variabile è positivo e ciò significa che l'aumento del rapporto tra attività correnti e passività correnti determina un aumento della redditività degli asset.

La colonna (4) aggiunge alla specificazione precedente il leverage, significativo ad un livello dell'1% e correlato negativamente con il ROA netto: all'aumentare dell'indebitamento dell'impresa calcistica rispetto al totale delle attività, la sua profittabilità si riduce. In questo caso, l'indice di liquidità non è più statisticamente significativo.

La quinta specificazione (5) prende in considerazione la dimensione del club al posto dell'indice di liquidità. Si osserva che l'introduzione della variabile LEV, correlata negativamente con il ROA e statisticamente significativa al 5%, fa perdere la significatività alla variabile esplicativa SIZE; non cambia invece la condizione delle variabili SPORT e INV.

La sesta colonna (6) torna a considerare anche l'indice di liquidità. Ciò che è messo in luce dall'output dell'analisi è che risultano statisticamente significative solamente la variabile di interesse, l'investimento netto per i calciatori e la leva finanziaria, mentre non hanno rilevanza statistica la dimensione del club e il *current ratio*. Si rileva, inoltre, una riduzione dell'effetto stimato della variabile SPORT e un calo, in valore assoluto, del coefficiente del leverage.

L'ultima specificazione è quella relativa al modello completo, in cui sono prese in considerazione tutte le variabili contemporaneamente. Dal valore del p-value relativo alla statistica F si evince che le variabili sono congiuntamente significative; inoltre l'R² indica che la frazione di varianza del ROA spiegata dal modello è del 36.52%, a dimostrazione del fatto che vi è comunque una moltitudine di altri fattori che vanno ad incidere sulla performance finanziaria di un club. La variabile di interesse SPORT è singolarmente significativa ad un livello del 5%, come accade in tutte le altre specificazioni, ed è correlata positivamente con il ROA in misura tale che ad ogni punto in più dell'indice che misura i risultati sportivi del club corrisponde un aumento della redditività pari a 0.035%. Anche il rapporto tra debiti e attività totali è statisticamente significativo e si relaziona negativamente con il ROA: l'aumento di un punto percentuale del leverage può determinare una riduzione dello 0.181% della redditività degli asset del club.

Dai risultati emerge quindi l'esistenza di una relazione di causalità inversa, che dimostra che anche i risultati sportivi sono in grado di influire positivamente e spiegare la performance finanziaria dei club, andando così a confermare la seconda ipotesi che è stata formulata.

Tabella 5.15 - Analisi econometrica degli effetti dei risultati sportivi sulla performance finanziaria dei club

Variabile dipendente: ROA							
Regressori	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
SPORT	0.0004** (0.00015)	0.00035** (0.00016)	0.00039** (0.00015)	0.00038** (0.00016)	0.00037** (0.00016)	0.00035** (0.00016)	0.00035** (0.00015)
INV		-3e-10** (1.4e-10)	-2.7e-10* (1.5e-10)	-2.6e-10* (1.5e-10)	-2.8e-10* (1.5e-10)	-2.7e-10* (1.5e-10)	-1.9e-10 (1.4e-10)
LEV				-0.123*** (0.0459)	-0.1187** (0.0468)	-0.1079** (0.0496)	-0.181*** (0.0598)
SIZE		0.0636** (0.0260)			0.0331 (0.0313)	0.0297 (0.0326)	0.0252 (0.0352)
TAKEOVER _{t-1}							-0.0034 (0.0361)
IND_LIQ			0.0276* (0.0148)	0.01704 (0.0137)		0.01421 (0.0140)	0.01570 (0.01273)
costante	-0.0731** (0.0296)	-1.264** (0.492)	-0.097*** (0.0312)	0.01534 (0.0502)	-0.5941 (0.6071)	-0.5515 (0.6269)	-0.4271 (0.6784)
Effetti fissi	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Effetti temporali	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Osservazioni	353	353	346	346	349	346	291
Statistiche F e p-value per le ipotesi congiunte							
Tutti i regressori = 0	9.91 (0.000)	. (0.000)	. (0.000)	. (0.000)	. (0.000)	. (0.000)	. (0.000)
R ² (within)	0.2299	0.2568	0.2573	0.2773	0.2926	0.2803	0.3652

Regressioni con effetti fissi ed effetti temporali utilizzando i dati panel per 50 club europei su un periodo di otto stagioni. Gli errori standard robusti all'eteroschedasticità sono riportati tra parentesi sotto i coefficienti e i p-value sono riportati tra parentesi sotto le statistiche F. I coefficienti sono statisticamente significativi al livello del *10%, **5% o ***1%.

