



Munich Personal RePEc Archive

Valuation model for football clubs based on the key factors of their business

Angel Barajas

10. May 2004

Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/13158/>

MPRA Paper No. 13158, posted 5. February 2009 07:55 UTC

UNIVERSIDAD DE NAVARRA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES



MODELO DE VALORACIÓN DE CLUBES
DE FÚTBOL BASADO EN LOS
FACTORES CLAVE DE SU NEGOCIO

ANGEL ANTONIO BARAJAS ALONSO

Tesis Doctoral dirigida por:

Dr. D. PABLO FERNÁNDEZ LÓPEZ

Dr. en Finanzas

Profesor Ordinario de Finanzas del IESE

Dr. D. CARLOS M. FERNÁNDEZ-JARDÓN

Dr. en Ciencias Exactas. Dr. en Ciencias Económicas

Profesor Titular de Economía Aplicada

PAMPLONA, 2004

AGRADECIMIENTOS

“Mientras el río corra, los montes hagan sombra y en el cielo haya estrellas debe durar la memoria del beneficio recibido en la mente del hombre agradecido” (Virgilio).

Nunca podré llegar a agradecer suficientemente las ayudas recibidas de mis directores para realizar esta tesis. A Pablo Fernández le debo agradecimiento por su acogida, confianza en mi trabajo, ánimo en todo momento y sus sabias orientaciones. A Carlos M^a Fernández-Jardón por su empuje y desvelo, por sus múltiples correcciones, por su paciencia e, incluso, por acogerme en su casa durante temporadas de duro trabajo.

Otras personas me han ayudado de un modo u otro. No querría dejar en el olvido ninguna, sin embargo es imposible mencionarlas a todas, aunque sólo sea porque algunas han aportado su granito de arena sin que fuera notorio. Con todas ellas me siento en deuda.

Agradezco a la Prof. Dra. Irene Pisón Fernández su apoyo, que me orientara en la elección del tema de la tesis, que facilitara que Pablo asumiera la dirección de la misma y que me impulsara a defenderla en la Universidad de Navarra.

El Prof. Dr. Xavier Martínez Cobas ha sido un amigo fiel. Ha sabido alentar y empujar mi trabajo en los momentos más difíciles. Siempre ha estado disponible.

Tengo que agradecer al Prof. Dr. Miguel Cardenal Carro (U. de Extremadura) sus correcciones sobre aspectos jurídicos; al Prof. Dr. Bill Gerrard (U. de Leeds) sus comentarios sobre valoración de jugadores y aspectos de la economía del fútbol y a Jerónimo Martel sus correcciones al estilo.

Agradezco a los miembros del Tribunal que hayan accedido a formar parte de él. A la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, en las personas de su Decano D. Luis Ravina, la Prof. Dra. Carmen Aranda, como tutora, y Begoña Fuentes, por su acogida. A mis compañeros de la Facultad de Empresariales de Ourense su apoyo y su amistad. A José

Antonio Fraiz sus gestiones y su colaboración en la investigación sobre la economía del deporte.

A los clubes de fútbol que me han facilitado información: Deportivo Alavés, Athletic Club de Bilbao, Atlético de Madrid, FC Barcelona, R.C. Celta de Vigo, Racing de Santander, Real Madrid C.F., Real Sociedad C.F., Sevilla C.F., Valencia CF y Real Zaragoza.

A la Bolsa de Madrid, en la persona de Domingo García Coto, por facilitarme los datos de cotizaciones de los clubes europeos cotizados. A la Bolsa de Lisboa por los datos de cotizaciones de los clubes portugueses.

A Alberto Francese de Banca IMI por sus comentarios sobre la valoración de los clubes italianos cotizados.

Finalmente, a mi familia y amigos, quizás su aportación, a la postre, sea una de las más relevantes, pues sin su cariño, su esfuerzo al asumir tareas que me correspondían y su comprensión, un trabajo de esta índole no podría salir adelante.

ÍNDICE

1.- INTRODUCCIÓN.....	1
1.1.- EL PRECEDENTE INGLÉS	3
1.2.- EL CASO ESPAÑOL	4
1.3.- LA VALORACIÓN ECONÓMICA DEL FÚTBOL	5
1.4.- METODOLOGÍA Y CONTENIDOS	6
2.- EL NEGOCIO DEL FÚTBOL: ENTORNO Y FACTORES DETERMINANTES	13
2.1.- NORMATIVA POR LA QUE SE RIGEN LOS CLUBES DE FÚTBOL EN ESPAÑA ...	13
2.1.1.- <i>Ley del Deporte (Ley 10/1990, de 15 de octubre)</i>	13
2.1.2.- <i>La figura de las Sociedades Anónimas Deportivas</i>	18
2.1.3.- <i>Adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad a las Sociedades Anónimas Deportivas</i>	29
2.1.4.- <i>La Liga Nacional de Fútbol Profesional (LNFP)</i>	30
2.1.5.- <i>La UEFA</i>	36
2.2.- LA COMPETICIÓN	42
2.2.1.- <i>Organización de las competiciones</i>	49
2.3.- LA CONTRATACIÓN DE JUGADORES	55
2.3.1.- <i>Sistemas de contratación: principales alternativas y evolución</i>	56
2.3.2.- <i>Reglamento sobre el estatuto y las transferencias de jugadores</i>	65
2.3.3.- <i>Las cláusulas de rescisión</i>	70
2.3.4.- <i>Los jugadores con “carta de libertad”</i>	72
3.- MÉTODOS DE VALORACIÓN DE UN EQUIPO DE FÚTBOL.	77
3.1.- EL VALOR DE UNA EMPRESA	77
3.1.1.- <i>La valoración de empresas en general: métodos de valoración</i>	78
3.1.2.- <i>El descuento de flujos de caja</i>	81
3.2.- VALORACIÓN DE UN CLUB DE FÚTBOL	85
3.2.1.- <i>Valoración de franquicias deportivas.</i>	86
3.2.2.- <i>Valoración de aspectos parciales de los clubes de fútbol</i>	87
3.2.3.- <i>Valoración global de los clubes de fútbol</i>	92

4.- ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LAS SAD Y LOS CLUBES DE FÚTBOL.....	101
4.1.- LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA DEL FÚTBOL ESPAÑOL	101
4.1.1.- Principales salvedades que aparecen en los informes de auditoría de los clubes de fútbol españoles.....	104
4.2.- LAS CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	113
4.2.1.- Primera División.....	117
4.2.2.- Segunda División	123
4.3.- ESTRUCTURA ECONÓMICO-FINANCIERA	126
4.3.1.- El Balance de la Primera División	129
4.3.2.- El balance de la Segunda División	134
5.- FINANCIACIÓN DE LOS CLUBES DE FÚTBOL.....	139
5.1.- RECURSOS PROPIOS: CAPITAL SOCIAL	140
5.1.1.- Composición accionarial	141
5.1.2.- Expectativas de los inversores en una SAD.....	150
5.1.3.- Negociación en Bolsa.....	155
5.1.4.- La experiencia bursátil de los clubes de fútbol europeos.....	158
5.2.- ENDEUDAMIENTO A LARGO PLAZO: POSIBILIDADES Y EXPERIENCIAS HISTÓRICAS	164
5.3.- ENDEUDAMIENTO CON ENTIDADES FINANCIERAS Y POSICIÓN FINANCIERA DE LOS CLUBES	165
5.3.1.- Clubes con Saldo de Tesorería Positivo	168
5.3.2.- Clubes con endeudamiento con entidades de crédito	170
6.- LAS FUENTES DE INGRESOS DE UN CLUB DE FÚTBOL.....	175
6.1.- INGRESOS POR ASISTENCIAS A LOS ESTADIOS	177
6.1.1.- Políticas de precios.....	180
6.2.- INGRESOS DE ABONADOS Y SOCIOS	182
6.3.- INGRESOS POR RETRANSMISIONES	183
6.4.- LA CONTRATACIÓN DE LOS DERECHOS DE RETRANSMISIÓN TELEVISIVA... ..	186
6.4.1.- Competiciones domésticas de los clubes de fútbol españoles.....	190
6.4.2.- Competiciones internacionales de los clubes de fútbol españoles ...	194
6.5.- NEGOCIACIÓN CONJUNTA DE DERECHOS TELEVISIVOS: MECANISMOS DE TRASLADO.....	197

6.6.- PUBLICIDAD, PATROCINIO Y MERCHANDISING	209
6.7.- AYUDAS PÚBLICAS.....	219
6.7.1.- <i>Subvenciones</i>	219
6.7.2.- <i>Apuestas Deportivas del Estado</i>	220
6.8.- INGRESOS EXTRAORDINARIOS POR LA VENTA DE JUGADORES	222
6.9.- DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES DE INGRESOS A INCLUIR EN EL MODELO DE VALORACIÓN. PECULIARIDADES PARA LOS EQUIPOS ESPAÑOLES DE LA MUESTRA	224
6.9.1.- <i>Variables de ingresos empleadas</i>	224
6.9.2.- <i>Ingresos de explotación</i>	225
6.9.3.- <i>Ingresos financieros</i>	228
6.9.4.- <i>Ingresos extraordinarios</i>	229
6.9.5.- <i>Relaciones entre las variables de ingresos de los equipos españoles</i>	229
7.- EFECTOS DE LOS RESULTADOS DEPORTIVOS EN LOS INGRESOS Y EN LOS RESULTADOS ECONÓMICOS.....	231
7.1.- <i>¿MAXIMIZACIÓN O SATISFACIÓN?</i>	231
7.2.- RESULTADOS ECONÓMICOS Y DEPORTIVOS	236
7.3.- LA MEDICIÓN DE LOS RESULTADOS DEPORTIVOS.....	240
7.4.- INFLUENCIA DE LOS RESULTADOS DEPORTIVOS EN LOS ECONÓMICOS	247
7.5.- INFLUENCIA DE LOS RESULTADOS DEPORTIVOS EN LOS INGRESOS.....	249
7.6.- INFLUENCIA DEL ENDEUDAMIENTO Y LAS INVERSIONES EN LOS RESULTADOS DEPORTIVOS	250
8.- LA CALIDAD DE LAS PLANTILLAS.....	253
8.1.- CONCEPTO DE CALIDAD EN EL FÚTBOL	253
8.2.- INDICADORES DE LA CALIDAD DE LA PLANTILLA.....	257
8.2.1.- <i>Aproximación a través del rendimiento del jugador</i>	257
8.2.2.- <i>Aproximación por el Índice de Calidad del Jugador</i>	258
8.2.3.- <i>Aproximación financiera</i>	261
8.3.- EFECTO DE LA CALIDAD EN LOS RESULTADOS	267
8.3.1.- <i>Variables de resultados influidas por la calidad</i>	268
8.3.2.- <i>Las medidas de la calidad</i>	269
8.3.3.- <i>Relación calidad y resultados</i>	271
8.3.4.- <i>Conclusiones previas</i>	277

9.- LA AFICIÓN.....	279
9.1.- CONCEPTO DE AFICIÓN EN EL FÚTBOL	279
9.2.- INCIDENCIA DEL ENTORNO SOCIOECONÓMICO EN LA AFICIÓN A UN CLUB DE FÚTBOL	283
9.2.1.- <i>Variables de afición</i>	285
9.2.2.- <i>Variables socioeconómicas</i>	286
9.2.3.- <i>Relación entre las variables socioeconómicas y la asistencia</i>	288
9.3.- INCIDENCIA DE LA CALIDAD DE LA PLANTILLA EN LA AFICIÓN A UN CLUB DE FÚTBOL	290
9.4.- INCIDENCIA DEL RENDIMIENTO DEPORTIVO EN LA AFICIÓN A UN CLUB DE FÚTBOL	291
9.5.- MODELO CONJUNTO DE EXPLICACIÓN DE LA ASISTENCIA	294
9.6.- INCIDENCIA DE LA AFICIÓN EN LOS INGRESOS DEPORTIVOS	296
10.- MODELO DE DETERMINACIÓN DEL VALOR ECONÓMICO DE LOS EQUIPOS ESPAÑOLES.....	299
10.1.- PROBLEMAS PARA LA DETERMINACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA Y SOLUCIONES PROPUESTAS.....	299
10.2.- ELEMENTOS PARA LA CREACIÓN DE VALOR ECONÓMICO EN EL FÚTBOL .	301
10.3.- FACTORES QUE CONDICIONAN EL FLUJO DE CAJA LIBRE EN LOS CLUBES DE FÚTBOL DE LA LIGA INGLESA	304
10.4.- MODELO DE DETERMINACIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE.....	309
10.5.- CÁLCULO DE ÍNDICES DEL FACTOR DE VALOR ECONÓMICO	312
10.6.- CÁLCULO DEL ÍNDICE DEL FLUJO DE CAJA EN LOS EQUIPOS INGLESES	314
10.7.- FUNCIÓN QUE RELACIONA EL ÍNDICE DEL FLUJO DE CAJA CON EL DEL FACTOR ECONÓMICO	315
10.8.- ESTIMACIÓN EL FLUJO DE CAJA LIBRE ESPERADO DE LOS CLUBES ESPAÑOLES	318
10.9.- ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO	320
10.10.- ESTIMACIÓN DEL VALOR DE UN CLUB DE FÚTBOL PROMEDIO	328
10.11.- EL VALOR DE UN CLUB SEGÚN UNOS OBJETIVOS Y PARAMETROS	331

11.- CONCLUSIONES.....	339
11.1.- SOBRE EL MODELO DE VALORACIÓN DE CLUBES DE FÚTBOL.....	339
11.2.- SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DEL NEGOCIO DEL FÚTBOL EN ESPAÑA	341
<i>La Primera División del Fútbol Español.....</i>	<i>342</i>
<i>La Segunda División del Fútbol Español</i>	<i>344</i>
<i>Recursos propios.....</i>	<i>345</i>
<i>Endeudamiento</i>	<i>347</i>
11.3.- SOBRE FACTORES E INTERRELACIONES QUE CONFIGURAN EL NEGOCIO DEL FÚTBOL.....	349
BIBLIOGRAFÍA.....	355
PÁGINAS WEB	366
LEGISLACIÓN Y NORMATIVA	366
ABREVIATURAS.....	368
ANEXOS	371

1.- INTRODUCCIÓN

El fútbol profesional español ha tenido y tiene una importancia social destacada. Sin embargo, en los últimos años, sus cifras económicas se han disparado. Sólo el salario anual de algunos de sus jugadores – ciertamente, los mejor pagados- supera la cifra de facturación anual de la mayoría de las PYMES españolas. Los contratos con las televisiones para la cesión de sus derechos de imagen han alcanzado importes de tal magnitud que han provocado la quiebra de algunos medios de comunicación en Europa, lo que ha puesto en estado de alerta a sus homólogos españoles. En ese contexto, en la temporada 99/00, el endeudamiento del conjunto de los clubes de Primera División ascendía a más de 1.177 millones de euros, de los cuales más del 75% tenía un vencimiento a corto plazo. Una consecuencia de esta situación ha sido que el interés por el fútbol se haya extendido desde el campo social al económico.

Por otro lado, y desde enero de 2002, los clubes de fútbol españoles con forma jurídica de Sociedad Anónima Deportiva, pueden negociar sus acciones en Bolsa. Aunque aún ningún equipo español cotiza en Bolsa, existen precedentes en otros Estados europeos. Posiblemente, una de las causas de la reticencia a la negociación bursátil sea la dificultad de conocer de un modo aproximado la valoración de un club de fútbol, puesto que es necesario saber su valor, para saber cuál debería ser su precio.

Las peculiaridades del negocio futbolístico implican que la valoración de dichos clubes presente matices dignos de consideración: la relevancia de sus resultados deportivos, las características especiales de sus trabajadores, sus relaciones con la afición y su entorno socioeconómico, entre otros elementos, deben estudiarse con detalle, para poder obtener una valoración debidamente ajustada.

Estos dos aspectos -el negocio del fútbol y la valoración económica de una empresa- enmarcan el objeto fundamental de este trabajo de investigación. Aunque sobre ambos aspectos, considerados independientemente-

te, existe una abundante bibliografía, no hemos encontrado trabajos de relevancia que los aborden de forma integrada.

El interés académico por los aspectos económicos de los deportes profesionales se inicia mediados los años 50. Desde ese momento, se han publicado libros y artículos sobre la materia. Entre los primeros trabajos, el estudio de Rottemberg (1956) es una referencia prácticamente obligada al estudiar el deporte profesional. En él se analiza el mercado laboral de los jugadores de béisbol justo en un momento en que estaba en vigor el sistema de retención de jugadores. Su principal aportación científica es la justificación de que el sistema de libre contratación no supone una concentración de los mejores jugadores en los clubes más ricos. Aparte de que, por otro lado, apunta algunos conceptos de moda en el fútbol actual, surgidos ante la crisis económica de este sector, como los de los “límites salariales” y los “ingresos compartidos”.

Dado que una parte de este negocio se encuadra en el sector del ocio, parece conveniente conseguir que los enfrentamientos deportivos sean reñidos, es decir, que ambos contendientes tengan posibilidades similares de ganar. Este aspecto –común a la mayoría de las competiciones deportivas- es analizado por El-Hodiri y Quirk (1971) cuyo modelo se ha convertido en el referente básico para estudiar ese aspecto. Posteriormente, Vrooman (1995) aplica estos modelos para elaborar su teoría general sobre las ligas deportivas profesionales.

Especial relevancia merece el trabajo de Sloane (1971), puesto que supone una importante aportación a la investigación sobre el fútbol. Por una parte, distingue el papel de ligas y clubes como organizaciones distintas y con objetivos muy diferenciados. Considera la liga como organismo rector de la competición, que es el núcleo de su negocio. Los clubes, por su parte, toman sus propias decisiones, independientemente de que realicen su actividad bajo la tutela de una liga. Además, rompe con una tradición ya establecida al estudiar el deporte profesional norteamericano, que consiste en considerar que el objetivo de los clubes era la maximización del beneficio. Sloane defiende que, en el fútbol inglés, ese objetivo es una ex-

cepción, no la regla general. Considera que dentro de la función de utilidad de los dirigentes de un club de fútbol se incluye el beneficio, pero no como el valor más importante, puesto que también deben tenerse en cuenta otros aspectos como la simple supervivencia, la afición que asiste a los estadios, los ingresos, el éxito deportivo y la salud de la liga.

1.1.- EL PRECEDENTE INGLÉS

Existen numerosos trabajos que estudian la economía del fútbol inglés. Por ejemplo, Szymanski y Kuypers (1999) lo hacen desde una perspectiva principalmente estratégica, partiendo del presupuesto de que el fútbol es un negocio, además de un juego. Morrow (1999) elabora un detallado análisis de la materia centrándose más en los aspectos financiero-contables. Dobson y Goddard (2001 a), realizan una amplia investigación empírica sobre el tema, donde abordan desde el equilibrio en la competición y la incertidumbre en el resultado hasta los sueldos de los jugadores, pasando por la asistencia a los estadios o el papel de las finanzas en el fútbol.

