

**REDDITO E CAPITALE NELLE SOCIETÀ DI CALCIO
: LA MASSIMA SERIE ITALIANA 1998–2007**

di *Mario Nicolliello**

SOMMARIO: Introduzione – 1. L’analisi del Conto Economico delle società di calcio – 1.1 I ricavi – 1.2 I costi – 1.3 Il reddito operativo e il reddito netto – 2. L’analisi dello Stato Patrimoniale – 2.1 Il capitale investito – 2.2 La struttura finanziaria – Considerazioni conclusive – Bibliografia

CLASSIFICAZIONE JEL: L83, M31

Introduzione

Dall’inizio degli anni Novanta del secolo XX, l’attività calcistica europea ha mutato la propria fisionomia. Se in precedenza essa era considerata semplice divertimento sportivo e, in quanto tale, era analizzata solo sul piano squisitamente agonistico, quasi disinteressandosi del contorno economico, da una decina di anni le Università e i centri studi hanno invece iniziato a investigarla nella sua natura di settore economico. La presenza di numerose informazioni sul comparto ha reso perciò possibile valutare la dimensione economico-finanziaria del fenomeno calcistico.¹

* Dottorando di ricerca in Economia aziendale, Università degli studi di Brescia. E-mail: nicoliel@eco.unibs.it.

¹ Per un approfondimento sulla natura economica del settore calcistico si rimanda a R. CARUSO, *Il calcio tra mercato, relazione e coercizione*, in *Riv. Diritto e Economia dello sport*, n. 1, 2008, 71-88. L’autore ricorda tra l’altro le due impostazioni presenti in letteratura circa la definizione economica del settore: la prima considera il calcio un sub-settore dell’industria dello spettacolo (calcio come bene di mercato); la seconda lo interpreta come bene pubblico, in grado di rivestire un ruolo sociale positivo. Nel saggio Caruso evidenzia la natura “multipla” del calcio – il quale presenta caratteristiche di bene sia di mercato sia relazionale –, la concettualizza riferendosi alla teoria triangolare delle relazioni sociali, giungendo a definire il calcio come “*un bene congiunto indivisibile, prodotto e consumato simultaneamente da una pluralità di agenti che presenta nel contempo le caratteristiche di un bene di mercato, le caratteristiche di un bene relazionale e*

La nuova era del cosiddetto *calcio-business* è cominciata ad inizio degli anni Novanta nel Paese che per primo è stato investito dalla rivoluzione televisiva: l'Inghilterra. Da allora i miliardi di euro provenienti dallo sfruttamento dei diritti televisivi hanno sommerso le società professionistiche. Questo flusso ininterrotto di liquidità investita nel settore calcistico ha causato una metamorfosi nelle modalità di conduzione gestionale delle società di calcio, le quali hanno dovuto abbinare alla gestione sportiva anche la finanziaria e commerciale.

Se in precedenza l'unica cosa importante per i *club* erano i risultati sul campo, ora diventano importanti anche quelli economici, patrimoniali e finanziari. Ciò vale soprattutto per le società che hanno deciso di quotare i propri titoli sui mercati regolamentati. Appare quindi chiaro come il calcio possa essere analizzato alla stregua di qualsiasi altro settore dell'economia e con gli strumenti propri dell'analisi economica, statistica e finanziaria.

Il presente lavoro muove dalla volontà di delineare l'attuale situazione del settore calcistico in Italia al fine di poterne analizzare le peculiarità e le criticità. A tal fine sarà condotta un'analisi economico-finanziaria delle Società per Azioni calcistiche italiane basata sugli ultimi dati di bilancio disponibili.² L'indagine verterà dapprima sull'analisi delle classi di valore del Conto economico, soffermandosi in particolare sulla composizione del fatturato e sui costi per il personale. In tale ambito si cercherà di capire se sussistono differenze tra grandi e piccole società e tra il campionato italiano e i principali campionati europei. Successivamente sarà esaminato lo Stato patrimoniale dei *club* calcistici, evidenziando soprattutto la composizione del capitale investito e la struttura finanziaria delle società. Obiettivo ultimo del lavoro sarà comprendere se i club italiani abbiano intrapreso o meno la strada della diversificazione dell'attività, abbinando al *business* sportivo anche il commerciale e spostando la propria attenzione dal settore calcistico in senso stretto all'industria dell'*entertainment* in generale.

componenti di coercizione, Tutte le componenti presentano intensità variabili, ma la componente relazionale non può essere mai nulla“.

Al riguardo per un'analisi degli obiettivi delle organizzazioni calcistiche si confrontino: P.J. SLOANE, *The economics of professional football: The football Club as a Utility Maximizer*, *Scot.J.Of Pol.Econ.*, vol.18, n. 2, 1971, 121-146; R.FORT, J.QUIRK, *Owner Objectives and Competitive Balance*, *J. Of Sport Econ.*, vol.5, n. 1, 2004, 20-32; A. ZIMBALIST, *Sport as business*, *Oxf.Rev. of Econ. Pol.*, vol. 19, n. 4, 2003, 503-511. Per approfondimenti sulla teoria triangolare delle relazioni sociali si consulti K. BOULDING, *Ecodynamics*, Sage, Londra, 1978.

² Per un'analisi approfondita dei bilanci delle società di calcio da punto di vista teorico si rimanda G. RUSCONI, *Il bilancio d'esercizio nell'economia delle società di calcio*, Cacucci, Bari, 1990; F. MANNI, *Le società calcistiche. Problemi economici, finanziari e di bilancio*, Giappichelli, Torino, 1991; C. TEODORI, *L'economia ed il bilancio delle società sportive. Il caso delle società di calcio*, Giappichelli, Torino, 1995; G.BASILE-M.BRUNELLI-G.CAZZULLO, *Le società di calcio professionistiche*, Buffetti, Roma, 1997; G. DE VITA, *Il bilancio di esercizio nelle società di calcio professionistiche*, Lega Calcio serie C, Firenze, 1998; A. Tanzi, *Le società calcistiche. Implicazioni economiche di un gioco*, Giappichelli, Torino, 1999; L. A. BIANCHI-D. CORRADO, *I bilanci delle società di calcio. Le ragioni di una crisi*, Egea, Milano, 2004; F. RUBINO, *Un approccio manageriale alla gestione delle società di calcio*, Franco Angeli, Milano, 2004; F. MELIDONI-G. M. COMMITTERI, *Il bilancio delle società di calcio*, Ipsosa, Milano, 2004; M. VALERI, *Standard*

1. L'analisi del Conto economico delle società di calcio

1.1 I Ricavi

Il giro d'affari complessivo dei venti *club* partecipanti al campionato di Serie A nel 2005/06 è stato di un miliardo e 400 milioni di euro (*Tabella 1*).

Osservando i dati emerge una distribuzione eterogenea dei ricavi tra grandi e piccole squadre. Il 60% del fatturato totale è stato infatti prodotto soltanto da quattro società – che risultano essere poi anche quelle vincitrici dei trofei sportivi (campionati e coppe) – mentre il restante 80% delle squadre si deve accontentare soltanto del 40% dei proventi complessivi. Calcolando sulla distribuzione dei ricavi l'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI)³ emerge un risultato pari a 1.065. Dato

TABELLA 1 – VALORE DELLA PRODUZIONE DELLE SOCIETÀ DI SERIE A 2005/06

(BILANCIO AL 30/06/06. DATI IN MILIONI DI EURO)

	Valore produzione	Note
Juventus	252,7	
Milan	248,3	31/12/2006
Inter	210,5	consolidato
Roma	128,7	
Lazio	77,7	
Fiorentina	60,0	31/12/2006
Palermo	54,1	
Udinese	46,9	
Sampdoria	38,1	31/12/2006
Messina	30,7	30/06/2005
Parma	29,9	
Lecce	29,7	
Chievo	29,5	
Siena	28,2	31/12/2006
Cagliari	27,1	
Reggina	26,4	30/06/2005
Livorno	23,4	
Empoli	21,5	
Ascoli	21,4	
Treviso	20,8	
Totale	1405,4	

Fonte: Il Sole 24 Ore, 24/06/07

Ias/Ifrs e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio, Giappichelli, Torino, 2008.

³ L'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI) è impiegato per misurare il grado di concorrenza presente

quest'ultimo che se paragonato con il medesimo indice di altri settori industriali italiani denota un basso tasso di concentrazione della Serie A, mentre se lo si pone in relazione con l'HHI degli altri campionati europei il giudizio muta.

In particolare, nel 2006 l'HHI del settore delle telecomunicazioni in Italia è stato pari a 5.032, mentre nel settore elettrico si è attestato a 1.643;⁴ entrambi superiori all'HHI della Serie A. Sempre nel 2006 l'HHI della Premier League inglese è stato pari a 635, quello della massima lega brasiliana è risultato pari a 719;⁵ ambedue inferiori rispetto al dato del campionato italiano, il quale in ultima analisi presenta un grado di concentrazione moderato rispetto ad altri settori industriali italiani, ed elevato rispetto ad altre leghe calcistiche europee o mondiali.

I maggiori ricavi da parte dei grandi *club* si spiegano osservando il numero dei loro tifosi, che non sono circoscritti nella città o nella provincia di appartenenza della squadra, ma sono localizzati in tutto il territorio nazionale. Le *pay-tv* sono perciò propense a corrispondere importi elevati pur di accaparrarsi il diritto a trasmettere i *match* casalinghi di questi *club*, puntando sulla possibilità di ottenere un elevato ritorno economico con la vendita delle partite sia in abbonamento annuale o mensile sia in *pay-per-view*. Le piccole società invece, avendo pochi tifosi (per lo più concentrati nella regione o soltanto addirittura nella provincia di appartenenza della squadra) non risultano appetibili per i *network* satellitari, i quali offrono per l'acquisto dei diritti cifre irrisorie se paragonate a quelle dei grandi *club*.

Analogo discorso può essere svolto per i ricavi derivanti dagli *sponsor* e dalla vendita dei *gadgets*. I grandi *club* competono sui grandi palcoscenici internazionali e quindi le aziende fanno a gara per poter inserire il loro marchio sull'abbigliamento ufficiale della squadra; i piccoli invece devono accontentarsi di *sponsor* a livello locale che sperano di ottenere introiti nella specifica realtà geografica di riferimento.