5.5.3 Discussione e limiti delle analisi

Le analisi empiriche condotte confermano quella che è la teoria del circolo virtuoso, elaborata dal lavoro di Lago et al. (2004), tra le prestazioni finanziarie del club e i risultati sportivi raggiunti. Secondo tale teoria, più è elevata la remunerazione dei calciatori, e quindi come detto la loro qualità, più la squadra è competitiva e capace di ottenere migliori risultati sul campo; il miglioramento delle prestazioni sportive permette a sua volta di incrementare i ricavi del club e conseguentemente la sua performance finanziaria, garantendo una maggiore disponibilità di risorse, che possono essere impiegate per un ulteriore miglioramento dei risultati sportivi. In altri termini, il circolo virtuoso che emerge anche dai due modelli econometrici studiati si sostanzia nel fatto che una buona performance finanziaria influenza

positivamente le prestazioni sportive del club le quali, a loro volta, consentono la realizzazione di migliori risultati finanziari. Per quanto concerne invece l'indebitamento dei club, che negli ultimi anni è diventato una criticità sempre più evidente all'interno dell'industria calcistica europea, si è individuata una relazione negativa tra il leverage finanziario e la profittabilità delle compagnie, mentre non è emersa alcuna influenza statisticamente significativa sui risultati sportivi dei club.

È doveroso sottolineare che i risultati descritti nell'elaborato presentano alcuni limiti. Tali limiti sono innanzitutto legati al fatto che la ricerca è circoscritta solamente ai migliori club dei cinque principali campionati europei, ossia quei club che nel periodo sotto esame hanno sempre preso parte alla prima divisione del proprio campionato di riferimento. Pur essendo i "*big five*" i campionati più rilevanti e rappresentativi dell'industria calcistica del Vecchio Continente, essi presentano comunque delle proprie peculiarità che li differenziano dagli altri tornei nazionali e quindi focalizzarsi solo sui club di questi paesi non consente di avere una rappresentazione completa del settore e arrivare a conclusioni definitive. Sarebbe inoltre interessante confrontare le evidenze emerse dalle analisi empiriche con quelle di modelli sviluppati su campioni di società calcistiche di altre zone del mondo, come ad esempio i club appartenenti alla Confederazione calcistica sud-americana (CONMEBOL) e alla Confederazione calcistica di Nord-America, Centro America e Caraibi (CONCACAF), così da valutare l'effetto di altri contesti culturali e legislativi sulla sostenibilità e sulla performance dei club. In secondo luogo, bisogna tenere presente che il mondo del calcio risente tuttora dell'emergenza causata dalla pandemia da Coronavirus, il cui impatto non si è ancora manifestato totalmente e continuerà ad avere ripercussioni future sul settore. Sarebbe quindi opportuno verificare la validità dei risultati emersi anche una volta che l'impatto della crisi sul settore si sarà palesato completamente.

CONCLUSIONI

La finalità che ci si è posti con il presente elaborato è stata innanzitutto quella di indagare gli aspetti caratteristici riguardanti la governance, la struttura proprietaria e la struttura finanziaria delle compagnie operanti nell'industria calcistica europea, per poi individuare gli obiettivi che tali società si pongono, verificare l'esistenza di relazioni tra essi e analizzare le scelte che dovrebbero essere adottate dai club per cercare di conseguirli nella maniera più efficace possibile.