Además, la constitución del Grupo de Trabajo sobre el Fútbol (FTF, 1999 a, b), a instancias del Ministerio del Deporte británico, fructificó en dos informes de referencia en los que se buscan aquellos factores que, a priori, resultan más relevantes para el negocio futbolístico. No es esa, sin embargo, la única iniciativa en este terreno, ya que la Universidad de Leicester cuenta con un centro de investigación para materias relacionadas con el fútbol –el *Sir Norman Chester Centre for Football Research*–; el banco de inversión *Singer & Friedlander* viene editando, cada temporada, una revista especializada en aspectos socioeconómicos del fútbol británico; y, la consultora *Deloitte & Touche* ha realizado, en las últimas temporadas, trabajos descriptivos sobre las finanzas del fútbol en los principales países europeos, entre otras referencias empíricas.

Otro grupo de trabajos abordan aspectos parciales relacionados con el negocio del fútbol, como son los referentes a la calidad de las plantillas, entre los que destacan los de Dobson et al. (2000), Gerrard y Dobson

(2000) y Gerrard (2001); o los que se refieren al equilibrio en la competición y los aspectos que pueden afectarle, como los de Palomino y Rigotti (2000 a y b), Palomino y Sákovics (2000), y, por último, Feess y Stähler (2002); o –sin ánimo de ser exhaustivos- aquellos trabajos que estudian la afición, medida por la asistencia a los estadios tal como los de Cambridge (1997), Falter y Pérignon (2000) y Koning *et al.* (2001). Ximénez de Sandoval (2003) analiza los efectos de los acontecimientos deportivos en el precio de las acciones de los equipos ingleses que cotizan en bolsa. Previamente Renneboog y Vanbrabant (2000) también habían estudiado este crucial asunto.

1.2.- EL CASO ESPAÑOL

La investigación sobre el fútbol español, especialmente en sus aspectos financieros, está menos desarrollada que la del inglés. Sus aspectos jurídicos han sido, en general, más estudiados que los económicos. Existen, por eso, trabajos recopiladores basados sobre los efectos de la transformación de los clubes en Sociedades Anónimas Deportivas (Ernst & Young, 1992; Mayor *et al.*, 1997; Calonge, 1999) y también obras que abordan temas como el de los Derechos de Imagen o el Traspaso de Jugadores (Palomar y Descalzo, 2001; Tros, 2001).

Desde un punto de vista ya propiamente económico, la Liga Nacional de Fútbol Profesional publicó una importante obra encaminada a entender las claves del negocio del fútbol actual (LNFP, 2000) si bien se centra más en los aspectos globales del negocio y las repercusiones macroeconómicas de la actividad del sector.

En los últimos años han aumentado los trabajos desde una perspectiva contable, como el de Segovia (2000), que repasa los aspectos más destacables de la adaptación sectorial del PGC; o el trabajo de Ordóñez (2002) sobre el tratamiento de los pagos a deportistas propuesto por dicha adaptación. Moreno y Serrano (2002 y 2003) analizan aspectos contables de la contratación de jugadores; Jimeno de la Maza y Redondo (2002) se centran en la contabilización de los gastos de formación; Sánchez Toledano

(2002) plantea un sistema de costes para los clubes de fútbol; García y Rodríguez (2003) alertan de los efectos de la mala gestión a pesar de la existencia de importantes ingresos televisivos; y Magaz (2002) ha abordado, con alcance general, la gestión económica de los clubes de fútbol españoles.

Asimismo, desde la consultora Deloitte & Touche, en la línea de sus estudios sobre el fútbol británico, con la supervisión del profesor Fernández de Valderrama, ha analizado, descriptivamente, las finanzas del fútbol español. Desde un punto de vista más específicamente financiero, Cueto (1998) analiza la relación del fútbol con la Bolsa

En cuanto a los aspectos concretos que afectan al negocio del fútbol en España, destacan los trabajos de García y Rodríguez (2002), que analizan la asistencia a los estadios de fútbol español; Gil Lafuente *et al.* (2003) y Ferrer *et al.* (2003) estudian el impacto que tienen los equipos de fútbol y baloncesto en su entorno; Boscá *et al.* (2003) se centran en la eficiencia técnica de los clubes de la liga española en comparación con los italianos; e incluso, Gil Lafuente (2003) trata sobre los sistemas de designación arbitral.

1.3.- LA VALORACIÓN ECONÓMICA DEL FÚTBOL

En todo caso, el número de trabajos de investigación sobre la economía futbolística se reduce notablemente cuando la materia concreta en examen es la valoración de los equipos de fútbol. Así, en tal caso, algunos de los autores se centran en la valoración tan sólo de aspectos parciales o componentes del negocio –que, si bien suelen ser de los más relevantes, no ofrecen un valor conjunto–, como es el caso del valor de la marca de un club de fútbol (Guijarro *et al.*, 2000; Blasco *et al.*, 2002) o de los jugadores (Dobson y Gerrard, 1997; Dobson *et al.*, 2000; y Gerrard y Dobson, 2000). Más raros son, pues, los casos en los que sí se propone una valoración global de un club de fútbol. Sólo conocemos al respecto la propuesta de Guzmán *et al.* (2002), que obtienen un valor para los clubes de

fútbol españoles -a partir del modelo de Edwards-Bell-Ohlson, prácticamente coincidente con el Beneficio Económico-.

Ahora bien, aunque con planteamientos más bien ajenos al terreno de la investigación científica, los analistas financieros han tenido, a fin de cuentas, que proponer una valoración para los clubes de fútbol europeos, situados ante sus ofertas públicas de venta en bolsa o simplemente de cara a orientar a posibles inversores. En general, han recurrido a los métodos clásicos de valoración de empresas adaptadas, de forma subjetiva, al problema concreto con el que se enfrentaban. Pero no hemos encontrado una metodología de valoración de clubes de fútbol que pueda ser aplicable a la competición española.

Entre las numerosas obras que recogen los principales métodos de valoración de empresas, conviene destacar los trabajos de Damodaran (1996 y 2001), Fernández (1999 y 2003) y Copelan *et al.* (2000), por su especificidad y amplitud, en cuanto son una excelente referencia de cara a la necesidad de afrontar la valoración de empresas. En todas ellas, hay un elemento de coincidencia que nos interesa destacar para nuestro trabajo: la tesorería generada es el criterio objetivo que ha de servir de base para la valoración. En particular, sugieren que el descuento de flujos de caja se muestra como el método de valoración más adecuado. A partir de esta hipótesis, la tarea se concreta en la estimación de los flujos de caja, la tasa de descuento y el horizonte temporal asumido para la valoración.

1.4.- METODOLOGÍA Y CONTENIDOS

Estos elementos definidos previamente van a ser los carriles entre los que se desarrollará nuestro trabajo de investigación, y nos van a permitir establecer de forma clara cuál va a ser su fin principal y cuáles los medios específicos con los que se cuenta para llevarla a cabo.

El objetivo de la tesis es la obtención de un método de valoración que se ajuste a las características peculiares de los clubes de fútbol españoles, para lo cual se analizan los factores de entorno que configuran el contexto donde se desarrolla el negocio del fútbol.

Quizás el factor conceptual más importante para definir lo que es un negocio deportivo sea el equilibrio en la competición, es decir, que existe una incertidumbre en los resultados de cualquier partido. Este será por tanto el aspecto que desde un ámbito más específico, esto es, ligado al fútbol profesional, se analizará en primer lugar. Una vez establecido qué es el negocio del fútbol, la primera etapa para la valoración de una empresa por descuento de flujos (Fernández, 1999) exige un análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector al que pertenece. En el caso que nos ocupa –el negocio del fútbol– es básico tener en cuenta la legislación más relevante, en lo que atañe a los aspectos económicos de los clubes de fútbol, puesto que condiciona, en gran parte, sus resultados económicos

Dadas las características de internacionalización de la economía en general y del fútbol en particular, parece lógico estudiar el papel que los diversos organismos, españoles y europeos, especializados al efecto desempeñan en las competiciones disputadas por los clubes de fútbol. La contratación de jugadores, que podría considerarse en su vertiente legislativa, nos parece que, por su especial relevancia debida a la cuantía ligada a sus traspasos y salarios, merece ser estudiada entre los factores básicos determinantes del negocio del fútbol.

El conocimiento de un sector exige un análisis financiero de las empresas del mismo. A esa tarea se dedica otro de los capítulos de este trabajo. Para efectuar el análisis financiero de las SAD y clubes de fútbol, se han estudiado los principales aspectos de las cuentas de pérdidas y ganancias y del balance, con especial incidencia en la estructura de financiación y la naturaleza de las inversiones de los clubes de fútbol españoles. Este análisis, concretamente, se realiza sobre una muestra de 34 equipos estudiados durante el periodo de tiempo comprendido entre la temporada 1997/98 y la 01/02. Hay datos para el periodo completo de 13 equipos de la muestra. Estos clubes y SAD, representaron el 77% de los ingresos de explotación de Primera División, así como el 68% del Activo Total y el 71% de los Recursos Propios. Por otro lado, de estos trece equipos, ocho

han participado durante todo el periodo de estudio en la Primera División, tres han fluctuado entre Primera y Segunda, uno ascendió a Primera en la temporada 97/98 y se ha mantenido en ella hasta la última temporada estudiada, y, finalmente, el restante descendió en la primera temporada inclusive y no ha logrado recuperar la categoría perdida.

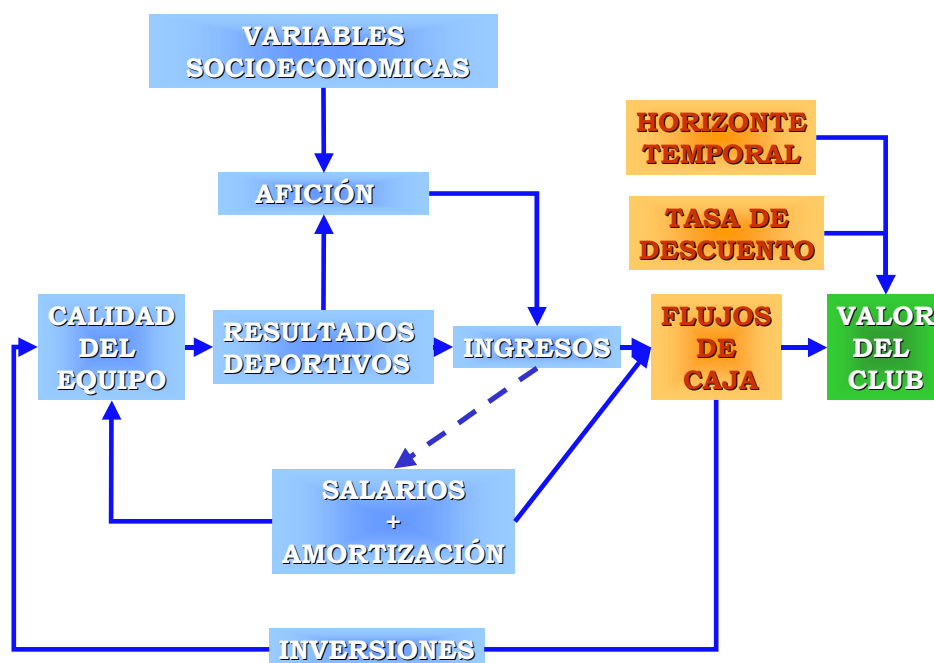
Como paso previo al análisis propiamente dicho de los estados financieros, se hace un análisis de la calidad de la información financiera elaborada por los clubes de fútbol. El estudio de los informes de auditoría, estableciendo al respecto una clasificación aclarativa para la interpretación de sus salvedades y excepciones, nos permite valorar la calidad real de la información que los clubes facilitan así como los aspectos de la misma que ocasionan más problemas para su eventual estudio.

Las cuentas de pérdidas y ganancias y los balances de situación se estudian agregando los clubes en función de la división en que militan durante cada temporada. Esta forma de análisis, clásica en los informes del Banco de España, entre otros, permite obtener una información sobre las estructuras y tasas de tipo promedio para cada una de las divisiones. Cabe destacar que, fruto de este análisis, se aportan datos sobre las finanzas de la Segunda División que no habían sido tratadas hasta nuestro trabajo.

Para el análisis de la financiación de los clubes de fútbol, se ha tenido en cuenta la estructura accionarial de aquellos, de entre ellos, que poseen la forma jurídica de SAD. También, se han analizado las relaciones de juntas directivas y consejos de administración con los clubes, desde el punto de vista de los efectos que tienen sobre la financiación de éstos. Así mismo se ha estudiado el comportamiento bursátil de los clubes europeos cotizados –en especial los ingleses– en orden a determinar, por aproximación, cuál sería el proceder de sus homólogos españoles en circunstancias similares. Por último, para el estudio del endeudamiento, se ha seguido el esquema de Morrow (1999), con atención especial a la posición neta de tesorería de los clubes, su apalancamiento bancario y la cobertura de intereses.

Se podría pensar que la determinación de los flujos de caja se haría de forma directa a partir de los flujos de caja obtenidos en los periodos de estudio de los equipos españoles. El análisis sobre la calidad de la información ya nos ponía en guardia frente a la fiabilidad de esos flujos, pero la observación de la disparidad encontrada en ellos y los cambios repentinos en su evolución, nos hacen sospechar que no van a ser elementos fiables. No obstante se realizará un contraste para ver la homogeneidad de esos flujos y, al rechazarlo, nos vemos obligados a buscar una metodología alternativa de determinación de flujos de caja. Para ello se elabora el concepto de Flujo de caja esperado como aquel que debería tener un club, si su gestión fuera eficiente. Para obtener ese flujo se parte de un modelo teórico en el que se analizan cuáles son los posibles factores que afectarían al flujo de caja. Dicho modelo es elaborado, principalmente, a partir de los trabajos de Gerrard (2001), Falter y Pérignon (2000), Szymanski y Kuypers (1999) y Damodaran (1996).

Ilustración 1-1 Elementos para la creación del valor de un club de fútbol



Fuente: elaboración propia

La Ilustración 1-1 recoge los principales factores que se analizan en este trabajo y sus relaciones. Las únicas variables exógenas que se consideran en la determinación de los Flujos de caja son las socioeconómicas que

afectan especialmente a la afición, y ésta, a su vez, condiciona a los ingresos. Éstos sirven como control a los gastos y, en particular, a los gastos de personal. A la vez, permiten generar mayores flujos de caja. Dichos flujos condicionan las inversiones, que junto a los gastos de personal definen, en gran parte, la calidad de los equipos, calidad que permite generar mejores resultados deportivos. Estos resultados tienen un doble efecto: potencian la afición y generan mayores ingresos al hacer más atractivo al equipo.

En esencia esas van a ser las relaciones que se analizan en este trabajo. El estudio de los efectos de unas variables sobre otras y sobre el flujo de caja se ha realizado mediante análisis de regresión univariante y multivariante. Esta técnica es empleada habitualmente por los diversos autores, en especial por Szymanski y Kuypers (1999) y Dobson y Goddard (2001 a). El estudio de los efectos directos e indirectos de unas variables sobre otras se ha realizado mediante un análisis de trayectorias, que permite expresar el modelo como figura en la Ilustración 1-1.

En función de dicho modelo, es como se ha estructurado el desarrollo de la tesis, esquemáticamente reflejado en la Ilustración 1-2. De modo que se pueden distinguir tres bloques en el cuerpo de la tesis. El primero, de análisis histórico y estratégico del sector, comprende los capítulos 2 a 5. El segundo se centra en el análisis de los factores esenciales para la creación de valor en el fútbol y abarca los capítulos 6 a 9.

El tercero se ajusta a la consecución del valor del club de fútbol. Para ello, partiendo del modelo de descuento de flujos de caja y considerando las relaciones determinadas en el bloque anterior, se busca la obtención de unos adecuados indicadores de valor económico. Dichos indicadores se obtienen, además, a partir de las variables propias del fútbol. Los clubes de fútbol ingleses que cotizan en Bolsa, servirán de referencia para la estimación de los flujos de caja esperados propios de un club dotado con unas determinadas características si realmente se comportara según criterios de creación de valor para los accionistas.

Una vez obtenidos los flujos de caja se hace necesario determinar las betas que serán utilizadas para estimar el coste de los recursos propios, formulado según el modelo CAPM. Tras una breve discusión teórica, en la que se cuestiona la oportunidad del uso de betas cuantitativas, como alternativa se propone el uso de betas cualitativas, que recojan aspectos ligados al riesgo del negocio, de la estructura financiera y del equipo directivo. Posteriormente se determina la tasa de descuento; y, aplicándola al flujo esperado, se obtiene un valor para un club promedio. Por último, mostramos la operatividad del modelo no sólo de cara a la obtención del valor sino en orden a la gestión de un club de fútbol profesional orientado a la generación de valor para los accionistas.

Ilustración 1-2. Esquema y estructura de trabajo

NEGOCIO DEL FUTBOL	CAP 2
VALORACIÓN	CAP 3
ANALISIS | INVERSIONES	CAP 4
FINANCIACION	CAP 5
<hr/>	
INGRESOS	CAP 6
RESULTADOS DEPORTIVOS	CAP 7
CALIDAD PLANTILLA | SUELDOS + AMORTIZACIÓN	CAP 8
AFICIÓN	CAP 9
<hr/>	
MODELO DE DETERMINACIÓN DEL VALOR DE UN CLUB DE FÚTBOL	CAP 10

Fuente: elaboración propia

Finaliza la tesis con el capítulo de las conclusiones obtenidas a la luz de los diferentes análisis realizados a lo largo del desarrollo de la tesis.

2.- EL NEGOCIO DEL FÚTBOL: ENTORNO Y FACTORES DETERMINANTES

2.1.- *NORMATIVA POR LA QUE SE RIGEN LOS CLUBES DE FÚTBOL EN ESPAÑA*

La Constitución Española, en su artículo 43.3 señala que “Los poderes públicos fomentarán la educación sanitaria, la educación física y el deporte. Asimismo, facilitarán la adecuada utilización del ocio”. En ese sentido, con intención de que lo expresado en la Carta Magna se convierta en realidad, los poderes públicos han aprobado una serie de disposiciones legales y reglamentarias que dibujan el marco jurídico en el que se tienen que desenvolver los Clubes de Fútbol en España.

La conocida como Ley 10/1990, del Deporte, de 15 de octubre de 1990, es el principal punto de referencia legal para el estudio de los Clubes de fútbol. Una de las principales repercusiones de dicha ley es la exigencia de transformación, con carácter general, de los clubes profesionales en Sociedades Anónimas Deportivas. Por este motivo, también es relevante el estudio del Real Decreto 1251/1999, de 16 de julio, sobre SAD, que deroga el Real Decreto 1084/1991, de 5 de julio. De este último decreto sólo quedan vigentes las disposiciones transitorias. Finalmente, y para ayudar a comprender la realidad económica de la actividad de los clubes de fútbol, interesa estudiar la Orden del Ministerio de Economía de 27 de junio de 2000 sobre la adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad a las Sociedades Anónimas Deportivas. En este capítulo, vamos a estudiar las disposiciones legales mencionadas, al igual que otros elementos que caracterizan el negocio del fútbol, como son el equilibrio en la competición y la contratación de jugadores.