Affiora perciò una spaccatura netta tra grandi e piccoli *club*, la quale si ripercuote sia a livello gestionale che strategico, originando due realtà aziendali completamente diverse. I grandi *club* infatti, scommettendo sull'aumento dei ricavi provenienti dall'espansione della televisione a pagamento, dai contratti di sponsorizzazione e dal *merchandising*, hanno investito per rafforzare

in un determinato mercato. L'indice è dato dalla somma dei quadrati delle quote di mercato (esprese in percentuale) da ciascun *player*

$$HHI = \sum_{i=1}^n (q_i * 100)^2 \quad \text{dove } q \text{ è la quota di mercato del } \textit{player} \textit{ } i\text{-esimo.}$$

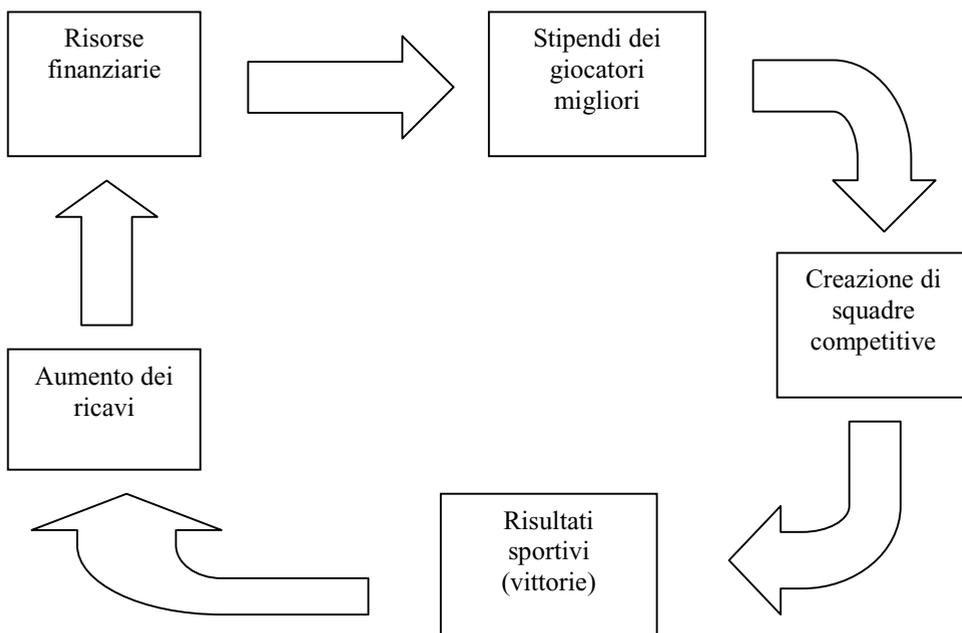
Il valore di HHI è sempre positivo e al massimo pari a 10.000, nel caso vi sia un solo attore nel mercato. Un valore di HHI compreso tra 1.000 e 1.800 indica che il mercato è moderatamente concentrato; un valore superiore a 1.800 si registra in mercati concentrati.

⁴ L'indice di Herfindahl-Hirschman del mercato elettrico è tratto dalla relazione annuale 2007 dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas (pubblicata sul sito internet www.autorità.energia.it); l'indice del settore delle telecomunicazioni è invece tratto dalla relazione annuale dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato (disponibile sul sito www.agcm.it).

⁵ I due indici sono stati calcolati su dati tratti dal sito www.fotballeconomy.com.

massicciamente la squadra, nel tentativo di mettere in moto un circolo virtuoso (schematizzato sinteticamente nella *Figura 1*) tra risultati sportivi e risultati economici.⁶

FIGURA 1 – CIRCOLO VIRTUOSO TRA RISULTATI SPORTIVI ED ECONOMICI
(GRANDI CLUB)



Fonte: nostro adattamento da U.LAGO-A.BARONCELLI-S.SZYMANSKI, *Il business del calcio*, cit.,179.

Il ciclo ha inizio con l'aumento dei ricavi, che garantendo alle società notevoli risorse finanziarie permette alle stesse di poter corrispondere elevati stipendi ai propri calciatori. Ciò consente di attrarre i giocatori più forti dal punto di vista tecnico, così da comporre rose molto competitive. La formazione di squadre superiori rispetto alla concorrenza sul piano dello spessore tecnico-tattico conduce, almeno teoricamente, i *team* in oggetto al successo sportivo che in termini diretti consente di raccogliere ulteriori risorse finanziarie necessarie per iniziare nuovamente il ciclo appena descritto.

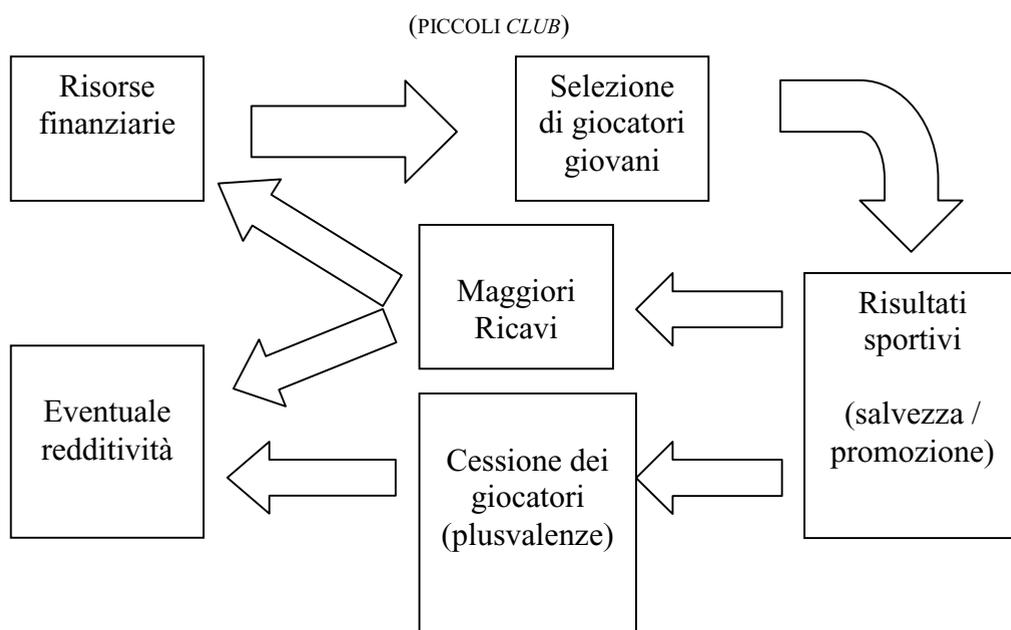
Naturalmente innescare questo circolo virtuoso può rivelarsi arduo e potenzialmente pericoloso. Innanzitutto, per attivarlo occorrono ingenti risorse

⁶ L'analisi del circolo virtuoso è tratta da U.LAGO-A.BARONCELLI-S.SZYMANSKI, *Il business del calcio: successi sportivi e rovesci finanziari*, Egea, Milano 2004, 178 e seguenti.

finanziarie, poi non necessariamente la creazione di squadre competitive conduce alla vittoria, infine i risultati sportivi si trasformano in ricavi nella misura in cui il *club* disponga di un vasto pubblico potenziale e sia in grado di sfruttare tutte le opportunità commerciali disponibili.

I piccoli *club* presentano invece obiettivi gestionali completamente diversi rispetto alle squadre maggiori. Se per i grandi *club* i risultati sportivi sono esprimibili in termini di vittorie in campionato o nelle coppe (nazionali ed internazionali), per le provinciali essi sono esprimibili in termini di permanenza in serie A oppure di promozione dalla serie B alla A. Nonostante ciò, anche per questi *club* si può identificare un circolo virtuoso (si confronti la *Figura 2*).⁷

FIGURA 2 – CIRCOLO VIRTUOSO TRA RISULTATI SPORTIVI ED ECONOMICI



Fonte: nostro adattamento da U.LAGO-A.BARONCELLI-S.SZYMANSKI, *Il business del calcio*, cit.,181.

Il circolo virtuoso per una piccola società di calcio comincia con la selezione di giovani giocatori di talento cresciuti nel proprio vivaio, oppure acquistati nelle serie minori di tutto il mondo a prezzi contenuti. Il secondo passo consiste nell'assemblare agli ordini di un allenatore esperto un buon collettivo che faccia emergere il talento dei giovani; se tutto ciò viene realizzato in maniera corretta, si

⁷ Ivi, 181.

raggiungono gli obiettivi prefissati in termini di salvezza oppure di promozione. Il raggiungimento di tali risultati consente ai *club* di ottenere maggiori ricavi (da *sponsor*, televisione e botteghino) nonché plusvalenze derivanti dalla cessione dei giocatori più talentuosi.

Ad evidenza con l'entrata in vigore dal settembre 2005 del nuovo regolamento Fifa sullo status e i trasferimenti internazionali dei calciatori, il circolo virtuoso dei piccoli *club* testé descritto potrebbe non essere più facilmente realizzato. Molti giovani giocatori hanno infatti cominciato ad abbandonare le società in cui si sono formati per andare a militare in squadre estere,⁸ facendo perciò venir meno ai piccoli *club* la prima fase del circolo, ossia la selezione di giovani talenti cresciuti nel proprio vivaio. Se questi ultimi vengono infatti attratti dalle società estere il piccolo *club* non sarà più in grado di valorizzarli al proprio interno e successivamente incassare lauti proventi dalla loro cessione. Questo aspetto non è affatto marginale, in quanto rischia di minare profondamente l'equilibrio economico delle società. Nei mesi scorsi si sono già alzate voci di protesta da parte di presidenti di squadre provinciali che hanno lamentato il "saccheggio" dei propri vivai da parte di *club* stranieri;⁹ sul punto è intervenuta perciò anche la Federcalcio chiedendo alla Fifa e all'Uefa la salvaguardia dei vivai e delle scuole tecniche nazionali.¹⁰

Comunque, osservando le due tipologie di circolo virtuoso emerge come le grandi squadre e le piccole provinciali – essendo portatrici di obiettivi sia sportivi sia economico-finanziari differenti – nella realtà è come se fossero iscritte a due campionati diversi. Non a caso, confrontando l'albo d'oro degli ultimi 20 campionati

⁸ Il primo punto dell'art 18 del Regolamento stabilisce che: «*i trasferimenti internazionali sono ammessi solo se il calciatore abbia più di 18 anni*». Il secondo punto dell'articolo presenta poi tre eccezioni alla regola generale: (a) i genitori del calciatore si trasferiscono nel paese della nuova società; (b) il trasferimento avviene all'interno dell'U.E. e il calciatore ha un'età compresa tra 16 e 18 anni, a patto che il nuovo club fornisca al calciatore un'adeguata educazione calcistica, scolastica e una formazione permanente, e assicuri che il calciatore sia seguito nella migliore maniera possibile (ospitato in famiglia o in strutture societarie, guidato da un tutor); (c) il calciatore vive in una località di frontiera e la nuova società ha sede a meno di 50 km dal confine.

Per la consultazione integrale del testo in italiano del Regolamento Fifa si rimanda al sito www.rdes.it.