Nella parte iniziale della tesi, comprendente i primi due capitoli, sono state introdotte e discusse le definizioni e le teorie fondamentali necessarie a dare una visione generale del concetto di corporate governance e fornire una spiegazione delle scelte che portano le imprese a preferire una determinata forma proprietaria e una certa struttura di capitale. Facendo riferimento alla letteratura economica esistente, sono stati illustrati i meccanismi di governance interni ed esterni sviluppati nel corso del tempo al fine di garantire una gestione ottimale delle imprese, mitigare problemi e conflitti di interesse che possono sorgere e riuscire a conseguire gli obiettivi stabiliti. Sono poi state enunciate le teorie relative ai diritti di proprietà e ai problemi di agenzia, con un focus particolare sulla teoria dell'agenzia di Jensen e Meckling e sul teorema di Modigliani-Miller. Dopo aver chiarito i concetti generali, nel terzo capitolo si è visto come questi sono declinati all'interno del settore peculiare del calcio europeo, il quale si differenzia in molti aspetti rispetto ai settori più convenzionali. Sono stati quindi discussi i modelli di governance tipici dell'industria e i principali meccanismi adottati dalle società calcistiche, riconoscendo la presenza di alcune analogie con gli strumenti classici utilizzati dalle imprese tradizionali, ma evidenziando anche quei meccanismi caratteristici che rendono il settore più "anomalo", come il Financial Fair Play. Si è inoltre descritta la struttura piramidale tipica del "modello europeo dello sport", si sono delineate le differenti forme proprietarie impiegate nelle società calcistiche e le strutture adottate tipicamente dai club in ciascuno dei cinque principali campionati europei. Illustrati i principali problemi affrontati sia a livello di sistema, per quanto riguarda la gestione, l'organizzazione e il controllo di una struttura così complessa; sia a livello di singoli club, impegnati a coniugare i propri obiettivi sportivi con quelli finanziari, si è passati a discutere la situazione finanziaria del calcio europeo. Attraverso una panoramica della condizione economica dell'industria, della sua evoluzione nel tempo e del suo stato attuale, nel quarto capitolo sono individuati i fattori che ne hanno garantito una crescita

continua, ma anche le criticità che hanno condotto ad una crisi finanziaria sistemica che, dopo esser rimasta a lungo nascosta e trascurata, si è palesata in maniera forte ed evidente con lo scoppio della pandemia da COVID-19. Il focus si è poi spostato su una tematica discussa in diversi studi, ossia la presenza di una relazione tra la performance finanziaria dei club e i loro risultati sportivi. Riconosciuta la coesistenza di due obiettivi fondamentali per le società calcistiche, ovvero il successo sportivo e la realizzazione di una performance finanziaria che assicuri la sopravvivenza, si sono passate in rassegna sia le ricerche che hanno individuato una relazione bidirezionale diretta tra le due logiche, sia le tesi di autori che hanno escluso la validità di tale correlazione o che l'hanno rilevata solamente in uno dei due versi. Nell'ultimo capitolo, attraverso la costruzione di due modelli econometrici, si è infine condotta un'analisi empirica su un campione comprendente 50 club dei "big five" campionati europei valutati su un periodo di otto stagioni, con l'obiettivo di verificare l'esistenza della relazione tra performance finanziaria e sportiva. Le evidenze ottenute dalle regressioni effettuate hanno identificato sia una relazione positiva tra i risultati sportivi del club e la spesa sostenuta per gli stipendi dei giocatori, sia una correlazione diretta tra la performance finanziaria, espressa mediante il ROA, e le prestazioni sul campo. Si tratta di un risultato che va a sostegno della teoria del circolo virtuoso (Lago et al., 2004), secondo la quale una maggiore spesa sostenuta per la squadra, consentita dal miglioramento della performance finanziaria, assicura il conseguimento di risultati sportivi superiori, i quali a loro volta portano ad un incremento dei risultati finanziari del club. Il presente lavoro non ha comunque la pretesa di stabilire che questo circolo virtuoso valga in ogni condizione e circostanza, ma è inteso piuttosto a fornire un contributo agli studi che si sono occupati della tematica, verificando se nel corso degli ultimi anni le cose sono cambiate, anche alla luce del verificarsi dell'emergenza sanitaria e dell'adozione di numerose restrizioni.