2.1.1.- *Ley del Deporte (Ley 10/1990, de 15 de octubre)*

Según declara en su preámbulo, esta Ley tiene como objetivo fundamental regular el marco jurídico en que debe desenvolverse la práctica deportiva en el ámbito estatal. Para poder hacerlo, la ley se fija en una serie de

características propias del fenómeno deportivo apreciadas por los legisladores. Dentro de ellas cabe señalar, a los efectos de este trabajo de investigación, por estar más directamente relacionadas con nuestro objeto de estudio, que la actividad deportiva tiene dos ámbitos claramente diferenciados: aquel que el ciudadano realiza como actividad espontánea y lúdica, y el espectáculo deportivo que se ha convertido en un fenómeno de masas cada vez más profesionalizado.

Ilustración 2-1. Esquema de la actividad deportiva.



Fuente: Elaboración propia

En la Ilustración 2-1 se representa el esquema de la actividad deportiva tal y como se entiende en la Ley del Deporte. De acuerdo con lo anteriormente mencionado, se contempla de forma diferente el deporte practicado por aficionados y el realizado con carácter profesional. El primero se pretende desarrollar fomentando el asociacionismo deportivo de base y para ello se legislan los clubes deportivos elementales los cuales tienen una forma de constitución simplificada. Mientras que para las actividades deportivas profesionalizadas¹ se establece un modelo de responsabilidad jurídica y económica mediante la conversión de los Clubes profesionales

¹ La Disposición Adicional Sexta del Real Decreto 1251/1999 aclara que son competiciones profesionales de ámbito estatal, en la actualidad, la Primera y Segunda división “A” de fútbol y la Liga ACB de baloncesto masculino.

en Sociedades Anónimas Deportivas o mediante la creación de las mismas para los equipos profesionales de la modalidad deportiva que corresponda.

Existen además unas formas asociativas de segundo grado, esenciales para la actividad deportiva, tales como las Federaciones deportivas, llamadas a ser catalizador de la promoción del deporte. Para el deporte profesional, se establece la obligatoriedad de la constitución, dentro de las federaciones, de Ligas integradas por todos los clubes que participen en competiciones oficiales de carácter profesional. Dichas Ligas² tienen la misión de organizar su propia competición y de hacerlo en coordinación con las respectivas federaciones.

La Ley contempla la existencia de un órgano encargado de la actuación Administrativa del Estado en el ámbito del deporte, por lo que será el Consejo Superior de Deportes³, organismo autónomo adscrito al Ministerio de Educación y Ciencia, el que desempeñe esa tarea. Dentro de las competencias que se le reconocen en el artículo 8, interesa destacar la letra o) donde indica que le corresponde “autorizar la inscripción de las Sociedades Anónimas Deportivas, con independencia de su inscripción en los registros de las Comunidades Autónomas correspondientes”.

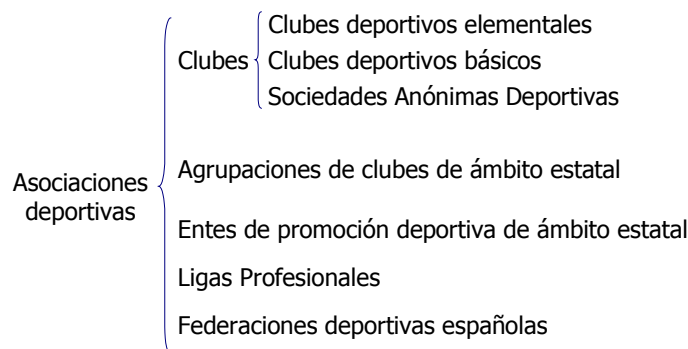
La Ilustración 2-2 muestra el esquema de las distintas figuras asociativas que contempla la Ley. Una vez expuesto el panorama general, a continuación, se hará una breve referencia del proceso que debe seguir un Club para participar en competiciones oficiales.

En primer lugar, deben inscribirse en el correspondiente Registro de Asociaciones Deportivas. Un club será reconocido como tal mediante la certificación de su inscripción en el mencionado registro. Posteriormente, para participar en competiciones oficiales, se deberá inscribir en la Federación a la que atañe ese deporte, que será, de forma habitual, la de la comunidad autónoma si está integrada en la correspondiente Federación

² Una de ellas es la Liga Nacional de Fútbol Profesional

Española. Si pretende intervenir en competiciones internacionales, deben adaptar sus Estatutos o reglas de funcionamiento a lo que la Ley exige para los clubes deportivos básicos.

Ilustración 2-2. Esquema del asociacionismo deportivo



Cuando un club, o sus equipos profesionales, participen en competiciones deportivas profesionales y de ámbito estatal debe adoptar la forma de Sociedad Anónima Deportiva⁴. No obstante, en la Disposición Adicional Séptima de la Ley se contempla la posibilidad de que los clubes participantes en las competiciones profesionales de fútbol, con saldo patrimonial positivo en todas las auditorías realizadas desde la temporada 1985-1986 por encargo de la Liga Nacional de Fútbol Profesional, conserven su estructura jurídica. En esta situación, en la actualidad, sólo se encuentran el Real Madrid Club de Fútbol, el Barcelona Club de Fútbol, el Club Athletic de Bilbao y Osasuna. Más adelante volveremos sobre estos casos particulares para explicar las garantías económicas que la Ley exige a estos clubes.

Quizás convenga ahora hacer un inciso sobre el porqué de la exigencia legal de la transformación en SAD o la creación de éstas para participar en las competiciones profesionales. De forma resumida, podemos afirmar

³ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: CSD

⁴ En el artículo 19.2 de la Ley 10/1990 se exige a estas entidades que incluyan en la denominación social la abreviatura SAD. De ahora en adelante, cuando nos refiramos a las Sociedades Anónimas Deportivas utilizaremos dicho acrónimo.

que el legislador pretendía, con esta medida, tal como lo manifiesta en la disposición adicional decimoquinta, “regularizar la situación económica de los Clubes de fútbol profesional”. Una situación económica que, unos años atrás, había llegado a niveles alarmantes: en enero de 1985, los pasivos exigibles de los clubes que integraban la Primera División, Segunda y Segunda “B” ascendían a unos 124,5 millones de euros. Los clubes de fútbol habían llegado a esta delicada posición financiera, en gran medida, como consecuencia de las elevadas inversiones que tuvieron que realizar en sus estadios para la celebración del Mundial de Fútbol disputado en España en 1982. En principio, los ingresos del propio acontecimiento deberían haber sufragado dichas inversiones, pero revirtieron al Tesoro Público⁵.

Consecuencia de lo antes mencionado, y para aliviar la situación creada, en una primera etapa se encarga al Consejo Superior de Deportes la elaboración de un Plan de Saneamiento con un convenio suscrito entre la Liga Nacional de Fútbol Profesional⁶ y CSD. Los firmantes de dicho acuerdo se proponen como objetivos: el saneamiento económico del fútbol profesional y, para esto, controlar económicamente a los clubes de fútbol por parte de la LNFP. En ese primer Plan de Saneamiento se acordó financiar las deudas reconocidas en el convenio con el 2’50% de la recaudación de las Apuestas Mutuas Deportivo Benéficas. Sin embargo, la recaudación de las quinielas cayó notablemente como consecuencia de la aparición de otros juegos de apuesta como la Bonoloto o la Lotería Primitiva. Esto hizo que este primer Plan de Saneamiento fracasara⁷.

Con la Ley del Deporte se hace un segundo intento de llevar adelante el saneamiento de las finanzas del fútbol. Las disposiciones adicionales undécima a decimoquinta de dicha Ley hacen referencia a las nuevas medidas a tomar para lograr este objetivo. Nos encontramos así con el Segun-

⁵ Según se recoge en <http://www.lfp.es>

⁶ En adelante cuando nos refiramos a la Liga Nacional de Fútbol Profesional lo haremos mencionando sus iniciales: LNFP.

⁷ Recogido de <http://www.lfp.es>

do Plan de Saneamiento donde se contempla que, mediante Real Decreto, se fijará la participación de los clubes de fútbol en la recaudación de las Apuestas Deportivas del Estado con el fin de cubrir las obligaciones financieras derivadas del Plan de Saneamiento (D.A. Undécima L 10/1990 que quedó sin efecto al aprobarse la L 50/1998). Durante este periodo, se obliga a los clubes de fútbol a pagar una cuota a las Ligas por participar en ellas pero, como contrapartida, la LNFP se tuvo que hacer cargo de diversas deudas contraídas con el Estado (recogidas en la D.A. Decimotercera L 10/1990).

Finalmente, dentro de este proceso de saneamiento, cabe destacar que, en mayo de 1995, según la LNFP⁸, ésta suscribió un convenio para la adaptación de los estadios a los requisitos exigidos en materia de prevención de la violencia con los Ministerios de Educación y Ciencia, y Justicia e Interior. Mediante este acuerdo los clubes han ingresado el exceso del 7'50% de la recaudación de las quinielas destinado al Plan de Saneamiento.

Por lo expuesto hasta ahora, podríamos afirmar que, en esta transformación jurídica, subyace la clara intención de que los clubes profesionales de fútbol, ya que cada vez tienen un enfoque más mercantilizado, se sometan a unos mecanismos de control y un ámbito de gestión que haga razonable su actividad económica sin cargar a los ciudadanos con los resultados de un mal quehacer económico-financiero. De este modo, si un club de fútbol profesional no obtiene los resultados económicos que lo hagan viable, serán sus accionistas los que tendrán que ayudar a mantenerlo vía ampliaciones de capital o simplemente se verán abocados a la disolución de la sociedad.

2.1.2.- La figura de las Sociedades Anónimas Deportivas

Desde el punto de vista jurídico y económico, la Ley del Deporte, con el imperativo de transformación o creación –salvo contadas excepciones- de

⁸ <http://www.lfp.es>

SAD para participar en las competiciones profesionales, ha supuesto que dicha figura cobre una notable relevancia para abordar cualquier aspecto de carácter económico relacionado con los clubes de fútbol. Por este motivo, es esencial profundizar en aquellos aspectos de la normativa legal que legislan este tipo de entidades. En concreto, nos interesará especialmente el articulado que va a incidir en los aspectos económico-financieros de los clubes de fútbol.

2.1.2.1.- Objeto Social

Las SAD tendrán como objeto social la participación en competiciones deportivas de carácter profesional (art. 19.3 L 10/1990 y art. 2.1 RD 1251/1999) además de que sólo podrán participar en competiciones oficiales profesionales de una sola modalidad deportiva⁹ (art. 19.4 L 10/1990) y que para poder constituirse con dicho objeto social debe existir en España la correspondiente competición profesional oficial (art. 2.3 RD 1251/1999). Merece la pena señalar que el objeto social exige la profesionalización del deporte pero no excluye la promoción y el desarrollo de actividades deportivas. En este sentido, la mayoría de los clubes de fútbol profesionales mantienen equipos en categorías inferiores con vistas a incorporar, a los primeros equipos, a aquellos jugadores canteranos que destaquen. No obstante, aunque esos equipos no sean profesionales, en la medida en que están ligados a clubes poderosos, los medios económicos y materiales de que disponen hacen que su funcionamiento diste mucho de los equipos aficionados sin ninguna vinculación con clubes profesionales.

2.1.2.2.- Ejercicio económico

El ejercicio económico de las SAD se fijará de acuerdo con el calendario establecido por la Liga Profesional correspondiente (art. 20.3 L 10/1990). El Real Decreto de SAD concreta, aún más, estableciendo en su artículo

⁹ Como apunta Segovia (2000) esto supone que tanto el Barcelona C.F. como el Real Madrid C.F. no pueden transformarse en SAD pues tienen varios equipos profesionales

8.b que “la fecha de cierre del ejercicio social, se fijará de conformidad con el calendario establecido por la Liga profesional correspondiente, que, salvo establecerse otra cosa, será el 30 de junio de cada año”. La LNFP estipula que los ejercicios económicos de la Liga comenzarán el 1 de julio de cada año y durarán hasta el 30 de junio siguiente (art. 51 Estatutos LNFP). El establecimiento de este ejercicio económico es acorde con las fechas de celebración de las competiciones deportivas; algo que necesariamente debe ser así por la estrecha relación de la competición en la cual se participe para poder diseñar los presupuestos y las estrategias económicas adecuadas. Una manifestación de esto es que, al comienzo de cada ejercicio –entre el 1 y el 31 de julio de cada año-, las SAD y clubes han de solicitar su inscripción en la competición profesional correspondiente (art. 53 Estatutos LNFP).

2.1.2.3.- Capital social

Un aspecto importante para las SAD es la fijación del capital social mínimo, que nunca podrá ser inferior al establecido por la Ley de Sociedades Anónimas (art. 21.1 L10/1990), fijándose reglamentariamente los criterios que lo determinan. Así el Real Decreto (art. 3 RD 1251/1999) define el capital mínimo para una SAD y que se calcula mediante la adición de los siguientes sumandos:

- Primero: el 25% de la media de los gastos realizados, incluidas las amortizaciones, por los clubes y SAD que participen en la respectiva competición. Estos gastos estarán ajustados en función del informe de auditoría. El cálculo obtenido anualmente, lo hará público el CSD.
- Segundo: determinado en función de los saldos patrimoniales netos negativos que, en su caso, arroje el Balance del último trimestre natural anterior ajustado en función del informe de auditoría.

No obstante, si el porcentaje establecido sobre la media de los gastos fuese inferior al segundo sumando, el capital mínimo se fijaría en el doble de los saldos patrimoniales negativos.

Estos criterios, continúa el Real Decreto, se aplicarán también para aquellos clubes que accedan a una competición oficial de carácter profesional siendo ya SAD. Se hace una salvedad para los clubes que perdieran la categoría profesional y que antes de dos temporadas retornen a la misma siempre que su Balance ajustado por el informe de auditoría presente un saldo patrimonial neto positivo¹⁰ (art. 3.3 RD 1251/1999).

Segovia (2000) hace algunas puntualizaciones que pueden ser relevantes. En primer lugar, indica que parece innecesario hacer mención expresa a la inclusión de las amortizaciones dentro de los gastos y, en segundo término, apunta que, sin embargo, no se especifica si se incluyen gastos y pérdidas; si se toman gastos ordinarios y los de carácter extraordinario. Parece que la segunda observación tiene mayor trascendencia ya que, según la mencionada autora, esos matices no son meramente conceptuales pues, en función de ellos, se va a determinar el capital social. De cualquier manera, tal y como está redactado el Real Decreto, habrá que incluir todos los gastos para el cálculo del porcentaje del primer sumando.

En el proceso de transformación (art. 3.6 RD 1251/1999), el capital mínimo tendrá que fijarse por la Comisión Mixta¹¹. En el plazo de tres meses deberá notificar al club solicitante el importe de capital exigido. Si no notifica su decisión en el plazo previsto, se entenderá que el capital social mínimo será:

¹⁰ Existe una excepción, ya que, en el caso de que aún teniendo saldo patrimonial neto positivo, la SAD se encontrara en la situación de disolución prevista en el art. 260.4 de la LSA, la Comisión Mixta tendrá que fijar el aumento de capital que restablecería el equilibrio patrimonial.

¹¹ La Disposición Transitoria Primera de la Ley del Deporte prevé la creación de esta Comisión Mixta, que estará integrada por personas designadas por el CSD y la Liga Profesional correspondiente. Tendrá funciones de coordinación y supervisión de los procesos de transformación en SAD.

- Si el saldo patrimonial neto del club fuera negativo, la suma del saldo patrimonial neto propuesto por el club y el 25% de los gastos medios de los clubes y SAD que participen en la competición,
- Si el saldo patrimonial fuera positivo, será de 60.101,21euros más el citado porcentaje de gastos.

Parece que la redacción del artículo 3 es confusa ya que, de acuerdo con lo expuesto hasta ahora, en el punto tercero, se establecen las condiciones para el cálculo del capital mínimo pero solo hace referencia a supuestos en los que el saldo patrimonial neto sea negativo. La única mención a los casos en los que el patrimonio neto sea positivo, la hace el Real Decreto en el punto 6 –siempre dentro del artículo 3-. Así, de forma resumida, se podría decir que existen tres formas de determinar el capital mínimo según las posibles situaciones patrimoniales del club según se refleja en la Tabla 2-1:

Tabla 2-1. Condiciones para determinar el capital mínimo.

CONDICIONES	CAPITAL MINIMO
a.1. Saldo patrimonial neto negativo y cuarta parte de la media de los gastos de los clubes de la categoría inferior a dicho saldo	Doble del saldo patrimonial neto negativo
a.2. Saldo patrimonial neto negativo y cuarta parte de la media de los gastos de los clubes de la categoría superior a dicho saldo	Suma del 25% de los gastos medios de los clubes de la categoría y el saldo patrimonial neto
a.3. Saldo patrimonial neto positivo	60.101,21euros más suma del 25% de los gastos medios de los clubes de la categoría

Fuente: elaboración propia

Dado que el saldo patrimonial es un elemento fundamental para determinar el capital mínimo de las SAD, se hace necesario saber como se calcula dicho saldo. Esto resulta de lo establecido por la Disposición Adicional Segunda de la adaptación sectorial del PGC a las SAD, donde se indica que será:

- (1) Fondos Propios + Subvenciones de capital + Subvenciones de capital de entidades deportivas + Diferencias positivas de cambios +

Ingresos fiscales a distribuir en varios ejercicios + Préstamos participativos de vencimiento superior a 5 años - Acciones propias.

La Ley del Deporte establece que las acciones de las SAD deben ser nominativas –así queda el art. 21.3 después de la ley 50/1998, también lo recoge el art. 6.2 del RD 1251/1999-. Se podría considerar que este aspecto llegaría a constituir un obstáculo para la fácil transmisibilidad de las acciones y, en consecuencia, ser un factor limitativo para la cotización de las acciones de los clubes de fútbol en Bolsa. Sin embargo, el mismo art. 6.2. del RD 1251/1999 hace mención expresa a la necesidad de que los títulos estén representados por anotaciones en cuenta si fueran a ser admitidas a negociación en Bolsa.

El capital mínimo de las SAD tiene que estar totalmente desembolsado y mediante aportaciones monetarias.