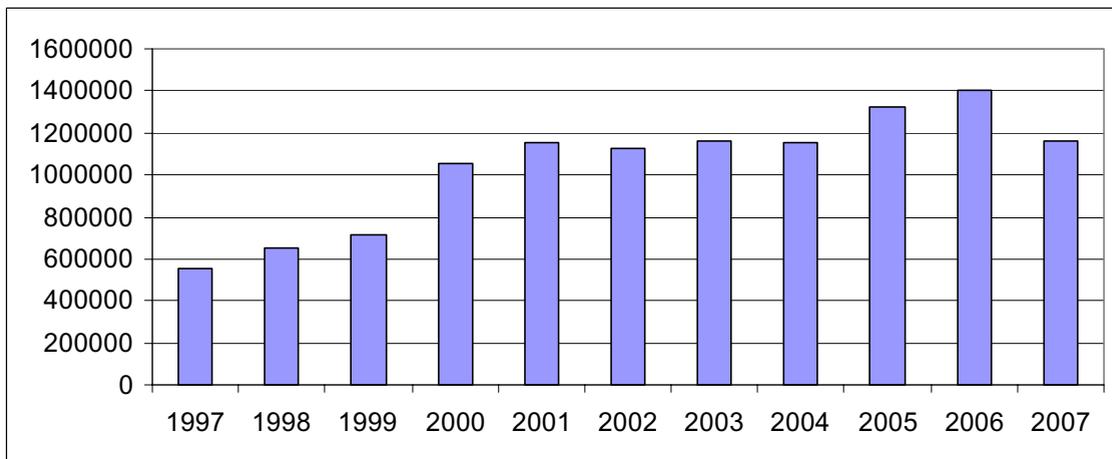
⁹ Si vedano: Foti: *Chelsea saccheggia il vivaio, preso 16enne*, pubblicato su www.ansa.it, il 19/02/08; R. STRACCA, *Anche il City si porta via i nostri talenti*, in *Corriere della Sera*, 29/06/08.

¹⁰ Cfr. P. ROSSI, *Basta saccheggiare i vivai. La Federcalcio scrive a Blatter*, in *la Repubblica*, 20/02/08. Sul punto si ricorda come l'art. 33 delle Norme organizzative interne della Federcalcio disponga che i calciatori dal 14° anno di età assumono la qualifica di "giovani di serie" nell'ipotesi in cui siano tesserati per una società associata ad una delle Leghe Professionistiche; questa modalità di tesseramento cessa automaticamente nel momento in cui l'atleta sottoscrive un contratto di lavoro sportivo, circostanza che può verificarsi a partire dai 16 anni. L'unica possibilità per i *club* al fine di tutelarsi parrebbe quindi quella di far firmare ai calciatori più promettenti, già all'età di 16 anni, il primo contratto da professionista.

Occorre inoltre sottolineare come la necessità di allevare giovani calciatori di buon livello in seno al *club* si faccia sempre più esigente, poiché l'Uefa ha previsto l'obbligo di schierare, a partire dal 2008/2009, almeno 4 atleti cresciuti nelle giovanili della società e 4 nell'ambito della Federazione di appartenenza. Cfr. F. BOCCA, *L'Europa chiede ai club: in campo giovani e vivai*, in *la Repubblica*, 02/01/08.

italiani, si evince come soltanto in quattro casi il vincitore non sia stato un *club* compreso nella schiera dei magnifici quattro (Milan, Inter, Juventus e Roma): Napoli e Sampdoria trionfatori a cavallo tra anni '80 e anni '90 e Lazio vincitore nel 2000.¹¹

FIGURA 3 – I RICAVI TOTALI DELLE SOCIETÀ DI SERIE A DAL 1996-97 AL 2006-07
(DATI IN MIGLIAIA DI EURO)



Fonte: nostra elaborazione su dati Lega calcio, Il Sole 24 Ore e Deloitte & Touche.

A partire dalla metà degli anni Novanta i ricavi del calcio hanno subito un'accelerazione straordinaria (*Figura 3*); il dato complessivo del valore della produzione delle società partecipanti al campionato di serie A è infatti aumentato dal 1996/97 al 2006/07 del 111% passando da 551 milioni di euro (1997) fino a 1.163 milioni di euro (2007).¹²

L'incremento di fatturato ha interessato non solo il contesto italiano, ma l'intera attività calcistica europea. Limitando l'analisi alle principali cinque leghe si osserva che l'incremento percentuale registrato dall'Italia è il minimo del gruppo. In Inghilterra il fatturato complessivo è cresciuto negli ultimi 10 anni del 230% (da

¹¹ Per approfondimenti sul concetto di equilibrio della competizione nel settore calcistico si rimanda a L. GROOT, *De-commercializzare il calcio europeo e salvaguardarne l'equilibrio competitivo: una proposta welfarista*, in *Riv. Dir. Ec. sport*, n. 2, 2005, 63-91; F. HALICIOGLU, *The impact of football point systems on the competitive balance: evidence from some european football leagues*, in *Riv. Dir. Ec. sport*, n. 2, 2006, 67-76; N. GIOCOLI, *L'antitrust in campo*, su www.lavoce.info, febbraio 2006.

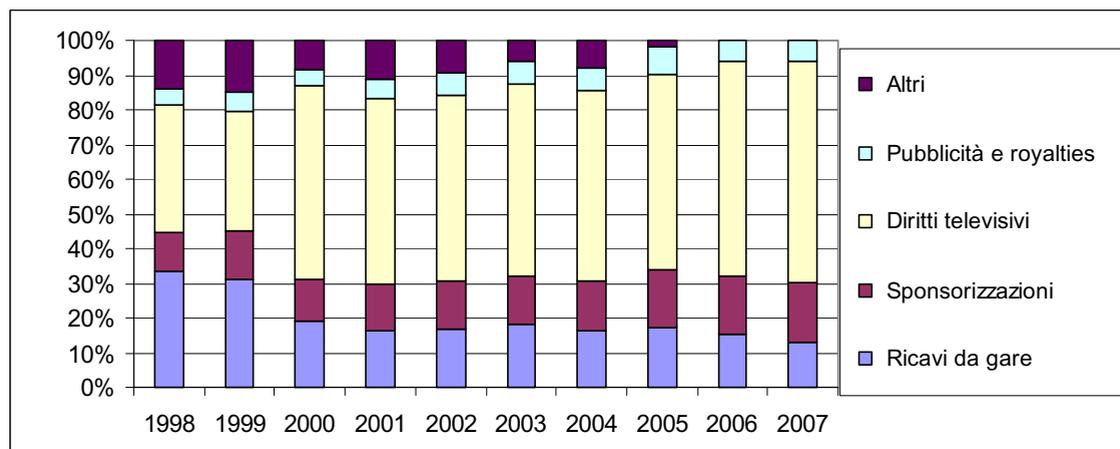
¹² In realtà nell'ultima stagione analizzata il fatturato complessivo della Serie A è diminuito del 17% a causa della retrocessione in serie B della Juventus, la società che come si è visto aveva registrato il maggior fatturato nel 2006.

689 milioni a 2.273 milioni di euro), in Germania del 211% (da 444 milioni a 1.379 milioni di euro), in Spagna del 153% (da 524 milioni a 1.326 milioni di euro) e in Francia del 232% (da 293 a 972 milioni di euro). In particolare, nel 2006/07 la massima serie calcistica europea col giro d'affari più elevato è stata la *Premier League* inglese, ove i venti *club* hanno assommato un fatturato complessivo di 2 miliardi e 273 milioni di euro. Seguono poi la *Bundesliga* tedesca (1.379 milioni di euro), la *Liga* spagnola (1.326 Euro/mil.), la Serie A italiana (1.326 Euro/mil.) e la *Ligue 1* francese (972 Euro/mil.). Nel complesso il fatturato totale del calcio europeo nel 2006/07 è stato di 13,6 miliardi di euro, il 52% del quale generato dalle cinque leghe principali.¹³

La crescita del fatturato delle società italiane è stata dovuta soprattutto alla vendita dei diritti televisivi, i quali hanno più che compensato la contemporanea riduzione del numero di spettatori presenti allo stadio. Se nel 1998 il valore della produzione della Serie A era composto per il 37% dai diritti televisivi, e per il 34% dai ricavi da gare, nel 2007 l'incidenza dei diritti televisivi ha infatti raggiunto il 63%, mentre i ricavi derivanti dal botteghino si attestano soltanto al 13% (*Figura 4*).

È questa una peculiarità del contesto italiano rispetto a quanto accade nelle altre leghe europee, dove l'incidenza del valore dei diritti televisivi sul fatturato è minore (*Tabella 2*). Nel nostro Paese il 63% del fatturato è da attribuire ai ricavi provenienti dalla cessione dei diritti televisivi, il 24% dai ricavi commerciali (sponsor

FIGURA 4 – COMPOSIZIONE PERCENTUALE DEL VALORE DELLA PRODUZIONE DEI CLUB DI SERIE A DAL 1998 AL 2007



Fonte: nostra elaborazione su dati Lega Calcio, Il Sole 24 Ore e Deloitte & Touche.

¹³ Per ulteriori dati quantitativi sulle principali leghe calcistiche europee si consulti DELOITTE & TOUCHE, *Annual Review of Football Finance*, Manchester, Giugno 2008.

e merchandising) e soltanto il 13% deriva dalla vendita dei biglietti al botteghino e dagli abbonamenti.

A eccezione della Francia – che presenta una situazione simile a quella italiana – negli altri campionati vi è un maggiore equilibrio nella ripartizione dei ricavi. In Inghilterra i diritti televisivi pesano per il 39%, lo stadio per il 35% e i ricavi commerciali per il 26%; in Spagna il 42% dei ricavi proviene dai diritti televisivi, il 32% dai proventi commerciali e il 26% dal botteghino. In Germania invece la classe di valori che incide maggiormente sul fatturato sono i ricavi commerciali (43%), seguiti dai diritti televisivi (35%) e dal botteghino (22%).

TABELLA 2 – *COMPOSIZIONE FATTURATO NELLE PRINCIPALI LEGHE EUROPEE 2006/07*

(DATI IN MILIONI DI EURO E IN PERCENTUALE)

	Ricavi da gare	Ricavi commerciali	Diritti televisivi	Totale
Inghilterra	802 (35%)	591 (26%)	880 (39%)	2273 (100%)
Germania	310 (22%)	589 (43%)	480 (35%)	1379 (100%)
Spagna	344 (26%)	425 (32%)	557 (42%)	1326 (100%)
Italia	156 (13%)	275 (24%)	732 (63%)	1163 100%
Francia	139 (14%)	268 (28%)	565 (58%)	972 (100%)
Totale	1751 (25%)	2148 (30%)	3214 (45%)	7113 (100%)

Fonte: Deloitte, *Annual Review of Football Finance*, Giugno 2008.