BIBLIOGRAFIA

- Acero I., Serrano R. & Dimitropoulos P. (2017). Ownership Structure and financial performance in European football, *Corporate Governance*, Vol. 17, pp. 511-523
- Ahtiainen S. & Jarva H. (2020). Has UEFA's financial fair play regulation increased football clubs' profitability?, *European Sport Management Quarterly*
- Alaminos D., Esteban I. & Fernández M.Á. (2020). Financial Performance Analysis in European Football Clubs, *Entropy*, Vol. 22, n. 9
- Alaminos D. & Fernández M.Á. (2019). Why do football clubs fail financially? A financial distress prediction model for European professional football industry, *PLoS ONE*, Vol. 14, n. 12
- Andreff W., *Contemporary Issues in Sports Economics: Participation and Professional in Team Sports*, Edward Elgar, Cheltenham 2011
- Barajas A., Jardón C. & Crolley L. (2005). Does Sports Performance Influence Revenues and Economic Results in Spanish Football?, *SSRN Electronic Journal*
- Barclay M.J. & Holderness C.G. (1989). Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 371-395
- Baur D.G. & McKeating C. (2009). The Benefits of Financial Markets: A Case Study of European Football Clubs, *SSRN Electronic Journal*
- Birkhäuser S., Kaserer C. & Urban D. (2019). Did UEFA's Financial Fair Play Harm Competition in European Football Leagues?, *Review of Managerial Science*, Vol. 13
- Brooks M. (2012). The Effects of the UEFA Financial Fair Play Regulation on Earnings Management in the European Football Industry, *SSRN Electronic Journal*
- Buchholz F. & Lopatta K. (2017). Stakeholder salience of economic investors on professional football clubs in Europe, *European Sport Management Quarterly*, Vol. 17, n. 4, pp. 506-530
- Caglio A., D'Andrea A., Masciandaro D. & Ottaviano G. (2016). Does Fair Play Matter? UEFA Regulation and Financial Sustainability in the European Football Industry, *SSRN Electronic Journal*

- Caglio A., Laffitte S., Masciandaro D. & Ottaviano G. (2019). Does Financial Fair Play Matter? The Real Effects of UEFA Regulation for European Football Clubs, *SSRN Electronic Journal*
- Capasso A. & Rossi M. (2013). Systemic value and corporate governance: Exploring the case of professional football teams, *Business Systems Review*, Vol. 2, n. 2
- CIES (2019). Governance and Financial Landscape of top European Football Clubs, *CIES Sports Intelligence*
- Condon Z. (2018). A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy, *Emory Law Journal*, Vol. 68, n. 2
- Deloitte (2019). Annual Review of Football Finance 2019, Manchester, Deloitte Sports Business Group
- Deloitte (2020). Annual Review of Football Finance 2020, Manchester, Deloitte Sports Business Group
- Deloitte (2021). Annual Review of Football Finance 2021, Manchester, Deloitte Sports Business Group
- De Jong A., Kabir M.R. & Nguyen T.T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, n. 9
- Dima T. (2015). The Business Model of European Football Club Competitions, *Procedia Economics and Finance*, Vol. 23, pp. 1245-1252
- Dimitropoulos P. (2011). Corporate Governance and Earnings Management in the European Football Industry, *European Sport Management Quarterly*, Vol. 11, n. 5, pp. 495-523
- Dimitropoulos P. & Tsagkanos A. (2012). Financial Performance and corporate governance in the European football industry, *International Journal of Sport Finance*, Vol. 7, pp. 280-308
- Dimitropoulos P. (2014). Capital structure and corporate governance of soccer clubs: European evidence, *Management Research Review*, Vol. 37, n. 7, pp. 658-678
- Drobetz W., Schillhofer A. & Zimmermann H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany, *European Financial Management*, Vol. 10, n. 2, pp. 267-293