2.1.2.3.1 Accionistas de las SAD

En la redacción de la ley del Deporte, estaba previsto que sólo pudieran ser accionistas de las SAD las personas físicas con nacionalidad española, personas jurídicas públicas, Cajas de Ahorros y entidades semejantes, personas jurídicas españolas o sociedades cuya participación extranjera no sobrepase el 25%, y cuyos miembros estén totalmente identificados (art. 22 redacción L 10/1990). De esta manera, se estaba cerrando prácticamente la posibilidad de que existieran inversores extranjeros que se pudieran interesar por acciones de SAD: sólo lo podían hacer a través de sus participaciones en sociedades extranjeras y contando con la limitación mencionada. Esto supone una importante traba para la transmisibilidad de las acciones en una economía globalizada en la que, cada vez con más frecuencia, los inversores buscan, sin preocuparse excesivamente por las fronteras, los mayores rendimientos para sus inversiones.

A la vista de la demanda social y de los modelos de nuestro entorno, en especial el de las Ligas más poderosas como la *Premier League* inglesa y la italiana, los legisladores han procurado adaptar nuestra normativa en orden a que los clubes hallen vías de financiación para acometer sus pro-

yectos deportivos. En esta línea, se ha legislado para que las SAD se puedan incorporar a los mercados bursátiles. Fruto de este proceso, se observa la nueva redacción del art. 22 de la Ley del Deporte establecida por la Ley 50/1998 (art. 109 cuatro). En ella desaparece la mención a la nacionalidad del accionista centrándose en los aspectos referentes a las “participaciones significativas” en las SAD. Ya en 1990 el asunto de la nacionalidad fue criticado por ser incompatible con la libre circulación de los tratados de la Unión Europea.

El concepto de participaciones significativas¹² reviste una gran importancia para las SAD. El mero hecho de que, además de lo que recoge la Ley 50/1998, el Real Decreto de SAD le dedique todo un capítulo –el segundo¹³- ilustra sobre su relevancia. Podemos apuntar ahora el motivo que detiene a los poderes públicos a la hora de tratar este punto. La razón no es otra que procurar garantizar que las competiciones deportivas no se puedan ver adulteradas o manipuladas por razones económicas o extra-deportivas. Esto se pretende conseguir garantizando una cierta independencia entre clubes, tanto en su masa social como en sus órganos de gobierno.

La normativa sobre adquisición, comunicación y registro de participaciones significativas es amplia (art. 22 y 23 de la Ley del Deporte –redacción según L 50/1998- y art. 10 a 18 –ambos incluidos- del RD 1251/1999). A continuación, se recogen, en la Tabla 2-2, los porcentajes de participación relevantes con las consecuencias que originan.

Merece una mención especial el tratamiento previsto para las participaciones significativas de sociedades cotizadas. En este caso, la adquisición

¹² Se entiende por participación significativa, de acuerdo con la redacción del art. 22 de la Ley del Deporte, según lo establecido en el art. 109 cuatro de la L 50/1998 y el art. 10. 2 del RD 1251/1999 “aquella que comprenda acciones u otros valores convertibles en ellas o que puedan dar derecho directa o indirectamente a su adquisición o suscripción de manera que el adquirente pase o deje de tener, junto con los que ya posea, una participación en el capital de la sociedad igual o múltiplo del 5%”. El RD también incluye las opciones sobre acciones y valores para el cálculo de las participaciones significativas.

o enajenación de participaciones significativas se notificarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores¹⁴, de acuerdo con lo previsto por la legislación sobre el mercado de valores¹⁵. Será la CNMV la encargada de trasladar al CSD la comunicación, en el plazo de diez días, quedando la SAD relevada de su obligación de informar directamente a este organismo (art. 14 RD 1251/1999).

Tabla 2-2. Porcentajes relevantes de participación en SAD

5% ó múltiplo	⇒	Se considera participación significativa
Adquisición de acciones que den derecho de voto igual o superior al 25%	⇒	Necesita autorización del CSD
Poseer el 5% o más de una SAD	⇒	Impide detentar una participación directa o indirecta en otra SAD de la misma competición profesional, o modalidad deportiva

Fuente: elaboración propia

2.1.2.3.2 Reparto de dividendos

El dividendo es la forma de remuneración al accionista por excelencia. Desde el punto de vista de la creación de valor para el mismo, es uno de los elementos que habrá de considerarse. Por este motivo, parece oportuno resaltar que la Ley del Deporte, en su redacción inicial, restringía el reparto de dividendos de las SAD hasta que no se constituyera una reserva legal igual o mayor a la mitad de la media de los gastos realizados en los tres últimos ejercicios¹⁶. Sin embargo, la Ley 50/1998 modificó la redacción del art. 27 de la Ley del Deporte eliminando la mencionada restricción.

Parece importante que las SAD puedan tener libertad para fijar sus políticas de dividendos, especialmente si, en un futuro próximo, se plantean la posibilidad de cotizar en Bolsa. También se comprende que la Administración pretendiera -en un momento cuando las finanzas de los clubes de

¹³ Tiene su lógica continuación –consecuencia- en el capítulo III del RD 1251/1999 donde se habla de las limitaciones a la adquisición de acciones.

¹⁴ En adelante nos referiremos a ella como CNMV

¹⁵ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

fútbol atravesaban por una situación sumamente delicada- proteger los intereses de los distintos estamentos relacionados con los clubes. Esto se explica mejor haciendo referencia al párrafo segundo del art. 27 de la Ley del Deporte donde se preveía que los préstamos de accionistas y administradores sólo se devolverían si hubiera beneficios. Esa redacción inicial también ha sido suavizada con la Ley 50/1998 ya que simplemente se indica que esos préstamos se considerarán subordinados respecto a los demás en los que figure la sociedad como deudora.

2.1.2.4.- Normas contables e información periódica

La alarmante situación económica que dio origen a los Planes de Saneamiento, y a la actual configuración de los clubes profesionales de fútbol como SAD, hizo ver la necesidad de un mayor control sobre sus finanzas. En este sentido se ha regulado detalladamente la información a elaborar, el modo de hacerlo y la información a presentar ante los distintos organismos.

Desde la aprobación de la Ley del Deporte y hasta el año 1998, las SAD tenían que confeccionar la contabilidad y los presupuestos de acuerdo con la Ley de Sociedades Anónimas y el Código de Comercio. Además, las SAD tenían que presentar a sus Junta Generales un presupuesto con un informe de la LNFP para su aprobación. Por otro lado, la LNFP, el CSD o la Comunidad Autónoma correspondiente, podrían determinar que SAD tenían que someterse a una auditoría complementaria.

Con la Ley 50/1998 la redacción del art. 26 de la Ley del Deporte se modifica considerablemente, haciendo hincapié en lo que ya se recogía sobre la contabilidad diferenciada para las distintas secciones deportivas que tenga una SAD y añadiendo que se deberá especificar la distribución del importe neto de la cifra de negocios de las actividades propias de cada sección deportiva. Desaparecen las exigencias referentes a los presupuestos y se establece la obligación de remitir al CSD y LNFP los informes de

¹⁶ Para los tres primeros ejercicios se tomaría el importe del presupuesto inicial y la

auditoría que acompañan a las cuentas anuales y el informe de gestión antes de depositarlos en el Registro Mercantil. Se mantiene la potestad de exigir auditorías adicionales tanto por parte del CSD como por la LNFP. Finalmente se hace referencia a los desarrollos reglamentarios posteriores para definir los modelos a los que se habrán de ajustar las cuentas de las SAD¹⁷.

El Real Decreto de SAD se extiende, como es lógico y para dar cumplimiento a lo previsto en la Ley, dedicando todo el capítulo cuatro a las normas contables y la información periódica que tienen que presentar las SAD. Aparte de lo especificado en la Ley, se adelanta la posibilidad de la adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad, que posteriormente se realizó mediante la Orden del Ministerio de Economía de 27 de junio de 2000 sobre la adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad a las Sociedades Anónimas Deportivas. También se especifica que en la memoria de las cuentas anuales se recogerá, como mínimo, la siguiente información:

- a) distribución del importe neto de la cifra de negocios correspondiente a cada sección de la sociedad;
- b) derechos de adquisición de jugadores;
- c) inversiones en instalaciones deportivas;
- d) derechos de imagen de los jugadores;
- e) otros hechos de relieve que se establezcan en las normas de adaptación.

Respecto a la información a facilitar por las SAD, hay que destacar, que aparte de la común a cualquier otra sociedad anónima respecto a sus accionistas y la obligación de hacer el depósito de sus cuentas anuales en el Registro Mercantil, el Real Decreto 1251/1999 establece la obligación

media de los gastos de los ejercicios que se hubieran completado (art. 27 L 10/1990)

¹⁷ Las normas de adaptación las veremos más adelante con más detalle por lo que no nos detenemos en ellas en este momento.

de presentar información al CSD que, en el caso de las SAD que coticen en Bolsa, le será remitida por la CNMV.

Las SAD han de presentar al CSD una información semestral que incluirá, como mínimo, unos *Estados financieros intermedios*¹⁸ y, en su caso, un balance de la sociedad y del grupo consolidado, la cuenta de pérdidas y ganancias de la sociedad y memoria consolidada del grupo correspondiente al periodo. Cuando existan transacciones entre las sociedad y sus accionistas significativos, administradores o directivos, también se entregará un informe cuantificado de dichas transacciones, independientemente de que exista o no precio por la operación.

Anualmente, las SAD deben remitir al CSD sus cuentas anuales individuales –y consolidadas, en su caso- donde se incluirá el informe de gestión, la memoria y el informe de auditoría. Es de destacar que esta información será recibida por el CSD antes de que sean presentadas a la Junta General; se deja entrever en esta disposición el aspecto tutelar ejercido por el CSD.

Si surgieran divergencias entre la información anual y la semestral, o el informe de gestión o auditoría contuvieran salvedades o discrepancias, o la opinión del auditor fuese adversa, habrá que comunicar al CSD los motivos de las discrepancias y, si fuera el caso, un informe especial.

Las SAD que coticen en Bolsa deberán cumplir las obligaciones de información periódica prevista en la legislación sobre el Mercado de Valores. Dicha información, presentada a la CNMV, será remitida por esta al CSD. Cuando el informe de auditoría tuviera una opinión desfavorable, se podrá suspender la cotización durante el tiempo estimado oportuno para

¹⁸ De acuerdo con lo indicado en el Plan General de Contabilidad R.D. 1643/1990, de 20 de diciembre, en la Norma de elaboración de las Cuentas Anuales duodécima “se presentarán con la forma y los criterios establecidos para las Cuentas Anuales; a estos efectos, se formularán sin que tenga reflejo alguno en contabilidad, por lo cual, en su caso, se anularán las anotaciones contables eventualmente efectuadas para la realización de dichos estados financieros”.

que los precios se puedan formar con las garantías de transparencia exigidas por el mercado secundario.

El CSD –*motu proprio* o a instancias de la Liga Profesional- podrá exigir una auditoría complementaria realizada por auditores designados por dicho organismo con el alcance y contenido que consideren conveniente.

2.1.3.- Adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad¹⁹ a las Sociedades Anónimas Deportivas²⁰

Vemos de interés, dentro de este marco general, de carácter normativo, hacer una referencia al tratamiento contable que, desde el Ministerio de Economía, se ha querido para las SAD. Dicho interés radica en la aproximación que, siempre desde el punto de vista contable, se realiza de los conceptos que van a influir en la cuenta de pérdidas y ganancias de un club de fútbol y de la definición de los distintos activos en los que van a invertir, así como de las fuentes de financiación que van a utilizar. En este primer momento, nos limitamos a un simple recorrido por la Orden Ministerial resaltando los aspectos que consideramos más relevantes. Posteriormente, cuando estudiemos los distintos elementos que intervendrán para la determinación de los flujos de caja y de la tasa de descuento, iremos haciendo referencias más precisas al tratamiento previsto en esta disposición legal.

Las Normas de Valoración tendrán una especial incidencia sobre el objeto de nuestro estudio ya que nos servirán, cuando menos, para contar con un criterio que sirva de guía a la hora de aproximarnos a una valoración del conjunto de la entidad.

La Orden del Ministerio de Economía, de 27 de junio de 2000, aprueba una nueva adaptación sectorial del PGC a las SAD. Dicho plan es de obligatoria aplicación para los ejercicios económicos que den comienzo des-

¹⁹ En adelante, al referirnos al Plan General de Contabilidad utilizaremos las siglas PGC.

²⁰ En el ANEXO II.1 se desarrollan los aspectos más relevantes de estas normas de adaptación.

pués del 30 de junio de 2000. Esta adaptación tiene su razón de ser – según se indica en la introducción- en las especiales características de estas entidades frente a otros sectores. Con este motivo, al elaborar las normas de adaptación, se han tenido en especial consideración las peculiaridades operativas y hechos económicos propios y que no están recogidos en el PGC.

Su origen está en la aprobación del RD 1251/1999. En él se establece – con el artículo 19.2-, que “el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, podrá aprobar, mediante Orden, la adaptación del PGC a las SAD donde se considerarán las características y la naturaleza de las actividades desarrolladas, adecuándose a ellas las normas y criterios de valoración, así como la estructura, nomenclatura y terminología de las cuentas anuales”. Por otro lado, en su disposición transitoria cuarta²¹ se aprueba que, mientras no se produzca la Orden antes mencionada, seguirán vigentes las normas de adaptación aprobadas por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 23 de junio de 1995.

Además de las SAD, los clubes deportivos que participen en competiciones oficiales de carácter profesional, en la modalidad deportiva de fútbol y baloncesto, estarán sujetos a las normas de contabilidad definidas en la Orden. El resto de los clubes, asociaciones y cualquier otro tipo de entidad deportiva, no estarán obligados a la aplicación del PGC ni de las normas a las que nos estamos refiriendo²².

2.1.4.- La Liga Nacional de Fútbol Profesional (LNFP)

Como ya se ha dado a conocer previamente, la Ley del Deporte prevé, además de la existencia de los clubes, la de otras figuras intermedias, creadas para el desarrollo de las actividades deportivas. En este segundo

²¹ En la que por error se menciona el apartado 2 del artículo 9 en lugar del artículo 19 que es el correcto.

²² En el punto 2 de la Introducción a las “Normas de adaptación del PGC a las SAD” se plantea la posibilidad de su obligatoriedad para alguna de estas entidades si la autoridad competente emana las disposiciones administrativas pertinentes.

ámbito, destacan las Federaciones –en el caso concreto del fútbol, la Real Federación Española de Fútbol²³- como figura señera cuyo objetivo es la gestión de los intereses futbolísticos. Pero también se establece en esta Ley, la obligación de crear las llamadas Ligas Profesionales, como asociaciones de segundo grado dispuestas para controlar, tutelar y velar por la disciplina de sus afiliados, siempre dentro del entorno federativo.

Simultáneamente, también la Ley del Deporte, crea asimismo la figura de las SAD; reconociéndose así que los clubes participantes en competiciones profesionales están desarrollando una actividad empresarial. Resulta evidente además, por otra parte, que la unidad básica de negocio en la industria del fútbol son los clubes, pero, a su vez, las Ligas son algo más que una simple asociación de clubes, ya que el producto ofrecido –la competición deportiva- no se puede conseguir, sin la necesaria cooperación de los participantes, ni, tampoco, sin la imprescindible coordinación de la liga (Szymanski, S y Kuypers, T., 1999; 127). Por tal motivo, en este apartado se recogen aquellos aspectos de carácter económico que afectan a los clubes, tanto en su conjunto, como individualmente.

La LNFP tiene por objeto²⁴ la organización y promoción de las competiciones oficiales de carácter profesional en el ámbito estatal, al igual que su explotación comercial. Y, en sus estatutos²⁵, se especifica cuáles son los productos y derechos objeto de la referida comercialización²⁶, los cuales han de estar debidamente protegidos por la correspondiente inscripción en el Registro de la Propiedad Industrial. La LNFP también tiene derecho a la explotación de la utilización conjunta de los nombres, escudos, logotipos y colores oficiales de sus clubes afiliados, y en sus estatutos²⁷ refleja también, la capacidad otorgada a la propia LNFP para gestionar autónomamente sus recursos económicos.

²³ En adelante, se mencionará como RFEF. También existen las distintas Federaciones de carácter autonómico.

²⁴ Según recoge el artículo 2 de sus estatutos.

²⁵ En la letra e del artículo 3.1.

²⁶ En concreto, se mencionan allí los distintivos corporativos de marca, los logotipos, los anagramas, y la mascota oficial

A todo esto se añade la potestad conferida de aprobar normas por las cuales habrá de regirse la publicidad, tanto en las prendas deportivas utilizadas por los clubes, como en la estática y dinámica de los encuentros²⁸.

En otro aspecto, y dentro del artículo 3.2 de los estatutos, tiene especial relevancia la letra i al establecer que la LNFP aprobará los requisitos económicos exigibles a las SAD y clubes para integrarse en la Liga. De ahí que los clubes o SAD, para participar en el campeonato nacional de liga profesional, además de poseer el derecho deportivo reconocido por la RFEF, es necesario que reúnan, también, los requisitos económicos²⁹ establecidos por la LNFP en sus estatutos y su reglamento³⁰.

En consonancia con lo mencionado anteriormente, para que un club o SAD pueda afiliarse a la LNFP deberá cumplir los siguientes requisitos³¹:

- abonar la cuota de inscripción exigida por la Liga;
- justificar, mediante la oportuna certificación, que está al corriente del pago de sus obligaciones fiscales y compromisos adquiridos con la Seguridad Social;
- no tener deudas pendientes con sus jugadores y técnicos, la RFEF, la LNFP y las SAD o los clubes afiliados a la LNFP;
- presentar una memoria explicativa de los recursos económicos de la SAD o club y la relación de su Junta Directiva o Consejo de Administración;
- adjuntar una copia de los contratos laborales o de prestación de servicios del equipo deportivo a inscribir en la competición;
- remitir el listado actualizado de accionistas de las SAD; y, por último,

²⁷ art. 3.1. i.

²⁸ art. 3.2. c y d de los Estatutos LNFP.

²⁹ Además existen otros requisitos, de carácter social y de infraestructura, que también deben cumplirse.

³⁰ art. 8 del Reglamento LNFP.

³¹ art. 54 de los Estatutos LNFP, habiéndose extractado aquellos que guardan una relación más directa con los aspectos especialmente económicos.

- presentar los avales o fianzas previstos por la Ley del Deporte³², junto con –en su caso– el aval por el déficit de la temporada anterior y, si se dieran, los avales o fianzas que eventualmente fije la Asamblea General.

La trascendencia del cumplimiento de los mencionados requisitos de carácter económico, se aprecia al considerar que la LNFP, al enumerar las que define como faltas muy graves, cita en primer lugar el incumplimiento de los acuerdos de tipo económico provenientes de la LIGA, y, a continuación, también los incumplimientos incurridos con respecto a los deberes y compromisos adquiridos con el Estado, con los deportistas y con las restantes SAD o clubes³³. En proporción con la calificación de la infracción cometida, las sanciones contempladas pueden llegar a ser tan graves como la pérdida de categoría o la expulsión temporal o definitiva³⁴. En este sentido, sin embargo, no está prevista la expulsión de la LIGA para los incumplimientos de los acuerdos con la LNFP, aunque, por contraste, con esta medida sí se protegen en cambio los compromisos con los deportistas o con otros clubes y se asegura también el cumplimiento de los deberes para con el Estado.