La riduzione così netta in Italia dell'incidenza sul fatturato dei ricavi provenienti dal botteghino è dipesa dalla riduzione del numero di spettatori. Tale riduzione è stata causata probabilmente da tre ordini di ragioni: i) l'ascesa preponderante dei *network* televisivi a pagamento che offrono la diretta di tutte le partite, cosicché il tifoso può guardare la sua squadra del cuore stando comodamente seduto in poltrona; ii) le pessime condizioni in cui versano gli stadi italiani, che dai primi anni Novanta non sono stati più ammodernati diventando così impianti obsoleti rispetto allo standard medio europeo; iii) il fenomeno della violenza tra i tifosi, che causa settimanalmente incidenti o all'interno degli impianti oppure nel percorso di avvicinamento allo stadio.¹⁴

¹⁴ Per approfondimenti sul tema si rimanda a M. DI DOMIZIO, *La domanda di calcio in Italia:*

TABELLA 3 – PRINCIPALI CLUB EUROPEI PER FATTURATO. STAGIONE 2006/07

(DATI IN MILIONI DI EURO)

Pos.	Club	Nazione	proventi da gare	diritti TV	ricavi commerciali	Totale Ricavi
1	Real Madrid	Spagna	82	133	136	351
2	Manchester United	Inghilterra	139	90	86	315
3	FC Barcelona	Spagna	89	107	94	290
4	Chelsea	Inghilterra	111	88	84	283
5	Arsenal	Inghilterra	135	65	64	264
6	AC Milan	Italia	29	154	46	227
7	Bayern Munich	Germania	55	61	107	223
8	Liverpool	Inghilterra	57	78	64	199
9	Internazionale	Italia	30	128	37	195
10	AS Roma	Italia	24	105	29	158
11	Tottenham Hotspur	Inghilterra	46	50	57	153
12	Juventus	Italia	7	93	45	145
13	Olympique Lyonnais	Francia	22	70	49	141
14	Newcastle United	Inghilterra	50	38	41	129
15	Hamburg SV	Germania	44	36	40	120
16	Schalke 04	Germania	27	34	53	114
17	Celtic	Scozia	51	35	26	112
18	Valencia	Spagna	25	56	27	108
19	Olympique de Marseille	Francia	19	46	34	99
20	Werder Bremen	Germania	22	51	24	97
Totale						3724

Fonte: Deloitte, *Football Money League*, Febbraio 2008

Passando all'analisi dei singoli *club*, la *Tabella 3* riporta la graduatoria delle venti principali società europee in base al fatturato nella stagione 2006/07. In vetta alla classifica c'è il Real Madrid con ricavi complessivi pari a 351 milioni di euro; alle sue spalle si posizionano il Manchester United (315 milioni) e il Barcellona

Serie A 1962-2006, in *Riv. Dir. Ec. Sport*, n. 1, 2007, 71-90. In particolare la ricerca condotta dall'autore evidenzia come le componenti di lungo periodo che hanno determinato la riduzione del numero degli spettatori negli stadi siano state gli episodi di violenza negli stadi e la ridotta credibilità del «fenomeno». L'impatto dei prezzi sulla domanda non ha invece una significatività statistica elevata. L'autore osserva poi come mentre i paganti abbiano mostrato un'alta sensibilità rispetto ai fenomeni di violenza e ridotta credibilità del movimento calcistico, gli abbonati non sembrano averne risentito. La ricerca smentisce infine il luogo comune che la crisi di spettatori possa essere associata alla prevedibilità del risultato.

(290 milioni). Le quattro squadre italiane si classificano al sesto (Milan), nono (Inter), decimo (Roma) e dodicesimo posto (Juventus). Nel complesso sono presenti nella graduatoria sei *club* inglesi, quattro a testa per Italia e Germania, tre spagnoli, due francesi e uno scozzese. Analizzando la ripartizione di fatturato delle singole società emerge quanto già sottolineato in precedenza: nei ricavi dei *club* italiani la cessione dei diritti televisivi assume un peso molto più rilevante rispetto a quanto accade nelle squadre estere.

Il fatturato del Real Madrid si compone infatti per il 39% di proventi commerciali, per il 38% di ricavi derivanti dalla cessione dei diritti televisivi e per il 23% dei proventi da gare. La squadra spagnola costituisce un ottimo esempio di *club* che ha sviluppato oltre all'attività sportiva anche quella commerciale, basata principalmente sulle sponsorizzazioni e sul merchandising. Un'area, quest'ultima, che non è sfruttata dalle squadre italiane, le quali basano le loro entrate essenzialmente sui diritti televisivi (che rappresentano il 68% del totale dei ricavi del Milan, il 66% del valore della produzione dell'Inter, il 67% del fatturato totale della Roma e il 64% di quello della Juventus). Il Manchester produce il 44% del proprio giro d'affari con i proventi derivanti dalla vendita di biglietti e abbonamenti, il 29% del fatturato deriva dai diritti televisivi e il 27% dalle attività commerciali. Il *club* inglese ha quindi realizzato un modello gestionale interamente basato sullo stadio di proprietà. Fattispecie che in Italia sembra lungi dall'essere realizzata, basti pensare che nessuno dei *club* della Serie A è proprietario dell'impianto in cui disputa le gare casalinghe di campionato e coppa. Assenza, questa, che priva le società italiane di una leva gestionale di grande rilievo in quanto la proprietà dello stadio può garantire: i) solidità finanziaria, in quanto rappresentando un asset materiale evita la pericolosa dipendenza dei bilanci dai diritti televisivi; ii) maggior sicurezza degli impianti, che vengono direttamente gestiti dalla società di calcio; iii) fidelizzazione del pubblico e sfruttamento del marchio societario.

1.2 I costi

La principale classe di costo di una società calcistica è rappresentata dalle retribuzioni corrisposte ai giocatori e ai tecnici, la cui incidenza sul valore della produzione nella Serie A 2006/07 risulta in media pari al 57% (*Tabella 4*).

A differenza di quanto visto per i ricavi, osservando l'incidenza delle retribuzioni sul totale dei ricavi non emerge una spaccatura netta tra grandi e piccole squadre. Ci sono infatti *club* di minori dimensione come Siena, Cagliari e Sampdoria che registrano valori percentuali superiori a quelli delle grandi squadre. Limitando invece l'analisi soltanto al dato assoluto, le differenze tra grandi squadre e squadre provinciali sono notevoli: le prime quattro squadre (Inter, Milan, Juventus e Roma) assommano il 60% dell'ammontare complessivo della spesa annua della serie A (473 milioni di euro su un costo complessivo di 797 milioni).

La *Tabella 5* indica invece l'andamento del rapporto tra costo del lavoro e valore della produzione in Italia dal 1997 al 2007. Come si può osservare il dato

risulta crescente fino al 2002, anno in cui l'incidenza percentuale raggiunge addirittura il 90%, e poi in calo dal 2003 al 2006, quando il peso percentuale del costo del personale sul valore della produzione è pari al 56,9%, per poi crescere nuovamente nel 2007 e attestarsi al 62,1%. Osservando invece solamente il dato relativo alle retribuzioni si evidenzia come esse siano costantemente in calo di anno dal 2000 in poi.

TABELLA 4 – INCIDENZA DEL COSTO DEL PERSONALE SUL VALORE DELLA PRODUZIONE. SERIE A 2005/06

	Valore produzione (A)	Costo del personale (B)	(B/A)
Siena	28,2	21,9	78%
Cagliari	27,1	20,1	74%
Sampdoria	38,1	28,3	74%
Parma	29,9	21,8	73%
Treviso	20,8	14,6	70%
Fiorentina	60,0	40,8	68%
Inter	210,5	142,0	67%
Ascoli	21,4	13,8	65%
Udinese	46,9	26,8	57%
Livorno	23,4	12,6	54%
Milan	248,3	132,9	54%
Juventus	252,7	132,4	52%
Reggina	26,4	13,8	52%
Roma	128,7	65,5	51%
Lecce	29,7	15,1	51%
Palermo	54,1	26,4	49%
Chievo	29,5	14,3	48%
Messina	30,7	12,9	42%
Empoli	21,5	9,0	42%
Lazio	77,7	31,5	40%
Totale	1405,4	796,4	57%

Fonte: nostra elaborazione su dati Il Sole 24 Ore.

Sul punto si può quindi affermare come i *club* italiani abbiano iniziato il percorso di riduzione degli emolumenti corrisposti ai calciatori. Tale percorso trova conferma nei dati esposti nella *Tabella 6* e nella *Figura 5*, dai quali emerge che i *club* hanno da un lato ridotto i propri organici, dall'altro diminuito il numero dei

calciatori con stipendio milionario.¹⁵

Estendendo l'analisi delle retribuzioni anche agli altri contesti europei, affiora un dato abbastanza significativo: i *club* italiani sono gli unici che negli ultimi anni hanno ridotto tale classe di bilancio, mentre negli altri quattro campionati osservati l'andamento delle retribuzioni risulta crescente negli ultimi 10 anni. Nonostante tale riduzione, in Italia il rilievo della classe di valore in parola rispetto al giro d'affari complessivo della massima serie risulta ancora elevato attestandosi nel 2006/07 al 62%. Osservando l'incidenza delle retribuzioni sul fatturato negli altri campionati europei, soltanto la *Bundesliga* presenta un rapporto inferiore al 50%, per le altre leghe esso risulta compreso tra il 62% e il 64%.

TABELLA 5 – INCIDENZA DEL COSTO DEL LAVORO SUL VALORE DELLA PRODUZIONE NELLE SOCIETÀ DI SERIE A DAL 1997 AL 2007

(DATI IN MIGLIAIA DI EURO, VALORI CORRENTI)

	Valore della produzione	Costo del Lavoro	%
1997	551.000	317.000	57,5%
1998	649.833	417.176	64,2%
1999	713.737	511.636	71,7%
2000	1.058.902	659.742	62,3%
2001	1.150.676	868.054	75,4%
2002	1.126.118	1.013.815	90,0%
2003	1.161.993	884.169	76,1%
2004	1.152.717	844.656	73,3%
2005	1.335.693	830.326	62,2%
2006	1.399.327	805.739	57,6%
2007	1.163.000	722.000	62,1%

Fonte: nostra elaborazione su dati Lega Calcio, Il Sole 24 Ore e Deloitte & Touche.