- Dyck A. & Zingales L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison, *The Journal of Finance*, Vol. 59, n. 2, pp. 537-600
- Enriques L. & Volpin P. (2007). Corporate Governance Reforms in Continental Europe, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, n. 1, pp. 117-140
- Ferri L., Macchioni R., Maffei M. & Zampella A. (2017). Financial Versus Sports Performance: The Missing Link, *International Journal of Business and Management*, Vol. 12, n. 3
- Franck E. (2010). Private Firm, public corporation or member's association – Governance structures in European Football, *International Journal of Sport Finance*, Vol. 5, pp. 108-127
- Franck E. (2014). Financial Fair Play in European Club Football – What is it all about?, University of Zurich, Department of Business Administration, UZH Business Working Paper No. 328
- Gammelsæter H. & Senaux B., *The Organisation and Governance of Top Football Across Europe: An Institutional Perspective*, Routledge, New York 2011
- Garcia-del-Barrio P. & Szymanski S. (2006). Goal! Profit maximization and win maximization in football leagues, *International Association of Sports Economists*, Working Paper No. 0621
- Gómez S., Marti C. & Opazo M. (2008). The Structural Characteristics of Sport Organizations: Differentiation within Elite Spanish Professional Football Clubs, *SSRN Electronic Journal*
- Hamil S., Holt M., Michie J., Oughton C. & Shailer L. (2004). The corporate governance of professional football clubs, *Corporate Governance*, Vol. 4, pp. 44-51
- Hamil S., Morrow S., Idle C., Rossi G. & Faccendini S. (2010). The governance and regulation of Italian football, *Soccer & Society*, Vol. 11, n. 4, pp. 373-413
- Hammerschmidt J., Durst S., Kraus S. & Puumalainen K. (2021). Professional football clubs and empirical evidence from the COVID-19 crisis: Time for sport entrepreneurship?, *Technological Forecasting & Social Change*, Vol. 165
- Harris M. & Raviv A. (1991). The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 46, n. 1, pp. 297-355
- Hart O., *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press, New York 1995

- Hassan D. & Hamil S. (2010). Models of football governance and management in international sport, *Soccer & Society*, Vol. 11, n. 4, pp. 343-353
- Howell J.W. (2017). The survival of the U.S. dual class share structure, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 44, pp. 440-450
- Jensen M. & Meckling W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n. 4, pp. 305-360
- Jensen M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, n. 2
- Katwala S. (2000). Democratising global sport, *London: Foreign Policy Centre*
- Kose J. & Senbet L. (1998). Corporate governance and board effectiveness, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, n. 4, pp. 371-403
- KPMG (2018). Football Clubs' Valuation: The European Elite 2018, *KPMG Sports Advisory Practice*
- KPMG (2020). Football Clubs' Valuation: The European Elite 2020, *KPMG Sports Advisory Practice*
- KPMG (2021). Football Clubs' Valuation: The European Elite 2021, *KPMG Sports Advisory Practice*
- Lago U., Simmons R. & Szymanski S. (2006). The Financial Crisis in European Football, *Journal of Sports Economics*, Vol. 7, n. 1, pp. 3-12
- Lindholm J. (2010). The Problem with Salary Caps Under European Union Law: The Case Against Financial Fair Play, *Texas Review of Entertainment and Sports Law*, Vol. 12.2, pp. 189-213
- Lombardi R., Manfredi S. & Nappo F. (2014). Third Party Ownership in the field of professional football: a critical perspective, *Business Systems Review*, Vol. 3
- Marchini P.L. & Lugli E. (2019). La Corporate Governance delle società di calcio professionistiche: un'analisi empirica nel contesto italiano dal 2012 al 2017, *Rassegna di diritto ed economia dello sport*, Vol. 1, pp. 13-38
- Miragaia D., Ferreira J., Carvalho A. & Ratten V. (2019). Interactions between financial efficiency and sports performance: Data for a sustainable entrepreneurial approach of European professional football clubs, *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, Vol. 8, n. 1, pp. 84-102

- Morrow S. (2013). Football club financial reporting: time for a new model?, *Sport, Business and Management*
- Morrow S., *Financial Fair Play – Implications for Football Club financial reporting*, ICAS, Edinburgh 2014
- Nordberg D. (2011). The Ethics of Shareholder Value: Duty, Rights and Football, *Corporate Law: Corporate Governance Law eJournal*
- Nurcan E., Erdogan M. & Erdogan E.O. (2016). Evaluation of Financial Performance of Football Clubs: An Application in the BIST, *International Journal of Business and Management Invention*, Vol. 5, n. 12, pp. 1-5
- Oughton C. & Michie J. (2005). The Corporate Governance of Professional Football Clubs in England, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, n. 4, pp. 517-531
- Peeters T. & Szymanski S. (2014). Financial fair play in European football, *Economic Policy*, Vol. 29
- Petit N. (2014). “Financial Fair Play” or “Oligopoleague” of Football Clubs?: A Preliminary Review Under European Union Competition, *SSRN Electronic Journal*
- Pittz T., Bendickson J.S., Cowden B.J. & Davis P.E. (2020). Sport business models: a stakeholder optimization approach, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 28, n. 1, pp. 134-147
- Plumley D., Wilson R. & Ramchandani G.M. (2014). Toward a model for measuring holistic performance of professional Football clubs, *Soccer & Society*, Vol. 18, n. 1, pp. 16-29
- Plumley D., Ramchandani G.M. & Wilson R. (2019). The unintended consequence of Financial Fair Play: An examination of competitive balance across five European football leagues, *Sport, Business and Management*, Vol. 9, n. 2, pp. 118-133
- Porta R.L., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. & Vishny R. (1999). Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, n. 6, pp. 1113-1155
- Porter C., *Supporter Ownership in English Football: Class, Culture and Politics*, Palgrave Macmillan, Cham, Switzerland 2019
- Reuters (2019). Understanding ownership of leading European football clubs, *Thomson Reuters*