El Reglamento de la LNFP concreta en su artículo 15, por otra parte, cómo se producirá la exclusión de la LIGA de aquellos clubes que a la fecha de 31 de julio adeuden cantidades a sus jugadores profesionales, aunque sólo si corresponden a obligaciones vencidas y no satisfechas en su totalidad o al menos con garantía suficiente para el jugador. La deuda ha de estar, además, reconocida por la llamada Comisión Mixta (constituida por la Asociación de Futbolistas Españoles y la LNFP, a partes iguales); la cual debe además proponer a la RFEF el descenso del club, siendo este último organismo el que lo ratifique. Llama la atención, al efecto, que sólo

³² La disposición adicional séptima de la Ley del Deporte, al referirse a las particularidades de los clubes de fútbol que, habiendo reunido previamente los correspondientes requisitos, no se transformen sin embargo en SAD, establece la obligación de que sus Juntas Directivas depositen un aval bancario ante la LNFP, a favor del Club, que garantice, al menos, el quince por ciento del presupuesto de gastos del club esa temporada.

³³ art. 65.2 a, b de los Estatutos LNFP.

³⁴ art. 74.2 y 3 de los Estatutos LNFP.

exista una concreción meramente reglamentaria para esos descensos³⁵ y que, por otro lado, sea éste precisamente, el único motivo claro de expulsión, actuando además solamente cuando se entendiera que existe, en el caso dado, una especial gravedad y reincidencia.

La referida expulsión supone la pérdida de la calidad de afiliado de la LNFP, y que, en consecuencia, impide participar en las competiciones que ésta organice. Por otra parte, si la expulsión se produce una vez iniciada ya la competición, el club expulsado se verá además obligado a indemnizar a los clubes contra los que hubiera debido enfrentarse, según marca lo establecido, para los casos de incomparecencia, el Reglamento de la RFEF³⁶.

Finalmente, por el simple hecho de estar afiliado a la LNFP, un club, obviamente, además de asumir unas obligaciones, posee unos derechos. Así, en concreto, percibirá los derechos y resultados económicos derivados de su participación en la LIGA³⁷.

2.1.4.1.- La Sociedad Española de Fútbol Profesional

La denominada Sociedad Española de Fútbol Profesional fue creada con el objeto de facilitar la explotación económica de la Liga, ya que, como se ha recordado previamente³⁸, estatutariamente, se contempla la explotación comercial de las competiciones que organiza, al mismo tiempo que se reconoce el paralelo derecho de los clubes afiliados a participar en los resultados económicos de su intervención en las competiciones.

Esta sociedad pretende que los clubes afiliados a la LNFP puedan acceder a determinados proyectos (en otro caso no viables, ni financiera, ni tecnológicamente) para algunos de ellos considerados de forma individual. Así, los clubes disponen de lo que viene prácticamente a ser una central de

³⁵ Es en este sentido cómo se debe entender la exclusión de la LIGA, pues así se especifica en la letra c del citado artículo 15.

³⁶ art. 12 del Reglamento LNFP.

³⁷ art. 57.5 de los Estatutos LNFP

³⁸ Se hace referencia a los artículos 2 y 3 de los Estatutos de la LNFP.

compras y ventas. De esta manera, podrán conseguir mejores precios, al existir una negociación única y homogénea, asimismo, todos los clubes podrán acceder a canales de distribución y comercialización que, difícilmente, podrían disfrutar individualmente. Paralelamente, se negocian de este modo, también, los derechos de los clubes en su conjunto³⁹.

La SFP estructura los servicios que presta, a través de tres áreas⁴⁰:

- **Comunicación y marketing:** en estos departamentos se planifican – entre otras cosas- las actividades publicitarias que van, desde el diseño de espectáculos para eventos como son los ligados a los aniversarios de los clubes, hasta la explotación de los videomarcadores. También comprende el diseño de productos audiovisuales basados en imágenes de los clubes; existe un área de diseño gráfico destinada a plasmar aquellos elementos dispuestos para a transmitir la imagen corporativa, por lo cual, dentro de este apartado, destaca el diseño de las entradas empleadas en los encuentros oficiales de la Liga. Buscan, patrocinadores para los clubes, y, a ese efecto, se les facilitan datos esenciales para este objetivo, como pueden ser los de la audiencia de televisión, el nivel de asistencia a estadios conseguido, o la información sobre los hábitos de consumo de los aficionados. Finalmente, se crean y diseñan elementos de imagen y factores promocionales para los clubes, que van, desde banderas, pins, o escudos, hasta relojes, perfumes y material de papelería.
- **Informática e ingeniería:** la SFP pretende generar, a través de este otro departamento, un valor añadido para los clubes, por medio de la aplicación de la tecnología puesta al servicio del espectáculo deportivo. Por eso, las tareas que tiene encomendadas, se centran sobre todo en lo referente a la ingeniería informática y de telecomunicaciones, al desarrollo de software y a la preparación de la documentación. Y, desde luego, cobran un especial relieve los servicios de consultoría prestados a los clubes, determinando cuáles son las limitaciones y necesidades

³⁹ <http://www.lfp.es>

de los sistemas productivos de los clubes para orientar la evolución del negocio. Junto a todo lo anteriormente reseñado, se desarrollan en este departamento proyectos de conectividad y comunicación por Intranet o Internet. Es más, ya que las comunicaciones demandan proyectos de telefonía, también los facilita la SFP. A su vez, también desarrolla software apropiado para cada uno de los clubes usuarios. Otra línea de actuación, facilita la puesta a punto de las infraestructuras: así, por ejemplo, el desarrollo de complejos proyectos de alumbrado, cableado, instalación de videomarcadores e iluminación tanto general como de emergencia.

- **Infraestructuras:** la propia SPF se puede convertir, en la empresa encargada de implantar y poner en marcha aquellos mismos proyectos que desarrolla por medio de sus departamentos de ingeniería e informática. En concreto, ha realizado y realiza esas instalaciones, y, además, ha configurado oportunamente las consiguientes redes de área local. Ofrece, asimismo, un servicio de asistencia técnica y de mantenimiento, que supone una garantía para los clubes, pues está disponible durante las veinticuatro horas del día. Por último, está en sus manos el diseño y la gestión de las campañas de abonos, que tan importantes son para los clubes.

2.1.5.- La UEFA

Dada la creciente importancia que cobran las competiciones internacionales para los clubes de fútbol profesional⁴¹, parece oportuno reflejar aquí las disposiciones económicas establecidas por la UEFA que permiten tomar parte en los torneos que ésta organiza. Por otro lado, el conocimiento de la visión característica de la UEFA acerca de las interrelaciones deseables entre la actividad económica y deportiva desarrolladas por los clubes de fútbol, puede resultar de gran utilidad a fin de orientar correc-

⁴⁰ <http://www.lfp.es>

⁴¹ En las últimas temporadas, al menos siete de la primera división del fútbol español han participado en competiciones europeas.

tamente en orden a ese nuevo horizonte, la gestión de los clubes españoles.

A este respecto conviene explicar someramente qué es la UEFA, los objetivos que persigue y quiénes son sus miembros. Para ello, sus propios estatutos resultan el marco adecuado y clarificador para ese propósito. Así, se puede decir en síntesis que la UEFA constituye una asociación cuyos principales objetivos son los siguientes⁴²:

- a) tratar todas las cuestiones referentes al fútbol europeo;
- b) promover el fútbol en Europa dentro de un espíritu de paz, concordia y juego limpio, ajeno a cualquier discriminación de género, política, raza o religión;
- c) salvaguardar los intereses de sus miembros;
- d) organizar las competiciones y encuentros internacionales dentro de Europa; y, en fin,
- e) mantener unas relaciones de contacto y cooperación con la FIFA.

Serán miembros de la UEFA⁴³, aquellas asociaciones nacionales de fútbol situadas en el continente europeo que respondan de la organización y ejecución de los asuntos relacionados con este deporte en su territorio respectivo.

Resulta apropiado, en este punto, aclarar al efecto cómo, obviamente, quienes pueden tomar parte en las competiciones organizadas por la UEFA, son únicamente aquellos equipos que, o bien constituyan selecciones nacionales, en cuyo caso, la formación representará a la asociación (esto es, la federación respectiva) y se compondrá de los jugadores seleccionados para el caso entre los que cumplan los requisitos oportunos, o bien clubes, que competirán previamente en los campeonatos organizados por sus respectivas federaciones. En este segundo caso, los clubes no son miembros de UEFA, sin embargo, para poder intervenir en

⁴² art. 2 Estatutos UEFA.

⁴³ art. 5 Estatutos UEFA.

las competiciones internacionales de clubes organizadas por esta asociación será necesario que los clubes obtengan la oportuna licencia. Dada la dificultad, para la UEFA, de analizar si todos los clubes reúnen los requisitos necesarios para su obtención –sería una labor materialmente imposible de realizar con los medios a su disposición-, se sirve, al respecto, de las mismas asociaciones nacionales que la integran para emitir las licencias UEFA para sus respectivos clubes.

La introducción del Manual para otorgar licencias UEFA resulta ciertamente muy ilustrativa sobre la evolución del deporte. Resalta que las actividades de los principales clubes de fútbol se están orientando, cada vez más, hacia la estrategia operativa de las empresas de servicios y denuncia, también, que, paradójicamente, el crecimiento de la industria del fútbol no se ha visto acompañado por la correspondiente profesionalización de su gestión. Este doble y contradictorio hecho se ha traducido en un aumento progresivo del riesgo financiero, ya que los clubes no se centran, en la actividad empresarial sino, principalmente, en lo deportivo. No obstante, y teniendo en cuenta que la competición exige la confrontación con otros equipos, resulta esencial, en ese intento, la búsqueda del equilibrio competitivo y, en definitiva, la pervivencia a largo plazo de los clubes. Por consiguiente, las medidas de control económico son especialmente relevantes, para que los dirigentes de los clubes no se dejen llevar por la perentoria necesidad de los resultados deportivos (el sistema de ascensos y descensos hace que la referencia cronológica determinante sea la temporada) y no tomen sus decisiones basándolas en el corto plazo, sino fijándose en un horizonte temporal de trabajo más largo.

2.1.5.1.- Directivas económico financieras de la UEFA

En esa línea, la UEFA ha fijado algunos objetivos, entre los cuales, dentro del contexto de este estudio, interesa uno de ellos: el de mejorar la capacidad económica y financiera de los clubes, aumentado su transparencia y credibilidad, además de darle la necesaria relevancia práctica a la protección de los acreedores. Por esto, el objetivo en cuestión incluye comprobaciones financieras anuales de las cuentas de los clubes, en las cua-

les se verificará que puedan subsistir en términos financieros durante la siguiente temporada⁴⁴. En este sentido, la UEFA se fija como tarea, incluida dentro de la propuesta de esos criterios financieros, el objetivo de tomar las medidas necesarias para reducir los déficits, contando con la colaboración activa de las asociaciones y ligas involucradas. Así, por ejemplo, se ha introducido el sistema de licencia actual, que obliga a las ligas y federaciones a examinar cautelarmente los aspectos económicos de la actividad de los clubes.

Se espera que la introducción de estos criterios sirvan para que los clubes⁴⁵:

- a) mejoren su transparencia,
- b) fortalezcan su credibilidad y
- c) mejoren sus estructuras de gestión;

al mismo tiempo que, las competiciones:

- a) refuercen su integridad,
- b) aumenten sus garantías y
- c) mejoren su imagen.

Dado que las competiciones organizadas por la UEFA poseen un carácter internacional, a la hora de la evaluación de los estados financieros de los clubes aspirantes a obtener la licencia para participar en ellas, aparece el problema de la heterogeneidad de los sistemas contables. Pues bien, la UEFA mantiene como principio financiero fundamental: la identificación de aquellos criterios financieros específicos que satisfagan los objetivos del sistema y que representen una solución práctica aplicable en toda Europa. Sobre esa base, las condiciones financieras estimadas necesarias para poder recibir la licencia son las siguientes⁴⁶:

⁴⁴ *UEFA Club Licensing Manual.*

⁴⁵ *Ibidem.*

⁴⁶ *Ibidem.*

- a) contar y disponer de suficientes recursos financieros y posibilidades de crédito -si fuera necesario- que permitan afrontar cualquier obligación previsible hasta el final de la temporada;
- b) poder probar una predicción de activos netos positivos al final de la temporada; y, por último,
- c) acreditar una estructura financiera sólida (incluidas su organización y gestión): lo que instrumentalmente se podrá hacer a través de la presentación de copias originales de los contratos, garantías bancarias, etc.

Por otra parte, como ya se ha expuesto con anterioridad, la UEFA no sería capaz de analizar fiablemente la solvencia financiera de la totalidad de los clubes europeos implicados en sus competiciones, por lo que confía esa misión a las federaciones nacionales para que actúen delegadamente como licenciadores. Éstas disponen incluso de la potestad para exigir discrecionalmente nuevos requisitos adicionales sobre los anteriormente enunciados. Por otro lado, la figura del licenciador permite una evaluación más próxima de los estados financieros, ya que cada club los elaborará según las normas legales propias de cada Estado. Se entiende, como consecuencia lógica del sistema, que no es necesario elaborar las cuentas en cuestión de acuerdo con los estándares internacionales (IAS, US GAAP⁴⁷, etc.).

Los clubes deben aportar una detallada y abundante información de carácter financiero, cada temporada. Se les exige la presentación del Balance, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, y el Cuadro de Financiación, al cierre del ejercicio; y, asimismo, los estados financieros intermedios –a junio o diciembre, dependiendo de si el ejercicio coincide con el año natural o, en otro caso, con la temporada de fútbol-. Dichos documentos deberán estar además auditados, por auditores independientes, que proponen los propios clubes, pero que el licenciador puede rechazar para re-

querir el nombramiento de otro que a su vez habrá de contar con su aprobación. Es más, los clubes tienen que presentar simultáneamente otra serie de esos mismos documentos pero planteados formalmente con carácter previsional. Sin embargo, no acaba aquí la exhaustiva información solicitada, ya que, para ultimar el proceso de aprobación de la licencia, el licenciador deberá diseñar un procedimiento capaz de realizar un análisis específico de solvencia financiera donde se recojan los aspectos sobre los costes de los jugadores y de sus traspasos, así como la confirmación sobre el cumplimiento de todas las obligaciones contractuales, con jugadores, técnicos, otros clubes, la Liga y las federaciones, etc.

Es plausible que la UEFA procure velar por la solidez financiera de los clubes. Esta actitud contribuirá, efectivamente, a cumplir su lema: “*We Care About Football*”⁴⁸. Porque no cabe duda de que el equilibrio económico entre los clubes garantiza, también, la continuidad de la competición. Por otra parte, una competición eficiente –esto es, reñida e igualada– supone un aliciente imprescindible para que todos los clubes puedan obtener ingresos suficientes, con los cuales les sea posible mantener una estructura deportiva competitiva. Sin embargo, es preciso advertir que, junto a los requisitos típicos destinados a garantizar formalmente que un club ofrece una suficiente solvencia financiera, existen también otra serie de requisitos de personal e infraestructuras, que pueden conllevar notables inversiones y desembolsos para los clubes –esto puede implicar una amenaza de riesgo financiero–. No conviene olvidar que, por ejemplo, en España, los Planes de Saneamiento fueron consecuencia, en gran medida, de los altos niveles de endeudamiento en que incurrieron los clubes como consecuencia de las inversiones necesarias para remodelar sus estadios con el objeto de albergar el Campeonato Mundial de Fútbol de 1982, además de la inflación salarial y un desequilibrio estructural en las cuentas de pérdidas y ganancias de los clubes. En definitiva, aparecerán

⁴⁷ IAS es el acrónimo de *International Accountancy Standard*, es decir, Estándares Internacionales de Contabilidad. Por su parte, US GAAP, son los principios contables generalmente admitidos en los Estados Unidos (*Generally Accepted Accounting Principles*).

⁴⁸ “Cuidamos del Fútbol”

dos fuerzas enfrentadas que, como en otras facetas de la economía de los clubes de fútbol, pretenden conciliar tendencias opuestas. Con lo que, en gran medida, su atención simultánea exigirá determinar hasta qué punto cada club logra el equilibrio entre ambas.

2.2.- LA COMPETICIÓN

Una vez analizado el marco normativo donde se desenvuelve el negocio del fútbol, conviene proseguir el estudio de los aspectos de entorno que configuran esta actividad empresarial. Así, dentro de la actividad productiva de cualquier otra empresa, en el fútbol, el producto ofrecido es, precisamente, el enfrentamiento deportivo, la disputa de partidos, habitualmente en el contexto de una competición. Pues bien, si se tuviera que analizar la calidad del producto ofrecido, una de las características más relevantes sería que la competición estuviera reñida y que cualquier equipo pudiera obtener la victoria. Habría que añadir que, a ser posible, con muchos goles. En esta línea se pronuncian Haan *et al.* (2002; 2) al recordar que la característica peculiar de las ligas de fútbol es que la competición es su producto y que necesitan producir un espectáculo reñido para sobrevivir. Van más allá, al sentenciar que las instituciones que rigen el fútbol tienen como función organizar ligas competitivas y estimular el equilibrio en las competiciones.

Se puede afirmar, con Szymanski y Kuypers (1999; 256), que el equilibrio en la competición deriva de la noción que percibe el aficionado, tanto el que asiste al estadio como el telespectador, del valor de la **incertidumbre** del resultado. En la misma línea se pronuncian Koning *et al.* (2001) – también Morrow (1999; 8) – al manifestar que una de las razones por las cuales el deporte atrae tanto la atención es porque el resultado de una prueba no es perfectamente predecible. Los grandes equipos tienden a ganar sus partidos pero siempre puede saltar la sorpresa de que un equipo “pequeño” le gane. De hecho, los resultados en el fútbol son muy alea-

torios, pues se marcan pocos goles en cada partido⁴⁹ y, en consecuencia, hay más oportunidades de que varíe el resultado (Koning, 1999).

La incertidumbre no se limita al **resultado de un partido** –a la que hacía referencia Koning (1999)-, sino que además, como aportan Szymanski y Kuypers (1999; 256) se puede hablar de una incertidumbre ligada al resultado final de la **temporada**, tanto en lo referente al campeón como a los equipos clasificados para competiciones internacionales o que pierden la categoría, y, otra, derivada de la **ausencia de un dominador** a largo plazo. Cairns⁵⁰ también contempla estos tres tipos de incertidumbre pero concluye que, aunque no hay evidencia de que los espectadores valoren la incertidumbre de un partido concreto, existe evidencia de que la valoran en la temporada en lo referido a quién será el campeón.