¹⁵ Un interessante contributo di Szymanski affronta il legame esistente tra i maggiori stipendi corrisposti ai calciatori e il successo sportivo. La ricerca dell'autore – muovendo dal presupposto che nel calcio il talento di un giocatore è osservabile e quindi le società quando acquisiscono i diritti sportivi di un calciatore dovrebbero conoscere la relazione tra prezzo pagato e talento acquisito – dimostra che in linea generale maggiori stipendi conducono a maggiori successi sportivi e conseguentemente a maggiori ricavi. Questi ultimi dipendono però anche da altri fattori come ad esempio il bacino di utenza della società. Per approfondimenti si rimanda a S. SZYMANSKI, *La relazione tra posizione competitiva e posizione reddituale: quali sono le squadre migliori?*, in U.LAGO-A.BARONCELLI-S.SZYMANSKI, *Il business del calcio*, cit., capitolo sesto.

TABELLA 6 – NUMERO DI GIOCATORI TESSERATI DALLE SOCIETÀ DI SERIE A PER CLASSI RETRIBUTIVE, SERIE STORICA 1995–2006

	94/95	95/96	96/97	97/98	98/99	99/00
0 - 103 mila Euro annui	102 24,4%	74 18,8%	78 18,3%	89 20,0%	132 25,0%	168 28,4%
103 - 258 mila	101 24,2%	99 25,2%	108 25,3%	90 20,2%	77 14,6%	60 10,1%
258 - 516 mila	97 23,2%	112 28,5%	111 26,0%	109 24,4%	124 23,4%	121 20,4%
516 – 1.033 mila	87 20,8%	79 20,1%	82 19,2%	87 19,5%	90 17,0%	100 16,9%
oltre 1.033 mila Euro annui	31 7,4%	29 7,4%	48 11,2%	71 15,9%	106 20,0%	143 24,2%
TOTALE	418 100%	393 100%	427 100%	446 100%	529 100%	592 100%

	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06
0 - 103 mila Euro annui	206 32,2%	236 34,5%	169 28,3%	144 25,7%	130 22,5%	160 26,3%
103 - 258 mila	56 8,8%	53 7,7%	55 9,2%	73 13,0%	74 12,8%	75 12,3%
258 - 516 mila	99 15,5%	82 12,0%	102 17,1%	86 15,4%	107 18,5%	113 18,6%
516 – 1.033 mila	107 16,7%	111 16,2%	99 16,6%	115 20,5%	129 22,3%	129 21,2%
oltre 1.033 mila Euro annui	171 26,8%	203 29,6%	172 28,8%	142 25,4%	139 24,0%	132 21,7%
TOTALE	639 100%	685 100%	597 100%	560 100%	579 100%	609 100%

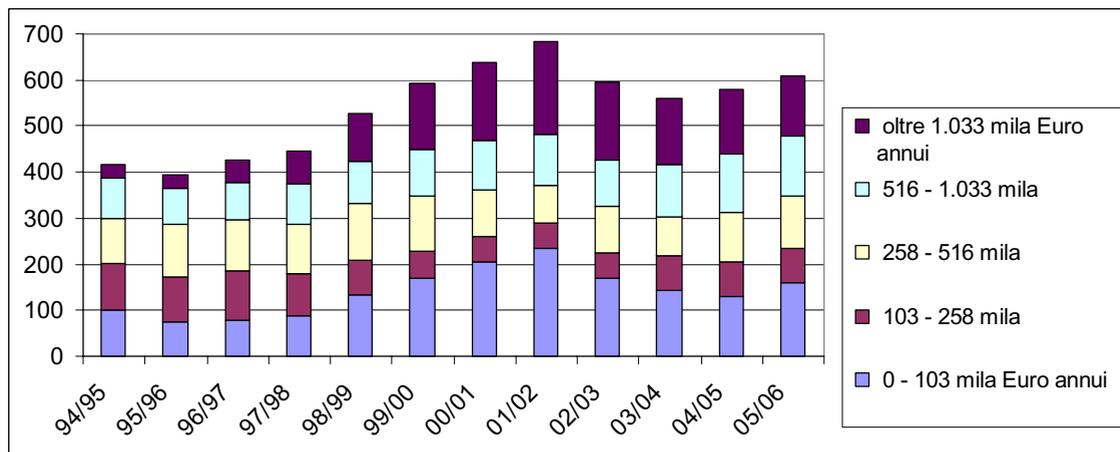
Fonte: www.lega-calcio.it.

1.3 Il reddito operativo e il reddito netto

Nella stagione 2005/2006 la differenza tra valore e costi della produzione si presenta negativa per diciassette dei venti *club* di Serie A considerati nell'analisi (Tabella 7). Ciò evidenzia come la gestione caratteristica dei *club* non sia condotta secondo stretti canoni di economicità, in quanto i costi operativi sostenuti dalle società superano di gran lunga l'ammontare totale dei loro ricavi. Osservando invece il valore del risultato netto emerge come per tutte le società, eccetto Juventus e Inter, tale aggregato risulti superiore rispetto al reddito operativo.

La causa principale della differenza tra i due valori è costituita dalle plusvalenze iscritte in bilancio in seguito alla cessione dei calciatori. È solo grazie all'imputazione di questi componenti straordinari che le società riescono a coprire le ingenti perdite derivanti dall'attività operativa e a chiudere un bilancio con un risultato che, seppur negativo, scongiuri eventuali obblighi di ricapitalizzazione della società. Nel complesso la perdita operativa si attesta sui 368 milioni di euro, mentre la perdita d'esercizio complessiva (undici società hanno chiuso il bilancio in «rosso») risulta di 241 milioni.

FIGURA 5 – NUMERO DI TESSERATI DALLE SOCIETÀ DI SERIE A DAL 1995 AL 2006 PER CLASSI DI RETRIBUZIONE



Fonte: nostra elaborazione su dati Lega calcio.

Approfondendo l'analisi dei due dati aggregati si evince come ai primi quattro *club* possa essere imputato il 66% della perdita operativa e addirittura il 90% della complessiva perdita netta (su quest'ultimo dato influisce pesantemente la perdita consolidata di 181 milioni di euro registrata dall'Inter). Le grandi squadre sono quindi le protagoniste principali sia positivamente sia negativamente; a loro fa capo il 60% del volume d'affari complessivo generato dal settore calcistico italiano, ma sono loro stesse a generare i nove decimi delle perdite d'esercizio complessive. L'analisi del trend storico dei risultati economici è riportata nella *Figura 6*.

TABELLA 7 – REDDITO OPERATIVO E REDDITO NETTO DELLE SOCIETÀ DI SERIE A 2005/06

(DATI IN MILIONI DI EURO)

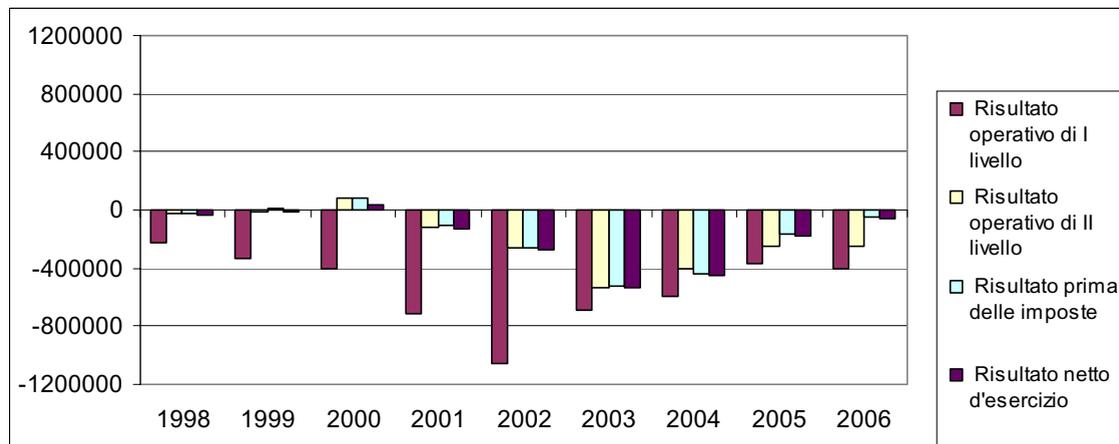
	Diff. tra valore e costi produz.	Risultato netto
Juventus	-36,1	-36,5
Milan	-8,9	2,5
Inter	-172,1	-181,5
Roma	-19,9	-0,8
Lazio	0,0	2,1
Fiorentina	-28,6	-19,5
Palermo	-10,8	-0,5
Udinese	-7,9	6,5
Sampdoria	-14,4	0,1
Messina	-2,1	0,1
Parma	-17,3	3,0
Lecce	-6,0	-4,7
Chievo	0,2	0,4
Siena	-8,6	-8,1
Cagliari	-7,2	-3,3
Reggina	-4,3	-1,7
Livorno	1,7	1,3
Empoli	-3,8	0,0
Ascoli	-5,6	2,7
Treviso	-6,8	-3,5
Totale	-358,5	-241,5

Fonte: Il Sole 24 Ore.

Il risultato operativo di primo livello, ottenuto sottraendo al valore della produzione i costi operativi, risulta sempre negativo nell'intero periodo indagato. Nei primi cinque anni il valore della perdita operativa è crescente e oscilla tra i 222 milioni di euro del 1998 e il miliardo e 54 milioni di euro del 2002. A partire da tale stagione, invece, la perdita operativa inizia a calare attestandosi a 364 milioni di euro nel 2005 e a 402 milioni nel 2006. Il motivo del risanamento della perdita risiede nella riduzione a partire dal 2003 del costo del personale

Il reddito operativo di secondo livello, ottenuto sottraendo a quello di primo livello il valore netto tra plusvalenze e minusvalenze da cessione dei diritti pluriennali, registra nel periodo osservato un andamento altalenante. Nei primi due anni è negativo ma in miglioramento (-20 milioni nel 1998 e -16 milioni nel 1999), nel 2000 risulta essere positivo, dal 2001 in poi è nuovamente negativo per attestarsi nel 2006 a -251 milioni di euro.

FIGURA 6 – EVOLUZIONE DEI PRINCIPALI AGGREGATI REDDITUALI DELLE SOCIETÀ DI SERIE A DAL 1998 AL 2006



Fonte: Nostra elaborazione su dati Lega calcio.