- Rohde M. & Breuer C. (2016). Europe's Elite Football: Financial Growth, Sporting Success, Transfer Investment and Private Majority Investors, *International Journal of Financial Studies*, Vol. 12
- Rohde M. & Breuer C. (2017). The market for football club investors: a review of theory and empirical evidence from professional European football, *European Sport Management Quarterly*, Vol. 17, n. 3, pp. 265-289
- Rossi M., Thrassou A. & Vrontis D. (2013). Football performance and strategic choices in Italy and beyond, *International Journal of Organizational Analysis*, Vol. 21, n. 4, pp. 546-564
- Ruta D., Lorenzon L. & Sironi E. (2019). The relationship between governance structure and football club performance in Italy and England, *Sport, Business and Management*, Vol. 10, n. 1, pp. 17-37
- Sánchez L.C., Barajas Á. & Sanchez-Fernandez P. (2020). Profits may lead teams to lose matches, but scoring goals does not lead to profit, *European Research on Management and Business Economics*, Vol. 26, n. 1, pp. 26-32
- Sánchez L.C., Barajas Á. & Sanchez-Fernandez P. (2021). Fans in the ownership of Big Five leagues: lessons for better football governance, *Soccer & Society*, Vol. 22, n. 4, pp. 355-371
- Scafarto V. & Dimitropoulos P. (2018). Human capital and financial performance in professional football: the role of governance mechanisms, *Corporate Governance*, Vol. 18, n. 2, pp. 289-316
- Scelles N., Szymanski S. & Dermitt-Richard N. (2016). Insolvency in French Soccer, *Munich Personal RePEc Archive*, Paper No. 71219
- Senaux B. (2008). A stakeholder approach to football club governance, *International Journal of Sports Management and Marketing*, Vol. 4
- Shleifer A. & Vishny R. (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, n. 2, pp. 737-783
- Stock J.H., Watson M.W., *Introduzione all'econometria*, Pearson, Milano 2005
- Storm R.K. (2012). The need for regulating professional soccer in Europe: A soft budget constraint approach argument, *Sport, Business and Management*, Vol. 2, n. 1, pp. 21-38

- Szymanski S. & Ross S.F. (2007). Governance and Vertical Integration in Team Sports, *Contemporary Economic Policy*, Vol. 25, n. 4, pp. 616-626
- Szymanski S., *Money and Soccer: A Soccernomics Guide*, Nation Books, New York 2015
- Szymanski S. (2017). Entry into exit: Insolvency in English Professional Football, *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 64, n. 4
- Szymanski S. & Weimar D. (2019). Insolvencies in Professional Football: A German Sonderweg?, *International Journal of Sport Finance*, Vol. 14, n. 1
- Tiscini R. & Dello Strologo A. (2016). What drives the value of football clubs: an approach based on private and socio-emotional benefits, *Corporate Ownership & Control*, Vol. 14, n. 1, pp. 673-683
- UEFA (2021). The European Club Footballing Landscape: Club licensing benchmarking report, Financial Year 2021
- Vöpel H. (2011). Do we really need Financial Fair Play in European club football? An Economic Analysis, *CESifo DICE Report*
- Zingales L. (1998). Corporate Governance, *New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, London
- Zülch H. & Palme M. (2017). Management Quality of German Football Clubs: The Football Management (FoMA) Q-Score 2017, *SSRN Electronic Journal*