Como consecuencia de lo expuesto, Szymanski y Kuypers (1999; 257) plantean la siguiente proposición: una liga con **más incertidumbre** en los resultados, con varios equipos fuertes compitiendo por el campeonato, es **más atractiva** que una liga dominada por unos pocos.

Por otro lado, no se puede ignorar que el atractivo de la competición es, junto al éxito en el terreno de juego y el poder de atracción del club –derivado de aspectos como la localización geográfica, la historia o la reputación, entre otros-, uno de los factores que van a condicionar los ingresos de un equipo. De modo que, cuanto mayor sea el equilibrio de la competición, mayor será el atractivo de la misma y, en consecuencia, aumentará la demanda por asistir a los partidos o por verlos a través de televisión (Hoehn y Szymanski, 1999; 218).

No obstante, el atractivo de la competición, derivado de la incertidumbre, no es el único factor que afecta a la asistencia del público a los estadios. No se pueden obviar otros factores como la calidad de los equipos y las instalaciones del estadio, el precio de las entradas y del desplazamiento –

⁴⁹ Gaviria (2000) muestra como las ligas inglesa, italiana y española han experimentado un importante descenso en la media de goles por partido en los años 60.

⁵⁰ Según expone Morrow (1999; 9).

si fuera necesario-, y la disponibilidad y precio de otras actividades de ocio ofrecidas paralelamente al espectáculo deportivo (Szymanski y Kuypers, 1999; 257).

A la hora de valorar el atractivo de la competición, ligado al equilibrio de la misma y, por tanto, a la incertidumbre, es necesario buscar aquellos elementos que nos pueden servir para medirla. Koning (1999; 9) emplea las siguientes medidas de incertidumbre de carácter estático⁵¹:

- desviación estándar de los puntos obtenidos al final de la competición. Szymanski y Kuypers (1999; 261) emplean la desviación típica de la diferencia de los puntos de cada club al final de temporada respecto a la media;
- desviación estándar de la variable que mide la diferencia de calidad de los equipos respecto a un equipo hipotético con calidad 0;
- el ratio de concentración CR_k , definido como el número de puntos obtenidos por los k equipos mejores dividido por el número que podrían haber obtenido⁵²;
- Szymanski y Kuypers (1999; 258-259) añaden la Curva de Lorenz de los resultados de los campeonatos.

Por su parte, Murphy (1998), emplea una técnica dinámica al estudiar los movimientos en la clasificación de los clubes ingleses en el periodo que va desde 1947 hasta 1998. Para ello, agrupa los clubes en función de su clasificación y analiza la variación en ésta para cada uno de ellos, concluyendo que los equipos clasificados en los puestos correspondientes a la primera mitad de la tabla, tienen una probabilidad de empeorar del 64%, un 9% de mantener la posición y un 27% de mejorar. Mientras que

⁵¹ También emplean otras medidas que tienen carácter dinámico:

- matriz de probabilidades de transición, que mide la probabilidad de que un equipo de un grupo dentro de la clasificación de una temporada mejore, mantenga o empeore su clasificación en la siguiente temporada;
- grado de persistencia de la calidad de un equipo a lo largo del tiempo.

⁵² En una competición con n equipos, el equipo ganador de la competición podría haber obtenido $2p(n-1)$, siendo p el número de puntos otorgados por victoria. La ecuación que define el ratio de concentración sería:

$$CR_k = \frac{\sum_{k=1}^k P_k}{Kp(2n-K-1)}$$

los equipos de la otra mitad –luchan por evitar el descenso- tienen un 49% de mejorar, el 7% de mantener su estatus y el 44% de acabar peor clasificados. Este análisis se puede interpretar en términos de equilibrio pues, los porcentajes hallados, implican un cierto movimiento de concentración hacia los puestos intermedios de la tabla clasificatoria.

Del estudio desarrollado por Szymanski y Kuypers (1999; 257-263) sobre el equilibrio en las competiciones europeas a lo largo de un amplio periodo de tiempo, se puede concluir que, interpretando conjuntamente los resultados del análisis de la distribución acumulativa y de la desviación estándar, aunque la liga inglesa tiene comparativamente más campeones que las principales ligas europeas, su campeonato es menos disputado. Es decir, existe un grupo de equipos que son capaces de conseguir el título pero existe una gran diferencia entre ellos y el resto de los contendientes. En Italia y España, aunque al final son menos los equipos que ganan la competición, existe más homogeneidad con el resto de los participantes en la liga. Históricamente, en España, el campeonato de Liga ha sido ganado por 9 equipos, y tres de ellos sólo lo han hecho en una ocasión. Como se aprecia en la Tabla 2-3, la concentración de los campeones de Liga es muy elevada.

Tabla 2-3. Campeones de la Liga Española hasta la temporada 01/02

Equipo	Nº Ligas	% Acumulado Ligas
Real Madrid	28	39,4%
FC Barcelona	16	62,0%
Atlético de Madrid	9	74,6%
Athletic Club de Bilbao	8	85,9%
Valencia Club Fútbol	5	93,0%
Real Sociedad	2	95,8%
Sevilla FC	1	97,2%
Deportivo de la Coruña	1	98,6%
Betis	1	100,0%

Fuente: Memorias LNFP 2001/02. Elaboración propia

Se puede buscar la explicación de la disminución del equilibrio en la competición –medido por la desviación típica- por la creciente concentración de la riqueza producida en el fútbol. Parte de esta acumulación de

recursos económicos conseguidos por unos pocos clubes se debe a la participación en competiciones internacionales. Hoehn y Szymanski (1999; 222) apostillan que la existencia de una competición internacional de élite crea automáticamente desequilibrio en las competiciones nacionales⁵³.

En este momento, interesa hacer una referencia al conflicto que surge en los intereses de cualquier equipo. Por un lado, cuando un club en concreto gana la liga (y mejor aún si lo hace en todas las competiciones en que participa) está maximizando sus resultados deportivos y, con una gestión racional, podrá también maximizar los beneficios. Si gana año tras año, su situación debería resultar todavía mejor. Sin embargo, probablemente, la competición perdería atractivo. Por lo tanto, ese mismo club se interesará por mantener el equilibrio para que los aficionados, y con ellos las televisiones, sigan seducidos por la idea de asistir o ver sus partidos.

Pero, la tarea de mantener una competición disputada no resulta fácil. Se han propuesto e, incluso, implantado algunas medidas para lograr este fin. Las dos más importantes, citadas por Hoehn y Szymanski (1999; 214) para un contexto de ligas cerradas, serían la intervención en el mercado laboral y la redistribución de los ingresos de los clubes –de televisión y por venta de entradas-. El principal ejemplo de las medidas relacionadas con el mercado laboral es la forma de elección de los jugadores que se incorporan a la NBA. En ella, el peor clasificado en la temporada anterior es quien elige en primer lugar y así sucesivamente. Sin embargo, en un contexto de libre contratación⁵⁴ de jugadores como el del mercado futbolístico europeo, las medidas orientadas a preservar la igualdad en las competiciones deberán proceder de la aproximación de los ingresos generados pues, como sostienen Szymanski y Kuypers (1999; 264), si hay más equilibrio en la distribución de los recursos financieros, entonces es

⁵³ Peter Ridsdale, presidente del Leeds Utd, en su informe que acompañaba a los estados financieros intermedios, de 26 de abril de 2002, se aventuraba a profetizar sobre el futuro del fútbol afirmando que lo veía dominado por aquellos equipos que tengan mayor atractivo para las televisiones y que participen en competiciones europeas.

⁵⁴ Se denomina de libre contratación aunque existen cláusulas de rescisión y derechos de traspaso.

posible lograr más equilibrio en la distribución de jugadores de calidad y, en consecuencia, una competición más equilibrada.

Aunque la literatura sobre el equilibrio en las competiciones no es muy abundante, existen algunos estudios dignos de mención. Los primeros trabajos, especialmente centrados en el deporte profesional en Estados Unidos, se ocuparon principalmente de la proposición que plantea que la redistribución de los ingresos produce unos resultados más iguales. De este modo, Vrooman (1995; 979), en su proposición 5, dentro de lo que denomina la “Paradoja de la participación en los ingresos”, concluye que los mecanismos de redistribución, como la participación en la taquilla⁵⁵, no modificaría el equilibrio de la competición. El argumento que desarrolla es el siguiente: sin olvidar que la perspectiva norteamericana del deporte es la de “maximización del beneficio” –por lo tanto “indiferente a la victoria”-, como cuando el equipo local gana los ingresos de taquilla aumentan, el equipo visitante preferirá perder para obtener mayores ingresos, por lo tanto se produce un efecto adverso sobre los aficionados para que un equipo gane. Al final, ningún equipo querrá invertir en jugadores y el equilibrio se mantendrá. En este caso, los perjudicados serían los jugadores.

En el deporte europeo, en concreto en el fútbol, Sloane⁵⁶ sostiene que, como los clubes buscan los mejores resultados posibles, todas las rentas disponibles las emplearán en la inversión en jugadores de talento. Por su lado, Szymanski (2001; 71) defiende que la participación en los ingresos por entradas puede tener el efecto perverso de reducir el equilibrio de la competición. La razón es sencilla: los equipos pequeños pueden beneficiarse más de la victoria de los grandes que al contrario, por lo tanto, los primeros reducirán más su inversión en jugadores que los segundos. Sin

⁵⁵ Este mecanismo consiste en que el equipo visitante tiene una participación en la recaudación por venta de entradas en el partido que disputa. Hoehn y Szymanski (1999; 215) explican que, en la NFL, el equipo visitante recibe el 40% de los ingresos netos de venta de entradas; en el caso del béisbol, los porcentajes se reducen al 20% en la *American League* y el 10% en la *National League*.

⁵⁶ Citado por Szymanski (2001; 71)

embargo, también admite la posibilidad de que el impacto en el equilibrio varíe según los objetivos de los equipos y del diseño de la redistribución.

Este sistema de reparto de los ingresos estuvo vigente en Inglaterra entre 1920 y 1983 de modo que el 20% de los ingresos recaudados en cada partido se destinaban al equipo visitante. Se pretendía que este subsidio de los equipos grandes hacia los pequeños tuviera un efecto en el equilibrio de la competición. Sin embargo, según Szymanski y Kuypers (1999; 265) al participar de un porcentaje bajo, éste no representaba una fuente de ingresos importantes para los equipos pequeños y, por tanto, el efecto en el equilibrio era escaso.

En el fútbol inglés, existe también un mecanismo de reparto de los ingresos de televisión que se explicará con detalle más adelante. También la UEFA ha conseguido que las autoridades de defensa de la competencia de la Unión Europea admitan la negociación conjunta de los derechos de televisión de la UCL arguyendo el posterior reparto entre todos sus asociados, es decir, aludiendo a la redistribución de esos ingresos en beneficio de todos. Sin embargo, tanto los trabajos de Feess y Stähler (2002) como el de Haan *et al.* (2002) vienen a concluir que el reparto de ingresos no favorece el equilibrio de la competición. Los primeros, considerando que los clubes de fútbol se comportan como empresas que persiguen la maximización de los beneficios, sostienen que el reparto de los ingresos no es capaz de mejorar el resultado de una liga de fútbol en términos de calidad global. Se refuerza a los equipos más poderosos y, así, deteriora el equilibrio de la competición. Por esos motivos, recuerdan que los efectos son diametralmente opuestos a los perseguidos por la Comisión Europea al permitir la negociación conjunta de los derechos de televisión. Los segundos, realizan un análisis en el que consideran los efectos de competiciones nacionales e internacionales, como consecuencia de la sentencia Bosman y de la introducción de la UCL –lo que incluye su sistema de redistribución de los ingresos-. Sus principales conclusiones son que el equilibrio de las competiciones nacionales no se ve afectado por los cambios derivados de la UCL y de la sentencia Bosman, mientras que las di-

ferencias internacionales han aumentado. Consecuencia de ello se percibe un desequilibrio en la competición y, por este motivo, se ha propuesto incluso la creación de una *Euro League* en la que participarían los mejores clubes de los países que tienen menor potencial como Austria, Bélgica, Grecia, Holanda, Noruega, Portugal y Suecia.

Las conclusiones de Haan *et al.* (2002) contradicen totalmente el planteamiento de Hoehn y Szymanski (1999; 222-225) que parte, como se expuso con anterioridad, de que la existencia de una competición internacional genera desigualdad en las competiciones nacionales, y de que en tanto se pretenda mantener el equilibrio de la competición internacional, los equipos más pequeños de las competiciones nacionales irán perdiendo capacidad competitiva y las ligas nacionales se irán desequilibrando. Sin embargo, ambos trabajos apuntan a soluciones similares, los primeros con la creación de la mencionada *Euro League* y los segundos con la americanización del fútbol europeo a través de una liga cerrada para los clubes más poderosos del continente.

Como resumen y conclusión de este apartado cabe destacar, en primer término, que el equilibrio en la competición es un aspecto clave para el atractivo del fútbol y, por consiguiente, en su capacidad de generar ingresos. En segundo lugar, que habrá que considerar la posibilidad del empleo de diferentes herramientas encaminadas a lograr competiciones vibrantes y equilibradas.

2.2.1.- Organización de las competiciones

Siguiendo con la exposición de aquellos aspectos relevantes para el análisis y la valoración del negocio del fútbol, procede ahora adentrarse en la competición y, más en concreto, en los formatos de las mismas. En primer lugar, se expondrá el modelo de competición europeo radicalmente diferente del norteamericano. Radicalmente por divergir desde las raíces más profundas de su concepción. Resulta importante esta aproximación pues va a condicionar la actitud de los clubes y sociedades anónimas deportivas. A continuación, se hará una breve exposición de los distintos

ámbitos de competición en los que pueden participar los clubes de fútbol profesional españoles.

2.2.1.1.- Sistema europeo de competición

El deporte en Europa se ha basado tradicionalmente en los sistemas federativos. La Comisión Europea, mediante un documento de consulta de la Dirección General X, define como se concibe el deporte en Europa y explica la estructura piramidal que presenta el deporte en el viejo continente. Los clubes se agrupan en federaciones, que en un primer estadio tienen carácter regional, éstas a su vez se agrupan en las Federaciones deportivas nacionales y, finalmente, éstas se engloban en la Federaciones deportivas europeas (Comisión Europea, 1998 a; 3-4). Para el caso español, como se vio previamente, el esquema es similar. Simplemente habría que añadir que la Ley del Deporte, incorpora a este esquema las Ligas Profesionales.

Un aspecto determinante del sistema europeo es que, debido a su propia estructura piramidal, la organización se articula a distintos niveles, de forma que un club participante en competiciones locales o regionales puede clasificarse para campeonatos de carácter nacional e, incluso, internacional. Pero también se produce el efecto contrario, los equipos peor clasificados pueden perder la categoría. Este sistema de ascensos y descensos es una de las principales características del modelo deportivo europeo (Comisión Europea, 1998 a; 5). Hoehn y Szymanski (1999; 215), al establecer las diferencias en la estructura de las ligas deportivas en Europa y Estados Unidos, explican como las ligas norteamericanas son de carácter cerrado: los equipos compiten en una sola competición; mientras que en Europa las ligas son abiertas con ascensos y descensos al final de cada temporada y, además, los equipos pueden participar simultáneamente en varias competiciones.

Las autoridades comunitarias competentes en materia de deporte manifiestan una cierta preocupación ante las presiones de los grupos económicos que están orientando el modelo de deporte hacia las fórmulas del

deporte profesional estadounidense (Comisión Europea, 1998 b; 7). De hecho, a comienzos de 2003, un grupo de empresarios ha estado intentando promover una competición denominada *Golden Cup* en la que pretendían englobar a los clubes europeos más poderosos desde el punto de vista económico. El problema de este tipo de iniciativa radica en que esos clubes se tendrían que situar al margen de la UEFA y no parece que estén muy dispuestos a eso.

No obstante, hay que hacer algunas matizaciones a lo expuesto hasta el momento ya que este sistema de ascensos tiene algunas limitaciones derivadas de la naturaleza profesional de la Primera y Segunda División de la Liga Española, ya enunciadas con más detalle al hablar del marco normativo. Así, el art. 8 del Reglamento de la LNFP establece que el “acceso de los Clubes o Sociedades Anónimas Deportivas, precisará además del derecho deportivo reconocido por la Real Federación Española de Fútbol, del cumplimiento de los requisitos de carácter económico, social y de infraestructura establecidos por la Liga Nacional de Fútbol Profesional en sus Estatutos y en el presente Reglamento”. Esto no significa que cualquier club o sociedad anónima deportiva deba reunir todos los requisitos previstos en el momento en el que logra el ascenso. Si fuera así, prácticamente se podría hablar de una competición cerrada. Por este motivo, el propio Reglamento establece plazos para que estos equipos puedan adaptarse a las exigencias del fútbol profesional. Por ejemplo, en lo que hace referencia a las instalaciones y recintos deportivos, el art. 16 del Reglamento de la LNFP prevé un plazo de dos años para adaptarlas, y otorga un año para la instalación de la unidad de control organizativo y del sistema de control y gestión de venta de entradas.

2.2.1.2.- Distintos ámbitos de competición

Una vez descrito el marco de competición europeo, definido principalmente por su sistema piramidal y de promoción y descenso, hay que enunciar las diferentes competiciones en las que pueden participar los equipos de fútbol profesional españoles.

Dado que todas las competiciones de fútbol oficiales de ámbito estatal dependen de la RFEF, su Reglamento de Competiciones Nacionales específica, en su art. 26, cuales son las competiciones en las que, con carácter oficial participarán los clubes de fútbol españoles. En lo que atañe al fútbol profesional son el **Campeonato Nacional de Liga** de Primera y Segunda División, el Campeonato de España (**Copa de S.M. el Rey**) y la **Supercopa** (que enfrenta a los campeones de Liga y Copa de la temporada precedente).

El campeonato de liga, como lo define⁵⁷ Murphy (1998, 13), es un sistema de competición que se reanuda temporada a temporada, en la que los equipos que la componen juegan entre sí dos veces a lo largo de la temporada, una ocasión en casa y otra fuera, que el resultado se mide por puntos y, el total acumulado, determina la posición del club al final de la competición. El sistema de clasificación vigente en el Campeonato de Liga Profesional en España se hace según el art. 13 del Reglamento de la LNFP y el art. 36 del Reglamento de Competiciones de la RFEF⁵⁸, de modo que depende de los puntos obtenidos, a razón de tres por partido ganado, uno por empatado y ninguno en caso de derrota.

Con el actual formato de 20 equipos en Primera División y 22 en segunda, cada equipo de Primera disputa 38 encuentros, 19 en casa y otros tantos fuera. Mientras que los de Segunda juegan 21 partidos en su estadio y los mismos en los de los equipos rivales, sumando un total de 42 en la temporada. Por lo tanto, y de acuerdo con lo dispuesto en el Reglamento de Competiciones de la RFEF, en los campeonatos de liga, al disputarse dos encuentros entre cada componente (uno como local y otro como visitante), cada equipo de Primera tendrá asegurado el importe de la recaudación líquida de 19 partidos y 21 los de Segunda (cfr. art. 59.1. Reglamento de Competiciones de la RFEF).