Il reddito ante-imposte (RAI) segue lo stesso andamento del reddito operativo di secondo livello fino al 2004; nelle ultime due stagioni invece il RAI migliora sensibilmente per l'iscrizione in bilancio di altri proventi derivanti in misura principale dalle plusvalenze ottenute dalla cessione del marchio.¹⁶ Operazione quest'ultima compiuta dalla metà dei club di serie A, che al solo fine di ottenere plusvalenze hanno ceduto il marchio a società appartenenti al loro medesimo gruppo aziendale. Infine, la dinamica del reddito netto d'esercizio mostra un risultato complessivo negativo in ben otto anni sui nove indagati; soltanto nella stagione 1999/2000 il risultato netto registra un utile e non una perdita, peraltro bassissimo in quanto pari solo al 3% della valore della produzione. Nei restanti sei esercizi la perdita complessiva annuale oscilla in termini assoluti tra gli 11 milioni di euro del 1999 e i 535 milioni di euro del 2003. Nell'ultima stagione essa si attesta a 63 milioni di euro, in netta diminuzione rispetto al passato a causa delle plusvalenze ottenute nelle ultime due stagioni osservate in seguito alla cessione del marchio.¹⁷

¹⁶ In merito alla cessione del marchio da parte dei club calcistici si consultino: F. ROSCINI VITALI, *Un rimedio solo virtuale*, in *Il Sole 24 Ore*, 26/06/06; G. DRAGONI, *Cessione marchi, bilanci in fuorigioco*, in *Il Sole 24 Ore*, 26/06/06; id., *E Galliani cede il marchio a se stesso*, in *Il Sole 24 Ore*, 21/05/06; id., *Milan e Inter, stop sul marchio*, in *Il Sole 24 Ore*, 28/06/06; id., *Lo sconto della Covisoc*, in *Il Sole 24 Ore*, 14/07/06; id., *Valutato 127 milioni il marchio As Roma*, in *Il Sole 24 Ore*, 7/11/06; id., *Il marchio salva l'Ascoli*, in *Il Sole 24 Ore*, 17/04/07.

¹⁷ Sul punto si sottolinea come la perdita complessiva esposta nella *Tabella 1* (-241 milioni di euro) diverge da quella evidenziata nella *Tabella 2* (-63 milioni di euro). La differenza risiede nella circostanza che nella prima tabella sono riportati i dati del bilancio consolidato dell'Inter, i quali – essendo al netto della plusvalenza riportata dalla cessione del marchio a una società interna al gruppo – registrano una perdita di 181 milioni di euro, circa 150 milioni in meno rispetto a quella riportata nel bilancio d'esercizio della società nerazzurra.

2. *L'analisi dello Stato Patrimoniale delle società calcistiche*

2.1 *Il capitale investito*

Il capitale investito delle società di serie A cresce dalla stagione 1997/98 a quella 2005/06 del 90%, passando da 1 miliardo e 87 milioni di euro del 1998 ai 2 miliardi e 65 milioni del 2006. La crescita risulta costante fino al 2002, anno a partire del quale il dato si inizia a diminuire fino al 2005 per poi nuovamente incrementarsi nell'ultimo anno osservato.

La classe dell'attivo maggiormente rilevante è quella relativa ai diritti alle prestazioni sportive dei calciatori, il cui valore oscilla nel periodo 1998-2006 tra il 21% e il 56% del totale delle attività (Tabella 8). In particolare fino al 2002 tale classe di valore supera sempre il 50% del totale dell'attivo, poi a partire dal 2003 con l'entrata in vigore del Decreto Legge 24 dicembre 2002, n. 282 (convertito dalla Legge 21 febbraio 2003, n. 27) le società hanno svalutato il loro parco giocatori e conseguentemente il valore dei diritti è calato repentinamente, attestandosi nel

TABELLA 8 – CAPITALE INVESTITO NELLE SOCIETÀ DI SERIA A DAL 1998 AL 2006
(DATI IN MIGLIAIA DI EURO)

	30/06/1998		30/06/1999		30/06/2000		30/06/2001		30/06/2002	
Liquidità netta	-180	0%	-19.857	-1%	61.253	3%	-83.709	-3%	-91.638	-2%
Altre attività a breve	377.912	35%	501.519	30%	684.390	28%	884.403	30%	1.056.027	29%
Attivo circolante	377.732	35%	481.662	29%	745.643	31%	800.694	27%	964.389	26%
Diritti alle prest. dei giocatori	570.899	53%	914.944	56%	1.316.194	55%	1.635.502	56%	2.033.477	55%
Oneri pluriennali ex lege 282	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Altre attività immobilizzate	138.452	13%	250.503	15%	344.413	14%	498.798	17%	675.406	18%
Attivo fisso	709.351	65%	1.165.447	71%	1.660.607	69%	2.134.300	73%	2.708.883	74%
Capitale investito netto	1.087.083	100%	1.647.109	100%	2.406.250	100%	2.934.994	100%	3.673.272	100%
	30/06/2003		30/06/2004		30/06/2005		30/06/2006			
Liquidità netta	-129.604	-4%	-69.214	-3%	-262.569	-13%	-149.699	-7%		
Altre attività a breve	875.769	29%	605.754	25%	507.592	26%	590.215	29%		
Attivo circolante	746.165	25%	536.540	22%	245.023	12%	440.516	21%		
Diritti alle prest. dei giocatori	639.985	21%	566.883	24%	574.159	29%	533.186	26%		
Oneri pluriennali ex lege 282	1.059.764	36%	859.610	36%	679.892	34%	348.508	17%		
Altre attività immobilizzate	534.516	18%	424.036	18%	473.203	24%	743.193	36%		
Attivo fisso	2.234.265	75%	1.850.529	78%	1.727.254	88%	1.624.887	79%		

2002 al 21% e nel 2006 al 26% del capitale investito.¹⁸ Comunque nel bilancio tali diritti sono sempre presenti anche se assumono una diversa denominazione. A partire dal 2003 infatti, nello Stato Patrimoniale compare la classe “Oneri pluriennali da ammortizzare ex D.L. 282”, che rappresenta la parte di svalutazione dei diritti pluriennali non imputata nel Conto Economico ma capitalizzata per essere poi spesata annualmente attraverso il processo di ammortamento.

Per quanto riguarda le altre classi dell’attivo si segnala come nel periodo indagato il dato della liquidità netta sia sempre negativo poiché il valore dell’indebitamento bancario a breve supera in termini assoluti quello delle disponibilità liquide. Il valore delle attività a breve infine, pur attestandosi intorno al 30% del capitale investito risulta sempre inferiore a quello delle passività a breve (riportato nella *Tabella 9*).

TABELLA 9 – COMPOSIZIONE DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO SOCIETÀ DI SERIE A DAL 1998 AL 2006

(DATI IN MIGLIAIA DI EURO)

	30/06/1998		30/06/1999		30/06/2000		30/06/2001		30/06/2002	
Passività a breve	656.121	60%	1.026.341	62%	1.571.235	65%	1.904.297	65%	2.400.509	65%
Passività a m-l termine	178.668	16%	352.966	21%	461.584	19%	571.179	19%	794.732	22%
Patrimonio Netto	289.933	27%	279.039	17%	338.653	14%	592.958	20%	757.141	21%
Risultato netto d'esercizio	-37.639	-3%	-11.237	-1%	34.777	1%	-133.440	-5%	-279.110	-8%
Fonti di finanziamento	1.087.083	100%	1.647.109	100%	2.406.249	100%	2.934.994	100%	3.673.272	100%
	30/06/2003		30/06/2004		30/06/2005		30/06/2006			
Passività a breve	2.344.239	79%	1.756.421	74%	1.078.585	55%	971.343	47%		
Passività a m-l termine	449.130	15%	584.475	24%	580.787	29%	599.653	29%		
Patrimonio Netto	722.654	24%	498.219	21%	488.612	25%	558.231	27%		
Risultato netto d'esercizio	-535.593	-18%	-452.046	-19%	-175.707	-9%	-63.824	-3%		
Fonti di finanziamento	2.980.430	100%	2.387.069	100%	1.972.277	100%	2.065.403	100%		

Fonte: nostra elaborazione su dati Lega Calcio.

¹⁸ Ai sensi dell’Art. 3 co. 1-bis della Legge 27/2003 “*le società sportive possono iscrivere in apposito conto nel primo bilancio da approvare successivamente alla data di entrata in vigore della presente disposizione tra le componenti attive quali oneri pluriennali da ammortizzare, con il consenso del collegio sindacale, l’ammontare delle svalutazioni dei diritti pluriennali delle prestazioni sportive degli sportivi professionisti, determinato sulla base di un’apposita perizia giurata. Le società che si avvalgono della facoltà di cui al comma 1 devono procedere, ai fini civilistici e fiscali all’ammortamento della svalutazione iscritta in dieci rate annuali di pari importo*“. Lo scopo del provvedimento è stato consentire alle società sportive, in deroga ai principi

2.2 La struttura finanziaria

Analizzando la composizione delle fonti di finanziamento nel periodo 1998-2006 (Tabella 9) emerge l'eccessivo ricorso all'indebitamento delle società di calcio in luogo dell'immissione nell'attività di capitali a titolo di rischio. La classe principale del passivo risulta essere, lungo tutto l'arco temporale osservato, i debiti a breve termine: i quali registrano però un andamento decrescente nelle ultime tre stagioni.

Soffermandosi ulteriormente sull'indebitamento, si può osservare come nel corso dell'intero periodo osservato il valore dei mezzi di terzi risulti sempre superiore rispetto al valore della produzione (Tabella 10). In particolare si sottolinea come il rapporto segua un andamento decrescente dal 1998 fino al 2002, passando da 0,78 a 0,35; a partire dall'anno successivo l'indice risulta poi crescente passando da 0,42 del 2003 a 0,89 del 2006. Questo trend si spiega osservando un contemporaneo aumento del valore della produzione e decremento dei mezzi di terzi.

TABELLA 10 – RAPPORTO TRA VALORE DELLA PRODUZIONE E MEZZI DI TERZI DAL 1998 AL 2004

	30/06/1998	30/06/1999	30/06/2000	30/06/2001	30/06/2002
VP	649.833	713.737	1.058.902	1.150.676	1.126.118
MT	834.789	1.379.307	2.032.819	2.475.476	3.195.241
VP/MT	0,78	0,52	0,52	0,46	0,35
	30/06/2003	30/06/2004	30/06/2005	30/06/2006	
VP	1.161.993	1.152.717	1.335.693	1.399.327	
MT	2.793.369	2.340.896	1.659.372	1.570.996	
VP/MT	0,42	0,49	0,80	0,89	

Fonte: nostra elaborazione su dati Lega Calcio.

e alle regole ordinariamente applicabili in sede di formazione del bilancio, la ripartizione in più esercizi delle perdite permanenti di valore dei diritti pluriennali alle prestazioni degli sportivi professionisti sorte in conseguenza alla crisi che ha coinvolto il settore del calcio. Presupposto per potere procedere alla svalutazione dei diritti pluriennali è l'esistenza, alla data di entrata in vigore della norma, di una "perdita durevole" di valore dei diritti non recuperabile in futuro e determinata per mezzo di una perizia all'uopo realizzata. Dalla perizia giurata, redatta in forma analitica, devono risultare: i) il valore attribuibile a ciascun diritto pluriennale; ii) i criteri di stima adottati; iii) le ragioni che ne suggeriscono l'adozione e gli elementi che inducono a considerare che le svalutazioni siano di natura durevole. Per approfondimenti si rimanda a ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ (OIC), *Criteri per la rilevazione in bilancio delle svalutazioni dei diritti pluriennali delle prestazioni degli sportivi professionisti in relazione al disposto dell'art. 18-bis della legge 23/03/1981 n.91*, Roma, maggio 2003.