⁵⁷ Lo hace en referencia a la Liga inglesa pero es válido para la española. Previamente explica la posibilidad de que puedan ser abiertas o cerradas.

⁵⁸ Especifica los criterios para dirimir el orden de la clasificación para los casos en que haya empate a puntos.

La segunda competición en la que participan los clubes de fútbol profesional es el Campeonato de España, también conocida como Copa de S. M. el Rey o, simplemente, la Copa. El formado de esta competición es de carácter eliminatorio. Participan en ella equipos de categorías inferiores, disputando entre ellos una fase previa con partido de ida y vuelta. Con la incorporación a la competición de los equipos profesionales, se inician dos eliminatorias a partido único a celebrar en el campo del club de menor categoría. Desde octavos de final hasta semifinales se vuelve a la eliminatoria con doble enfrentamiento para disputarse la Final en terreno neutral y con un solo encuentro. Conviene considerar que, para los casos celebrados a partido único, la recaudación, deducidos los gastos de arbitraje, impuestos, personal del servicio del campo y billeteaje se reparte al 50% entre los dos contendientes. Además, en la final de la Copa de S.M. el Rey, los beneficios económicos líquidos obtenidos se distribuyen a partes iguales entre los dos clubes y la RFEF (art. 59.2. y 3. Reglamento de Competiciones de la RFEF). De esta manera, un club profesional, que alcance la final, obtendrá los ingresos de taquilla por el total de tres encuentros, la mitad de otros dos (probablemente contra un equipo de menor categoría y con un estadio de reducido aforo) y un tercio del partido de la final. Es decir, el efecto directo en los ingresos de los clubes profesionales derivados de esta competición es reducido. Otras consideraciones como el prestigio y, sobre todo, el ser una puerta de entrada para participar en competiciones europeas –el campeón tiene derecho a participar en la Copa de la UEFA- pueden justificar los costes ocasionados a los clubes profesionales.

Finalmente, dentro de las competiciones nacionales, se encuadra la Supercopa. Se enfrentan el último vencedor de la Copa de S.M. el Rey con el campeón de Liga de Primera División. Es una competición que se resuelve a doble encuentro. Según lo previsto en el art. 55.3. del Reglamento de Competiciones de la RFEF, estos encuentros son administrados directamente por la RFEF. Esto significa, entre otras cosas, en que señalará los precios. En el Reglamento no especifica la forma de realizarse el reparto de los ingresos. De cualquier forma, estos no serán muy elevados, puesto

que lo máximo sería el importe completo del partido celebrado como local. Además hay que tener en cuenta que, por las fechas cuando se celebra, al comienzo de temporada, no suele tener gran atractivo. Una desventaja adicional es que no otorga el derecho a participar en competiciones internacionales. Por estos motivos, esta competición no tiene trascendencia económica para los clubes.

En lo que atañe a las competiciones internacionales, se puede hablar de dos grupos de competiciones: las continentales y las intercontinentales. Dentro de las primeras destaca la UEFA *Champions League*, le siguen en importancia la Copa de la UEFA, la Supercopa de Europa y, por último, la Copa Intertoto que principalmente es una vía de acceso a la Copa de la UEFA. Por su parte, con carácter intercontinental, la principal competición es la Copa Intercontinental o *Toyota Cup*. Se disputa en Japón y enfrenta al campeón de la UCL y al de la Copa América. Hay que mencionar también el denominado “Mundialito de Clubes”. Sólo se ha celebrado en una ocasión y se aplazó *sine die* su segunda edición.

La participación en la UCL se puede lograr directamente o a través de unas rondas previas clasificatorias. En el caso de España, con la clasificación UEFA actual, en función de los resultados de los clubes españoles en las últimas temporadas, tienen derecho a la participación, de forma directa, el campeón y subcampeón de la Liga. El tercer y cuarto clasificados de nuestra Liga se incorporan a la tercera ronda de la fase previa donde tienen que conseguir la participación en la UCL. Dado que el sistema de clasificación es tipo copa, en caso de ser eliminados, participarían en la primera ronda de la copa de la UEFA⁵⁹.

En lo que respecta a los ingresos que los clubes perciben por participar en esta competición, hay que distinguir los obtenidos de taquilla de los provenientes de la venta de derechos. Estos últimos se explican en detalle en el apartado sobre estos ingresos televisivos. Los ingresos por venta de entradas, tanto de la fases previas como de las liguillas, cuartos de final y

semifinal, pertenecen al club local⁶⁰. Puesto que en cada grupo de la fase final de la UCL hay cuatro equipos y cada uno de ellos juega un partido en casa y otro fuera contra el resto de los componentes del grupo⁶¹, cada equipo obtendrá ingresos de taquilla por tres partidos, que serían seis en el caso de pasar a la segunda fase, añadiría uno por cuartos de final y otro por la semifinal. De forma que, un club español, que participe en la UCL sin fase previa y llegue a la final, cuenta con ingresos de taquilla de 8 partidos más lo que le corresponda de la final. Aquellos eliminados en la ronda previa o en la primera fase, pueden seguir ingresando lo correspondiente a los partidos de Copa de la UEFA que disputen como locales.

Las Copas de la UEFA e Intertoto, se rigen por un sistema de eliminatorias a dos encuentros. De modo que, los ingresos que un club obtendrá por venta de entradas, van a depender de lo lejos que lleguen en la competición. Por otro lado, cada club negociará los derechos de televisión por su cuenta. Respecto a los posibles ingresos derivados de la Intertoto, cabe señalar que, por las fechas cuando tiene lugar –coincidiendo con la pretemporada, en los meses de verano- y por los equipos que la disputan –habitualmente de países con menor tradición futbolística o sin historial-, muchos clubes cuestionan la conveniencia de su participación.

2.3.- LA CONTRATACIÓN DE JUGADORES

La función de producción de un club de fútbol está ligada al espectáculo deportivo, inserto en un marco competitivo tal y como se ha expuesto previamente. El espectáculo se produce por la confrontación de dos equipos, ya sea mediante sistema de liga o de copa. Cada club alinea once jugadores con opción de realizar un número de cambios, que, en competiciones oficiales, en la actualidad, es tres. Especialmente, en el sistema de competición de liga, y en el de copa, según se superen eliminatorias, un club necesita una plantilla amplia. La tendencia se orienta a cubrir

⁵⁹ art. 4.02 *Regulations of the UEFA Champions League 2002/2003*.

⁶⁰ art. 24.02 y 24.04 *Regulations of the UEFA Champions League 2002/2003*.

cada puesto con dos jugadores para poder solventar eventuales bajas por lesión o sanción, o para facilitar modificaciones tácticas en vistas a un mejor posicionamiento en el campo⁶².

Los jugadores –también el cuerpo técnico, aunque en menor medida- se convierten en pieza fundamental para el desarrollo del evento que los clubes comercializan a través de las distintas vías de negocio. Por este motivo, es clave conocer el marco de referencia de las relaciones de los jugadores con los clubes.

En este apartado analizaremos –siguiendo la evolución histórica- los sistemas donde se encuadra la contratación de jugadores. Después se expondrá el caso español por las particularidades que presentó el Real Decreto 1006/1985. Posteriormente expondremos las principales características de la nueva normativa FIFA para la contratación de jugadores y las consecuencias de este nuevo sistema de traspasos. Finalmente se abordan dos aspectos que condicionan los importes ligados a la contratación: las cláusulas de rescisión y los jugadores con “carta de libertad”.

2.3.1.- Sistemas de contratación: principales alternativas y evolución

El proceso de inscripción de los jugadores es fundamental para asegurar la pureza de la competición al evitar que jugadores puedan ser alineados simultáneamente por varios equipos en una misma temporada (Gerrard, 2002 a; 49). Así, sólo pueden jugar en una competición los jugadores inscritos en la correspondiente Federación. Además, cada jugador sólo puede estar inscrito por un único club. Ésta es la esencia del sistema de traspasos y configura la contratación de jugadores. Una vez que un jugador ha sido inscrito por un club, éste tiene todos los derechos federativos de esa inscripción. Si un jugador, con contrato en vigor, desea jugar en otro club sólo puede hacerlo con la venia del club de origen (Szymanski y Kuypers, 1999).

⁶¹ art. 4.04 *Regulations of the UEFA Champions League 2002/2003*. Se conceden tres puntos por ganar y uno por empatar.

La inscripción y el traspaso de los derechos federativos son dos elementos fundamentales para comprender el peculiar mercado laboral del fútbol. La facilidad o dificultad para poder cambiar de un equipo a otro influye notablemente en la capacidad de negociación que tienen los jugadores para fijar el importe de los salarios que van a percibir. En la medida que pueda, un jugador aspirará a jugar en aquel equipo que le ofrezca una renta superior. Los ingresos vendrán a ser la traducción en términos financieros de sus cualidades como jugador (Rottemberg, 1956).

El pago por los derechos federativos de un jugador ha sido una característica central en el fútbol. Así se ha configurado el mercado de traspasos que, independientemente de cómo se organice, según Carmichael y Thomas (1993; 1467-68) tiene un doble objetivo:

- a) facilitar y organizar la compra-venta de jugadores que conduce a la reconstrucción de los equipos reforzándose con nuevos jugadores para mejorar los resultados deportivos, y
- b) regular el movimiento de jugadores entre clubes.

Exponemos ahora, en orden cronológico, las sucesivas variantes experimentadas por la contratación de los jugadores a lo largo del tiempo.

2.3.1.1.- Sistema de reserva o de retención y traspaso

Amparándose en el concepto de la inscripción de los jugadores, los clubes podían retenerles de manera que, para jugar en cualquier otro club, el propietario de los derechos federativos podía exigir un importe por el traspaso del jugador. Es un sistema pensado para restringir la movilidad de los jugadores y limitar los costes salariales en los deportes profesionales. La consecuencia es la creación de un mercado laboral monopsónico porque no permite a los jugadores, incluso al finalizar sus contratos, cambiar de club sin un acuerdo previo sobre el importe del traspaso entre el club de origen y de destino (Kesenne, 2002; 180).

⁶² El número de fichas que se permiten inscribir en competición es de 25 más los jugadores del filial.

Básicamente, el sistema se traduce en que los equipos disfrutaban el derecho a retener a los jugadores y renovar sus contratos otorgándoles, al menos, los términos y condiciones del anterior contrato. Además sólo los clubes ostentaban el derecho a iniciar los traspasos. Los jugadores únicamente estaban en disposición de solicitar su inclusión en una lista de transferibles, que anunciaba al público su disponibilidad. Sin embargo, el equipo propietario de los derechos sólo aceptaría el traspaso si recibiera una cantidad satisfactoria del nuevo equipo del jugador (Gerrard, 2002 a).

Este sistema de contratación no tiene parangón en ningún otro sector de la economía. El contratante se arroga el poder de que un jugador no preste sus servicios en ningún otro club si no recibe una compensación económica suficiente. Este sistema, combinado con el establecimiento de salarios máximos, como ocurrió en Inglaterra hasta mediados los años 60, se traduce en un escaso margen para la mejora en los contratos de los jugadores.

Szymanski y Kuypers (1999) justifican la existencia de este sistema en las siguientes razones:

- a) restringe el gasto en jugadores;
- b) mantiene el dinero en circulación dentro del deporte;
- c) evita que los clubes poderosos se hagan con los servicios de los mejores jugadores sin pagar una contrapartida; y
- d) permite recuperar la inversión efectuada en formación de jugadores.

Los clubes y las franquicias -en el deporte profesional en Norteamérica- han procurado mantener este sistema -que choca abiertamente con las leyes antimonopolio en Estados Unidos y las de competencia en Europa- aludiendo a la necesidad de mantener el equilibrio en la competición. Sin embargo, Kenesse (2002), revisando la literatura sobre este asunto particular, afirma que los modelos teóricos y los estudios empíricos han de-

mostrado que el sistema de reserva no genera una competición más equilibrada que el de mercado libre.

Precisamente la incompatibilidad de este sistema con las leyes de defensa de la competencia supusieron la primera reforma de este sistema de reserva. En 1963, a raíz de la sentencia del caso Eastham⁶³, en Inglaterra se modificó el sistema de reserva (Szymanski y Kuypers, 1999). A partir de esa resolución judicial, los contratos de los jugadores se dividían en dos: un periodo inicial de obligatorio cumplimiento y uno opcional que no podía exceder el plazo del inicial. En este segundo periodo el club, en caso de querer retener al jugador, lo conseguía igualando la oferta que tuviera el jugador por parte de otro club; y, si no deseara retenerle, se planteaban dos alternativas: darle la carta de libertad o incluirle en una lista de transferibles y exigir un derecho de traspaso.

El proceso hacia la libre contratación se había iniciado. En 1968, siempre en Inglaterra, se introdujo este sistema acompañado por una tasa ligada a los traspasos para evitar una espiral de crecimiento en los salarios.

2.3.1.2.- Libertad de contratación

Acostumbrados a un ámbito contractual en el que los clubes podían retener a un jugador, impidiendo que se pudiera inscribir con ningún otro club, simplemente renovando las condiciones del contrato en vigor, cualquier paso en la línea de facilitar que el jugador consiga una mayor movilidad se entiende como satisfactoria. Pues esto ocurrió a partir de 1978. Las nuevas reglas significaban que, **al final del contrato**, el club podía ofrecerle uno nuevo en términos, al menos, como el anterior, darle la carta de libertad o traspasarle vendiendo sus derechos federativos. En definitiva, frente a la práctica inmediatamente anterior, se diferencia en la supresión del periodo de opción.

⁶³ Para una exposición detallada del caso Eastham contra Newcastle United ver McArdle (2002; 270-273)

La introducción del sistema de libre contratación se tradujo en un incremento en la movilidad de los jugadores. A su vez generó una mayor competencia entre los clubes por hacerse con los jugadores de más calidad. Consecuencia de estos dos factores, se produjo una explosión de los salarios. Gerrard (2002 a) explica este proceso razonando que la movilidad de los jugadores aumenta su poder de negociación, especialmente en el caso de aquellos que, por su talento y características, son más demandados. Si este aumento de la demanda de jugadores coincide con una escasez en la oferta de ese tipo de jugadores desequilibrantes, se incrementa el coste salarial y, en consecuencia, surge un peligro para la viabilidad financiera de los clubes.

Además, a medida que aumenta la migración de los mejores jugadores a los clubes con mayor capacidad económica se mina el equilibrio de la competición que previsiblemente derivará en una reducción en el interés de los espectadores. Si esto es así, la viabilidad deportiva de la competición se puede malograr y se dificulta la financiera de los clubes.

Por su parte, Andreff (2002) alude a la falta de consenso en la literatura en cuanto a los efectos de la movilidad de jugadores pues mientras unos han demostrado que las restricciones a la movilidad no afectan a la viabilidad deportiva de las ligas, otros han puesto de manifiesto que puede afectar tanto a la deportiva como a la financiera⁶⁴.

Por otro lado, este sistema de contratación trajo consigo la aparición de la figura de los agentes⁶⁵. Antes no eran necesarios ya que, en el sistema de retención y traspaso, el club controlaba el derecho del jugador a jugar. Para garantizar la libertad y la independencia en la contratación, los agentes no pueden ser contratados por los clubes⁶⁶.

⁶⁴ Varios de los trabajos citados por Andreff se refieren a ligas cerradas de otros deportes profesionales en Norteamérica.

⁶⁵ Sobre la figura de los agentes en el fútbol profesional consultar Roderick (2001).

⁶⁶ Recientemente, la Asociación Española de Agentes de Futbolistas (AEAF) ha denunciado ante la RFEF a cuatro personas por realizar labores de intermediación sin tener la correspondiente licencia. En ese sentido desde la RFEF se remitió un escrito a los clubes en los siguientes términos: “está expresamente prohibido que los clubes, las sociedades

2.3.1.3.- El caso Bosman

El sistema de traspasos internacionales de futbolistas se rige por reglas emanadas de la FIFA y la UEFA. Las reglas de la FIFA establecían el derecho de los clubes de fútbol a recibir una compensación económica por los costes de entrenamiento y formación generados por el jugador que cambia de equipo cuando su contrato ha expirado. La FIFA reconoce el derecho del jugador a jugar con su nuevo club una vez firmado su nuevo contrato, independientemente de que no se haya alcanzado un acuerdo por el importe de la compensación que debía percibir su antiguo club. Por último, la FIFA obliga a los clubes a que le remitan los casos de disputa en la fijación de la cuantía del importe a pagar como compensación para que sus tribunales de arbitrio fijen esas cantidades de acuerdo con un esquema sencillo que multiplicaba el salario bruto por un coeficiente ligado a la edad del jugador.

Las reglas de la UEFA incluían unas cláusulas ligadas a la nacionalidad de los jugadores. De hecho, antes de 1978, incluso restringía el número de jugadores extranjeros que se podían contratar. En ese año, tras discusiones con la Comisión Europea, se cambiaron las reglas y los clubes pasaron a poder contratar cuantos jugadores extranjeros quisieran pero permanecía una restricción en cuanto a capacidad de alinearlos en cada partido. Estas cláusulas se aplicaban de forma diferente en las distintas competiciones nacionales e internacionales. En las competiciones organizadas por la propia UEFA, sólo se podían alinear un máximo de 3 jugadores extranjeros y 2 denominados “asimilados”⁶⁷. La mayoría de las competiciones nacionales se ajustaban a esta regla.

Como se ha expuesto en el apartado precedente, desde 1978 la situación referente a la contratación de jugadores estaba sufriendo un importante

anónimas deportivas y los futbolistas integrados en o con licencia de la RFEF puedan utilizar los servicios de un agente o intermediario que no haya obtenido previamente la preceptiva licencia para poder desempeñar dicha función” (Marca, domingo 3 de agosto de 2003; pág. 15).

⁶⁷ Jugadores extranjeros que hubieran jugado 5 años en ese país y, al menos, 3 en categorías juveniles.

proceso de transformación. Además la Comisión Europea fue tomando cartas en el asunto. Especialmente a raíz de un informe del Parlamento Europeo sobre la libre circulación de los jugadores de fútbol profesional dentro de la Comunidad. En 1989, el Parlamento Europeo instó a la Comisión para que se tomaran las medidas necesarias dirigidas a que la UEFA y las Federaciones cumplieran con las leyes comunitarias. Por este motivo, en marzo de 1990 comenzaron una serie de conversaciones entre la UE y la UEFA. Fruto de este diálogo surgió un compromiso en 1991 donde se fijaba que **todas las federaciones** miembro de la UEFA establecerían la norma denominada 3+2 desde el comienzo de 1992, y que los conflictos derivados de la fijación de la cantidad compensatoria por el traspaso de jugadores no impedirían al jugador participar en competiciones con su nuevo club.