Analizzando nello specifico la situazione delle singoli *club*, dalla *Tabella II* emerge come l'indebitamento complessivo delle venti società di Serie A nella stagione 2005/06 (pari a 1 miliardo e 542 milioni di euro) sia superiore al totale del valore della produzione. In particolare undici società risultano indebitate per un importo superiore al giro d'affari; su tutte spicca il dato della Lazio che presenta un indebitamento complessivo più che doppio rispetto al valore della produzione.

Nel complesso si può inoltre affermare come il settore calcistico italiano sia sottocapitalizzato, poiché il patrimonio netto complessivo è pari a un quinto del valore dell'indebitamento totale. Soltanto una società (la Roma) presenta mezzi propri superiori rispetto a quelli di terzi, mentre quattro *club* (Inter, Siena, Treviso e Messina) presentano un patrimonio netto negativo.

TABELLA 11 – RAPPORTO TRA INDEBITAMENTO, VALORE DELLA PRODUZIONE E PATRIMONIO NETTO NEI CLUB DI SERIE A 2005/06

	Valore produzione (A)	Debiti totali (B)	Patrimonio netto (C)	B/A (%)	C/B (%)
Juventus	252,7	141,8	41,5	56%	29%
Milan	248,3	289,7	77,6	117%	27%
Inter	210,5	385,2	-122,9	183%	-32%
Roma	128,7	65,4	67,8	51%	104%
Lazio	77,7	158,9	29,6	204%	19%
Fiorentina	60,0	55,6	51,1	93%	92%
Palermo	54,1	50,1	24,5	93%	49%
Udinese	46,9	70,9	37,3	151%	53%
Sampdoria	38,1	56,7	16,4	149%	29%
Messina	30,7	34,1	-0,2	111%	-1%
Parma	29,9	30,1	28,8	101%	96%
Lecce	29,7	18,4	11,1	62%	60%
Chievo	29,5	33,6	15,1	114%	45%
Siena	28,2	22,6	-4,9	80%	-22%
Cagliari	27,1	36,3	7,0	134%	19%
Reggina	26,4	32,4	4,0	123%	12%
Livorno	23,4	7,4	2,6	32%	35%
Empoli	21,5	13,8	10,1	64%	73%
Ascoli	21,4	17,1	1,4	80%	8%
Treviso	20,8	22,3	-1,9	107%	-8%
Totale	1405,4	1542,4	296,0	110%	19%

Fonte: nostra elaborazione su dati Il Sole 24 Ore.

Considerazioni conclusive

Le considerazioni svolte nelle pagine precedenti hanno delineato il mutamento generale che ha interessato il mondo del calcio in questo ultimo decennio.

I principali aspetti riguardanti le società di serie A emersi nell'analisi sono stati:

- a) la riduzione dei proventi derivanti dal botteghino;
- b) l'incremento delle entrate provenienti dalla cessione dei diritti televisivi;
- c) la concentrazione di oltre il 60% del totale dei ricavi in soli quattro *club*;
- d) la diversa composizione dei ricavi delle società italiane rispetto a quelle europee;
- e) la crescita dei compensi corrisposti ai calciatori fino ai primi anni del duemila, cui è seguita una diminuzione a partire dal 2003;
- f) la presenza costante di risultati della gestione caratteristica negativi, causati dal sostenimento di costi operativi di gran lunga superiori al valore della produzione.
- g) la sottocapitalizzazione delle società, le quali presentano mezzi di terzi abbondantemente superiori rispetto ai mezzi propri.

Nel complesso la situazione generale delle società di serie A non sembra positiva, con i *club* endemicamente in perdita che non riescono a contenere i costi operativi ad un livello inferiore a quello dei ricavi tipici. Il *management* calcistico ha condotto finora la gestione societaria secondo criteri anti-economici, ricorrendo ad artifici contabili (iscrizione di plusvalenze derivanti dalla permuta di calciatori sopravvalutati o dalla cessione del marchio a società appartenenti al medesimo gruppo aziendale¹⁹) al fine di non evidenziare in bilancio ingenti perdite d'esercizio, rinviando così al futuro nuovi versamenti di capitali di rischio.²⁰

¹⁹ Sul punto si confronti M. VALERI, *Standard Ias/Ifrs e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, Giappichelli, Torino, 2008, 45 e seguenti.

²⁰ Scrive Marco Vitale: «il calcio italiano è oggi uno dei clamorosi casi di *mismanagement* degli ultimi cinquant'anni (dopo la chimica e la siderurgia). Non a caso l'addetto più competente, cioè l'allenatore, è quello più fragile e sballottato dai capricci del presidente, del direttore sportivo e del direttore generale, la triade che regge il calcio italiano con risultati non esaltanti. (...) Il calcio è un mondo fortemente gerarchizzato, dove, però, alla gerarchia formale (il presidente è una figura che non può essere messa in discussione), non corrisponde una cultura del rispetto delle regole (nel calcio professionistico abbiamo avuto scandali su passaporti, doping, falsi bilanci, scommesse; mentre nel calcio dilettantistico vi è una totale trasgressione rispetto alle norme che dovrebbero regolarne l'attività). Questo connubio di autoritarismo e irregolarità produce una cultura sostanzialmente del *malaffare*. Il calcio italiano può diventare un settore florido e socialmente di sviluppo quando le pressioni esterne lo costringeranno a cambiare regole e mentalità. (...) Fino a 20 anni fa, il calcio era un piccolo settore che generava piccole perdite e in cui il *mismanagement* non rappresentava un costo sociale rilevante. Oggi, conti alla mano, non può essere più così. Ma al forte sviluppo economico, in gran parte provocato dall'esplosione dei diritti Tv, non ha fatto seguito il ricambio della classe dirigente e dei metodi di gestione». M. VITALE-G. ORMEZZANO, *Fenomeno Chievo: economia, costume, società, una squadra di quartiere contro il calcio miliardario*, Libri Scheiwiller, Milano 2002, 37.

Le società calcistiche italiane non hanno ancora quindi compiuto la trasformazione da semplici *club* a imprese operanti nel settore del tempo libero, in grado di attirare – oltre che lo zoccolo duro della tifoseria per quanto attiene ai profili sportivi dell’attività economica – anche l’appassionato o il semplice curioso interessati anche ai prodotti aziendali legati all’aspetto dell’*entertainment*.

Si ritiene che per risolvere le attuali problematiche economico-finanziarie e muovere verso una concezione più allargata di attività aziendale le società debbano lavorare congiuntamente su due fronti: i) la riduzione del costo del lavoro; ii) la diversificazione delle fonti di ricavo.

Per quanto concerne il primo aspetto occorre rimarcare come la tendenza alla riduzione delle retribuzioni di calciatori e tecnici sia già in corso nel campionato italiano, anche se l’incidenza sul valore della produzione di tale voce di costo rimane ancora elevata. Ai *club* spetta ora di consolidare questo aspetto, da un lato riducendo la rosa dei giocatori e dall’altro investendo ingenti risorse nei vivai, così da valorizzare al proprio interno i giovani calciatori. In particolare, l’investimento nel vivaio comporta ritorni non immediati, ma che nel lungo termine possono condurre a rilevanti diminuzioni dell’onerosità dei contratti e a significativi incrementi dei ricavi provenienti dalla vendita dei giocatori formati internamente.

In merito al secondo aspetto, l’indagine svolta ha evidenziato come attualmente il fatturato della Serie A sia costituito in maniera assai preponderante dai proventi derivanti dalla cessione dei diritti televisivi. Per ampliare le fonti di ricavi le società devono realizzare una strategia di diversificazione correlata,²¹ che consenta di sfruttare le potenzialità legate all’immagine del *club* e dei suoi giocatori, attraverso la realizzazione di iniziative commerciali indirizzate non solo al mercato dei tifosi ma anche ad una clientela più ampia. Tali potenzialità si riferiscono in particolare alle attività di gestione diretta dello stadio e di *merchandising*, entrambi foriere di ricavi di entità non trascurabili a patto che ci sia una integrazione di strumenti e competenze di natura manageriale in seno all’organizzazione e un’evoluzione degli obiettivi e delle modalità operative delle società calcistiche.²²

Lo stadio rappresenta un *asset* fondamentale per le società nel perseguimento di condizioni di equilibrio economico sufficientemente stabili nel

²¹ Le strategie di diversificazione consistono nell’intraprendere attività che si discostano dal *core business* dell’impresa. Ci sono tre diverse tipologie di diversificazione: a) conglomerata: i business acquisiti presentano irrilevanti connessioni tecnologiche o di mercato con le attività dell’impresa acquirente; b) non strettamente correlata: si basa sulla possibilità di realizzare economie di scopo attraverso la condivisione di risorse intangibili o di attività di supporto tra i business tradizionali dell’impresa e quelli oggetto di diversificazione; c) correlata: si ha con lo sviluppo interno o con l’acquisizione di business complementari a quelli già esistenti nell’impresa, caratterizzati da intense ed estese interrelazioni lungo le rispettive catene del valore. Per maggiori approfondimenti si vedano: H.I. ANSOFF, *Strategies for diversification*, in *Har. Bus. Rev.*, n. 5, 1957; A. CARIOLA-M. LA ROCCA-D. MONTEFORTE, *Diversificazione e performance di impresa*, Mc Graw Hill, Milano 2006; R.M. GRANT, *L’analisi strategica per le decisioni aziendali*, terza ediz., Il Mulino, Bologna, 2006.

²² Per una disamina sulle “avvertenze per l’uso della diversificazione” si rimanda a U.LAGO-A. BARONCELLI-S. SZYMANSKI, *Il business del calcio*, cit, 285 e seguenti.

tempo. Esso costituisce infatti oltre ad una componente rilevante dell'attivo immobilizzato – che offre maggiori garanzie ai finanziatori rispetto ad *intangibles*, quali i diritti alle prestazioni dei calciatori – anche un importante strumento per la creazione di valore attraverso il suo utilizzo. Attualmente in Italia la maggior parte degli impianti di gioco sono di proprietà dei comuni che li affittano ai *club*. Ne consegue che le società non hanno la possibilità di influire sul loro utilizzo e incontrano non pochi ostacoli nel procedere a opere di ammodernamento e ristrutturazione che favoriscano un utilizzo polivalente degli stessi impianti. Soltanto l'acquisizione della proprietà dello stadio consentirebbe ai *club* di eliminare rilevanti costi di locazione, gestire direttamente gli spazi pubblicitari, utilizzare la struttura anche per altre attività lucrative (ristoranti, negozi, alloggi, sale convegni, musei sportivi).²³

Il *merchandising*, ossia la gestione e la commercializzazione di beni e servizi di vario genere con il nome o il marchio della società è la fonte di ricavi attualmente meno sfruttata dai *club* italiani. Come dimostra l'esperienza maturata soprattutto dai *club* inglesi e spagnoli, tale fonte di ricavo ha potenzialità di sviluppo enormi, in quanto può far leva sull'attaccamento alla squadra da parte dei suoi tifosi e sulla popolarità del calcio. In Italia negli ultimi anni, sono aumentati i punti vendita delle squadre dove acquistare svariati *gadget* e accessori, insieme ai tagliandi delle partite. Tuttavia molte società non si occupano in via diretta della gestione del proprio marchio, bensì preferiscono affidarla ad aziende specializzate, limitandosi a ricevere come corrispettivo il pagamento di royalty, calcolate in percentuale sulle vendite. Tutto ciò non permette di cogliere appieno i benefici economici derivanti dalle attività di *merchandising*. Ai *club* italiani spetta dunque approfondire ulteriori sforzi in tale settore, consci delle potenzialità che esso possiede. Naturalmente l'applicazione di modelli operativi che hanno avuto successo all'estero non può essere replicata senza tener conto delle specificità del contesto nazionale: in proposito occorre considerare da un lato la differente cultura dei tifosi italiani rispetto ad esempio a quelli britannici, dall'altro l'esistenza di un mercato parallelo abusivo e la scarsa protezione del marchio consentita dalla legislazione italiana.²⁴

Al fine di abbinare la dimensione sportiva con quella manageriale i *club* dovrebbero altresì adottare strutture organizzative più complesse delle attuali, responsabilizzando i diversi manager di funzione o divisione.²⁵ La riorganizzazione diviene propedeutica allo sviluppo di un nuovo circuito finanziario che, muovendo dallo sfruttamento del marchio a fini commerciali e dalla proprietà dello stadio, sia

²³ Naturalmente occorre valutare anche le implicazioni che la costruzione o la ristrutturazione di uno stadio determina sulle finanze di chi investe nell'opera. Per approfondimenti sul punto si rimanda a G. TURANO, *Tutto il calcio miliardo per miliardo*, Il Saggiatore, Milano, 2007, 76-77.

²⁴ Si cfr. M. VALERI, *Standard Ias/Ifrs e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, Giappichelli, Torino, 2008, 65-68.

²⁵ Sulla responsabilizzazione dei manager delle società calcistiche si veda F. BOF, P. PREVITALI, *Codice etico, modelli organizzativi e responsabilità amministrativa: l'applicazione del d.lgs 231/2001 alle società di calcio professionistiche*, in *Riv. Dir. Ec. sport*, n. 1, 2008, 89-103.

in grado di generare un incremento futuro dei ricavi. La diversificazione dell'attività aziendale rappresenta infatti l'unica strada per svincolare i *club* dalla figura del presidente-mecenate (disposto illimitatamente a mantenere in vita la società nonostante i pessimi risultati gestionali) e far entrare a pieno titolo le società calcistiche nel settore dell'*entertainment*.

Bibliografia

- ANSOFF H.I., *Strategies for diversification*, in *Harvard Business Review*, n. 5, 1957.
- AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, *Relazione annuale 2007*, pubblicata su www.agcm.it, aprile 2007.
- AUTORITÀ PER L'ENERGIA ELETTRICA E IL GAS, *Relazione annuale 2007*, pubblicata su www.autorita.energia.it, luglio 2007.
- BANKS S., *Going Down. Football in crisis*, Mainstream, Edimburgo, 2002.
- BASILE G., BRUNELLI M., CAZZULLO G., *Le società di calcio professionistiche*, Buffetti, Roma, 1997.
- BEHA O. - DI CARO A., *Indagine sul calcio*, Bur, Milano, 2006.
- BELLINAZZO M., FILIPPONE N., *Corsa agli stadi privati ma spalti semivuoti*, in *Il Sole 24 Ore*, 2/06/08.
- BIANCHI L.A., CORRADO D., *I bilanci delle società di calcio. Le ragioni di una crisi*, Egea, Milano, 2004.
- BOCCA F., *L'Europa chiede ai club: in campo giovani e vivai*, in *la Repubblica*, 02/01/08.
- BOF F., MONTANARI M., SILVESTRI G. (a cura di), *Il management del calcio. La partita più lunga*, Franco Angeli, Milano, 2008.
- BOF F., PREVITALI F., *Codice etico, modelli organizzativi e responsabilità amministrativa: l'applicazione del d.lgs 231/2001 alle società di calcio professionistiche*, in *Rivista di Diritto e Economia dello sport*, vol. 4, n. 1, 89-103, 2008.
- CARIOLA A.- LA ROCCA M.-MONTEFORTE D., *Diversificazione e performance di impresa*, Mc Graw Hill, Milano, 2006.
- CARUSO R., *Il calcio tra mercato, relazione e coercizione*, in *Rivista di Diritto e Economia dello sport*, vol. 4, n. 1, 71-88, 2008.
- CENTRO SUDI LEGA CALCIO, *Analisi economico finanziaria dei bilanci delle società di Serie A e Serie B. Stagioni 1998-2006*, Milano, 2007.
- DELOITTE & TOUCHE, *Football Money League. Gate Receipts*, Manchester, 2008.
- DELOITTE & TOUCHE, *Football Money League. The reign of Spain*, Manchester, 2007.
- DELOITTE & TOUCHE, *Annual Review of Football Finance*, Manchester, 2008.
- DELOITTE & TOUCHE, *Annual Review of Football Finance*, Manchester, 2007.
- DE VITA G., *Il bilancio di esercizio nelle società di calcio professionistiche*, Lega Calcio serie C, Firenze, 1998.
- DI DOMIZIO M., *La domanda di calcio in Italia: Serie A 1962-2006*, in *Rivista di Diritto e Economia dello sport*, vol. 3, n. 1, 71-90, 2007.
- DRAGONI G., *Cessione marchi, bilanci in fuorigioco*, in *Il Sole 24 Ore*, 26/06/06.
- DRAGONI G., *Milan e Inter, stop sul marchio*, in *Il Sole 24 Ore*, 28/06/06.
- DRAGONI G., *Lo sconto della Covisoc*, in *Il Sole 24 Ore*, 14/07/06.
- DRAGONI G., *Valutato 127 milioni il marchio As Roma*, in *Il Sole 24 Ore*, 7/11/06.
- FALSANISI G., GIANGRECO E. F., *Le società di calcio del 2000. Dal marketing alla quotazione*, Rubbettino, Catanzaro, 2001.
- FORT R., QUIRK J., *Owner Objectives and Competitive Balance*, in *Journal of Sport Economics*, vol.5, n.1, 20-32, 2004.
- GIOCOLI N., *L'antitrust in campo*, pubblicato su www.lavoce.info, febbraio 2006.
- GRANT R.M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, terza ediz., Il Mulino, Bologna, 2006.

- GROOT L., *De-commercializzare il calcio europeo e salvaguardarne l'equilibrio competitivo: una proposta welfarista*, in *Rivista di Diritto e Economia dello sport*, vol. 1, n. 2, 63-91, 2005.
- HALICIOGLU F., *The impact of football point systems on the competitive balance: evidence from some european football leagues*, in *Rivista di Diritto e Economia dello sport*, vol. 2, n. 2, 67-76, 2006.
- LAGO U., BARONCELLI A., SZYMANSKI S., *Il business del calcio: successi sportivi e rovesci finanziari*, Egea, Milano, 2004.
- MANNI F., *Le società calcistiche. Problemi economici, finanziari e di bilancio*, Giappichelli, Torino, 1991.
- MARZOLA P.L., *L'industria del calcio*, La Nuova Italia Scientifica, Roma, 1990.
- MASUCCI M., *Le società calcistiche*, Cacucci, Bari, 1988.
- MELIDONI F., COMMITTERI G.M., *Il bilancio delle società di calcio*, Ipsoa, Milano, 2004.
- NAPOLITANO S. - LIGUORI M., *Il pallone nel burrone*, Editori Riuniti, Roma, 2004.
- ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ (OIC), *Criteri per la rilevazione in bilancio delle svalutazioni dei diritti pluriennali delle prestazioni degli sportivi professionisti in relazione al disposto dell'articolo 18-bis della legge 23/3/1981, n. 91*, Roma, 2003.
- RUBINO F., *Un approccio manageriale alla gestione delle società di calcio*, Franco Angeli, Milano, 2004.
- ROSCINI VITALI F., *Un rimedio solo virtuale*, in *Il Sole 24 Ore*, 26/06/06.
- ROSSI P., *Basta saccheggiare i vivai. La Federcalcio scrive a Blatter*, in *la Repubblica*, 20/02/08.
- RUSCONI G., *Il bilancio d'esercizio nell'economia delle società di calcio*, Cacucci, Bari, 1990.
- SLOANE P.J., *The economics of professional football: The football Club as a Utility Maximizer*, in *The Scottish Journal of Political Economy*, vol.18, n.2, 121-146, 1971.
- SPANO F.M., *Le società di calcio: aspetti organizzativi, gestionali e di rilevazione*, Cuesp, Milano, 2004.
- STRACCA R., *Anche il City si porta via i nostri talenti*, in *Corriere della Sera*, 29/06/08.
- TANZI A., *Le società calcistiche. Implicazioni economiche di un gioco*, Giappichelli, Torino, 1999.
- TEODORI C., *L'economia ed il bilancio delle società sportive. Il caso delle società di calcio*, Giappichelli, Torino, 1995.
- TURANO G., *Tutto il calcio miliardo per miliardo*, Il Saggiatore, Milano 2007.
- VALERI M., *Standard Ias/Ifrs e nuove esigenze di disclosure nel bilancio delle società di calcio*, Giappichelli, Torino, 2008.
- VERONESE L., *Il calcio inglese campione di ricavi*, in *Il Sole 24 Ore*, 15/02/08.
- VERONESE L., *Ricavi, lo stadio fa la differenza*, in *Il Sole 24 Ore*, 29/04/08.
- VITALE M., ORMEZZANO G., *Fenomeno Chievo: economia, costume, società, una squadra di quartiere contro il calcio miliardario*, Libri Scheiwiller, Milano, 2002.
- ZIMBALIST A., *Sport as business*, in *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 19, n. 4, 503-511, 2003.