En este contexto surgió el caso Bosman⁶⁸, determinante para la posterior evolución de la contratación de jugadores. Bosman jugaba en el RFC Liège hasta 1990, fecha en que vencía su contrato. Su deseo era ser traspasado al Dunkerque, de la liga francesa, puesto que su antiguo club le había ofrecido un salario inferior al de su anterior contrato. Sin embargo, el RFC Liège y la Asociación Belga de Fútbol bloquearon el traspaso. Bosman se negó a firmar el nuevo contrato ofrecido por el Liège y, en consecuencia, no le concedieron el *transfer*. Ante esta situación acudió a los tribunales.

Los principales aspectos de la sentencia son (Comisión Europea, 2000):

- a) El deporte sólo está regulado por el Derecho comunitario en cuanto que constituye una actividad económica. Por lo tanto, la actividad de los futbolistas profesionales está cubierta por el Tratado.
- b) La libre circulación de los trabajadores está reconocida en el artículo 39 del Tratado de la UE⁶⁹. Dicho artículo se opone a cualquier norma adoptada por asociaciones deportivas que exija una com-

⁶⁸ Los detalles se pueden consultar en: Asunto C-415/93 (1995) Rec. I-4921

⁶⁹ Anterior art. 48 del Tratado de la Unión Europea.

pensación por traspaso, formación o promoción para el equipo de origen, para que un futbolista profesional de un Estado miembro, al finalizar su contrato, pueda fichar por un club de otro Estado miembro.

- c) El citado artículo también entra en conflicto con las normas adoptadas por asociaciones deportivas que limitan el número de jugadores profesionales de otros Estados miembros⁷⁰. Tales normas contravienen el principio de no discriminación por razón de nacionalidad⁷¹.
- d) Se rechaza el argumento defendido por la UEFA de que las reglas de traspasos están encaminadas a defender la competición pues ellas permiten mantener vivos a los clubes pequeños. Aunque coincide en la necesidad de apoyar a los clubes menos poderosos para mantener el equilibrio deportivo y económico entre los clubes, necesario para atraer a los espectadores, el Abogado General entiende que el sistema de traspasos así concebido es desproporcionado e ineficaz para lograr ese objetivo (IP/95/1411).

Las principales consecuencias observadas después de los cambios en el sistema de traspasos como consecuencia de la sentencia Bosman se pueden resumir en las siguientes:

- a) se introduce el **mercado libre** en el fútbol en cuanto que garantiza, al jugador con **contrato finalizado**, el derecho a cambiar de equipo sin pago de derecho de traspaso a su equipo de procedencia. Los derechos de propiedad sobre los servicios del jugador existen sólo durante el periodo de vigencia del contrato⁷² (Gerrard, 2002 a; 50);

⁷⁰ Sobre aspectos relacionados con las nacionalidades, la UE y el deporte, ver Parrish (2002).

⁷¹ El Abogado General Lenz expuso en sus conclusiones que la exclusión de jugadores extranjeros sólo es justificable para las selecciones nacionales.

⁷² La legislación difiere de unos Estados a otros. Así, en el caso de Inglaterra, Gerrard (2002) habla de la única excepción de los **menores de 24** años que deberán compensar los **costes de formación**. En España, quedaba a lo expuesto en el artículo 14 del RD 1006/1985 en el que simplemente se hacía referencia a la compensación por preparación y formación. A raíz de la sentencia Bosman la mayoría de los autores entendieron

- b) la eliminación de restricciones sobre jugadores extranjeros dentro de la UE y el Área Económica Europea creó un **único mercado de jugadores internacional** dentro de la región, mientras que los jugadores de otras nacionalidades siguen sujetos a las restricciones laborales de los distintos Estados miembros (Gerrard, 2002 a; 50; McCutcheon, 2002; 312);
- c) los jugadores, apoyados por la creciente influencia de sus agentes, ejercen más presión en sus relaciones con la directiva. Pueden buscar mejores contratos en el mercado internacional o presionar, respaldados en el empuje de los aficionados, para mejorar su contrato con el club actual (Stead, 1999; 23);
- d) la posibilidad de conseguir un derecho de traspaso por un jugador que pretende cambiar de club dentro del periodo de vigencia del contrato, hace beneficioso para los clubes la firma de **contratos de larga duración** (Szymanski y Kuypers, 1999; 109);
- e) los clubes procuran **renovar los contratos** de los jugadores para **evitar que expiren** y perder con ello la posibilidad de recibir alguna compensación económica. Por tanto, los jugadores con valor para el mercado de traspasos, probablemente no finalizarán sus contratos debido a la pérdida de dinero que tendría el club dados los altos importes pagados por los buenos jugadores en el mercado de traspasos (Kessenne, 2002; 181); y,
- f) la creciente movilidad de los jugadores y la falta de continuidad en los contratos afecta a las políticas de formación de jugadores (Stead, 1999; 26).

que dicho artículo no tenía vigencia (Zubizarreta *et al.*, 1997; Tros de Ylarduya, 2001). Sin embargo, esta normativa no tiene vigencia para los jugadores que se vayan al extranjero, pero dentro de España se aplica el Convenio Colectivo. Con las nuevas normas FIFA -se estudiarán más adelante- la compensación por formación se establece para los menores de 23 años.

2.3.2.- Reglamento sobre el estatuto y las transferencias de jugadores

La sentencia Bosman simplemente fue el inicio de un proceso imparable. A partir de su reclamación, llegaron otras. En 1997 y 1998 la Comisión Europea recibió varias denuncias de futbolistas profesionales. Estas fueron el origen de un escrito dirigido a la FIFA planteando las objeciones al sistema de traspasos vigente en cuanto que entraba en conflicto con las leyes comunitarias. En octubre de 2001 la FIFA contesta con una serie de propuestas valoradas favorablemente desde la Comisión por su actitud positiva (IP/00/1417).

En este contexto, resulta importante el reconocimiento por parte de la Comisión de algunos elementos que, desde los sectores profesionales del fútbol, se consideran clave como son:

- a) la validez de las normas de la FIFA encaminadas a impedir que un club fiche a jugadores de clubes competidores durante el campeonato en miras de **salvaguardar la correcta evolución de la competición**; y,
- b) la necesidad de establecer unos **derechos de formación** que tienen como objeto proteger la formación de jugadores jóvenes y a los clubes que los forman –generalmente los más pequeños– (IP/00/1417).

Las conversaciones del mes de febrero de 2001 entre los comisarios europeos, Monti, Diamontopoulo y Reding, con los representantes de la FIFA, UEFA y FIFpro⁷³ se centraron en las condiciones necesarias para que un contrato se pueda romper unilateralmente y en el modo de cálculo de las compensaciones a establecer por los derechos derivados de la formación de los jugadores jóvenes (IP/01/225; IP/01/270).

⁷³ Federación Internacional de Futbolistas Profesionales (Sindicato al que está afiliado la Asociación de Futbolistas Españoles AFE).

En marzo de ese mismo año, se llegó a un acuerdo entre la Comisión Europea y la FIFA, de acuerdo con la UEFA, para modificar su reglamento sobre el estatuto y los traspasos de jugadores –de 1997- recogiendo los puntos mencionados a continuación (IP/01/314):

- a) indemnización por formación para los traspasos de jugadores menores de 23 años;
- b) creación de mecanismos de solidaridad para redistribuir la riqueza generada por esos traspasos entre todos los clubes que hayan contribuido a la formación;
- c) protección de jugadores menores de 18 años en los traspasos internacionales;
- d) creación de dos periodos de traspasos por temporada⁷⁴;
- e) duración de los contratos entre 1 y 5 años;
- f) los contratos estarán protegidos un periodo de 3 años para jugadores menores de 29 años y 2 años para los mayores de esa edad;
- g) establecer un sistema de sanciones para garantizar el correcto funcionamiento de las competiciones, de modo que las resoluciones unilaterales del contrato sólo se puedan producir al final de cada temporada; y,
- h) creación de un órgano de **arbitraje** al que se podrá acudir voluntariamente sin impedir el recurso a los tribunales nacionales.

El 5 de julio de 2001 se terminó la redacción del actual Reglamento sobre el Estatuto y las Transferencias de Jugadores, entrando en vigor de forma

⁷⁴ El panorama para los traspasos internacionales se complica pues las distintas ligas nacionales tienen calendarios diferentes. El resultado es que algunos jugadores quedan disponibles para ser contratados en otras ligas una vez que las suyas han finalizado. Un ejemplo de esta problemática es el de Lehtonen, jugador finlandés que, una vez concluido el campeonato de su país, fue fichado por un equipo belga después del periodo establecido para los traspasos europeos. La consecuencia fue que el club fue sancionado deduciéndole los puntos de los dos partidos en los que le alineó. El club y el jugador recurrieron a la justicia ordinaria para que la liga belga levantara la sanción. La cuestión planteada es el de la colisión entre la libre circulación de trabajadores y los plazos de traspasos. El Tribunal aceptó que el periodo de traspasos estaría justificado en el terre-

definitiva el 1 de septiembre de ese mismo año. Los puntos más importantes del nuevo reglamento, en la línea de lo acordado con la Comisión Europea, hacen precisamente referencia a la protección de los menores⁷⁵, la indemnización por la formación de los jugadores jóvenes⁷⁶, la estabilidad de los contratos⁷⁷, los mecanismos de solidaridad⁷⁸, los periodos para los traspasos⁷⁹, el certificado de transferencia internacional⁸⁰ y el Tribunal de arbitraje para el fútbol⁸¹.

Aunque aparentemente la nueva normativa es un paso adelante en la liberación de los traspasos de jugadores, Kesenne (2002; 181) sostiene que, de algún modo, supone un retroceso ya que las restricciones a la movilidad al final del contrato, son superiores a las existentes antes de la sentencia Bosman por la aparición de los pagos por formación en caso de jugadores menores de 23 años. Y, en cualquier caso, no ha desaparecido el poder de monopsonio de los clubes.

Crolley *et al.* (2002; 285) muestran sus dudas sobre el impacto de las nuevas reglas de traspasos. En concreto, subrayan que los derechos de traspaso se pueden pagar siempre que lo acuerden las partes, y los traspasos producidos en el primer periodo se están realizando según la práctica anterior. Es más, en la mayoría de los casos, parece que el club vendedor es quien determina si el jugador se debe traspasar y a que club.

Por otro lado, Fees y Muehlheusser (2003) sostienen que el nuevo régimen, en comparación con el proceder vigente a raíz de la sentencia Bosman, conduce a reducir los incentivos a invertir en entrenamiento.

no deportivo al orientarse a asegurar la pureza de la competición. En el mismo sentido se manifestó el Abogado General Alber (McCutcheon, 2002; 315-16).

⁷⁵ art. 12 RETJ.

⁷⁶ art. 13 a 20 RETJ.

⁷⁷ art. 21 a 24 RETJ.

⁷⁸ art. 25 RETJ.

⁷⁹ art. 5 RETJ.

⁸⁰ art. 6 a 10 RETJ.

⁸¹ art. 42 a 44 RETJ.

Pese a todos los avances que se han producido, el asunto de los traspasos de jugadores aún no está resuelto y los tribunales europeos todavía tienen algo que decir. En la actualidad, está candente el denominado asunto de los “Comunitarios B”. Con la incorporación de los nuevos países del Este a la Unión Europea, el mercado de jugadores pasa a ser mucho más amplio e internacional.

Hay que subrayar que esta normativa se supedita a lo que diga la legislación de cada país. En el caso de España, supone que la mayor parte no se aplique por ser más avanzado el RD 1006/1985.

2.3.2.1.- La contratación en España: el Real Decreto 1006/1985

En España, la legislación de carácter laboral que regulaba los derechos de los futbolistas profesionales data de 1981 con la promulgación del Real Decreto 318/1981, de 5 de febrero. El origen de este Real Decreto, como explica Tros de Ylarduya (2001), se encuentra en la huelga de futbolistas que paralizó el fútbol español la jornada del 2 de marzo de 1979. Posteriormente hubo reclamaciones ante Magistratura de Trabajo por el descuento del 10% que los clubes impusieron sobre las primas de los jugadores. Al final, clubes y jugadores se sentaron a negociar llegando a acuerdos que posteriormente se trasladaron al RD 318/1981.

Los aspectos más destacables de este Real Decreto son:

- Se distingue entre las cuestiones puramente contractuales –competencia de la jurisdicción laboral- y las deportivas –bajo la competencia de las autoridades deportivas-.
- Se deja una amplia autonomía para que las partes negocien los contratos.
- Se vincula la calificación de deportista profesional a la tenencia de la licencia federativa. Además, las numerosas referencias a las normas de las federaciones da a entender un cierto predominio de éstas sobre las laborales.

- Se suprime⁸² el derecho de retención que reconocían algunas federaciones aunque se compensa con el establecimiento del derecho de compensación de los gastos de formación⁸³. Sin embargo, dado que los clubes habían de pactar entre si la indemnización por formación, si no había acuerdo entre ambos, las federaciones seguían ostentando la potestad decisoria sobre los traspasos pues ante esos desacuerdos debería resolver la correspondiente federación.

Apenas transcurridos cuatro años, se aprecian las carencias de este Real Decreto y es necesario la redacción de uno nuevo: el Real Decreto 1006/1985, de 26 de junio.

Tros de Ylarduya (2001;89) resalta que en este Real Decreto, desaparecen las menciones a las Federaciones, se suprime la obligación de devolver la ficha en caso de extinción voluntaria del contrato por parte del jugador, los derechos de formación se fijarán en la negociación colectiva, y se su-pedita a proceso judicial la determinación de la indemnización en caso de rescisión de contrato, en caso de ausencia de pacto. Tenemos que pun-tualizar que ese último aspecto ya se contemplaba en el RD 318/1981. Realmente la novedad consiste en la posibilidad de eludir el juicio con la firma del pacto.

Desde su promulgación, el RD 1006/1985 ha regido la contratación de los futbolistas en España. Sin embargo, el paso del tiempo y la legislación comunitaria han supuesto algunas modificaciones en la reglamentación de la contratación de jugadores.

Cabe destacar, desde el punto de vista de su influencia en la movilidad de los jugadores y, por ende, en los efectos económicos que ésta produce, el artículo 2 que, al regular la capacidad de contratación en función de la nacionalidad, ha sido superado por las resoluciones judiciales de la Unión Europea.

⁸² art. 3 RD 318/1981

⁸³ art. 9b RD 318/1981

El artículo 11 del RD 1006/1985 regula la cesión de jugadores, dando una mayor libertad a este tipo de operaciones pues basta con el consentimiento de las partes implicadas. Además, puntualiza que un club no podrá negar la cesión temporal de un jugador si no ha utilizado sus servicios en competiciones oficiales a lo largo de una temporada.

La expiración del contrato del jugador y los efectos derivados de ésta con el sistema de compensación por formación recogido en el artículo 14 del RD 1006/1985 ha sido ampliamente superada por su oposición al artículo 39 del Tratado de la UE y la sentencia del caso Bosman. Por ese motivo, se puede considerar inválido. No obstante, reaparece este tipo de compensación con la nueva Reglamentación FIFA sobre el estatuto del jugador y los traspasos. Sin embargo, la compensación por formación queda anulada en el ámbito de la UE, pero no dentro de cada estado miembro ni para países que no formen parte de la UE. El Reglamento FIFA sólo se aplica subsidiariamente respecto de las normas estatales y de la UE, de forma que no puede existir esa compensación porque carece de eficacia para desvirtuar la Sentencia Bosman.

2.3.3.- Las cláusulas de rescisión

Las cláusulas de rescisión de los contratos de jugadores han contribuido a la popularidad del Real Decreto 1006/1985. La contratación de Rivaldo por parte del FC Barcelona fue un acontecimiento de gran repercusión en los medios de comunicación. Se produjo un enorme revuelo cuando, el jugador, unilateralmente, decidió rescindir su contrato con el Deportivo de La Coruña haciendo efectivo el importe fijado en su cláusula de rescisión. De esta forma, pudo fichar por el Barcelona sin haber existido negociación entre ambos clubes, puesto que el propietario de los derechos federativos manifestó que el jugador era intransferible.

La cláusula de rescisión supone la obligación del jugador de pagar al club una cantidad de dinero estipulada en caso de resolver el contrato de trabajo que le vincula con el club sin causa justificada y por iniciativa del futbolista (Tros de Ylarduya, 2001; 387).

La legislación británica difiere de la española puesto que allí las cláusulas de rescisión se entienden como cláusulas penales y por lo tanto son inexigibles. La regla general en el Reino Unido es que no se ofrecerá compensación cuando un trabajador rompa su contrato de trabajo por estar a disgusto con su patrón (Crolley *et al.*, 2002; 284). Por otro lado, los jueces son los encargados de establecer las posibles indemnizaciones surgidas del incumplimiento del contrato de trabajo en el Reino Unido.

De vuelta a la situación española, es frecuente que los clubes, al negociar la contratación de los jugadores, establezcan cláusulas de rescisión que tienen, sobre todo, una función disuasoria, de manera que, si algún club está interesado en contratar a uno de los jugadores con contrato en vigor, no le quede más remedio que dirigirse al club y negociar el importe de los derechos de traspaso.

Antes hemos mencionado el caso de Rivaldo. Es comprensible el disgusto de la directiva del club herculino a pesar de la importante cantidad recibida al cobrar la cláusula establecida en el contrato del jugador. El razonamiento es simple. Si un club, sin intentar negociar, es capaz de pagar la cantidad fijada en la cláusula, entonces cabría suponer que, de haber sido una cifra superior probablemente se habría efectuado el traspaso por un importe más elevado. Aprendida la lección, cuando años más tarde contratan al jugador más caro de la historia del club– pagaron al Español 16'8 millones de euros por Sergio– establecen una cláusula de rescisión de 90 millones de euros⁸⁴. El mensaje es claro: por 90 millones quien quiera a Sergio se lo puede adjudicar o si alguien tiene interés por sus servicios que negocie.

Pero las cláusulas que puedan convertir en imposible su pago por parte del jugador u otro club, cabría declararlas nulas por abusivas ya que el club muestra una intención clara de retener al jugador hasta el final de su contrato. Esto supondría un trabajo forzoso para el deportista (Tros de Ylarduya, 2001; 393)

El cálculo del importe “justo” de una cláusula de rescisión va a depender principalmente de tres variables: la remuneración del jugador, la duración del contrato y el importe que el club tenga que desembolsar para hacerse con los servicios del jugador. Así parece entenderlo la FIFA, cuando en el artículo 22 del RETJ, sugiere los elementos a tomar en cuenta para fijar la indemnización que deberá pagar un jugador por incumplimiento del contrato.

2.3.4.- Los jugadores con “carta de libertad”

Simmons (2001) apunta una de las intenciones de la nueva normativa FIFA para los traspasos: redirigir parte de los pagos por este concepto hacia los salarios de los jugadores. Además se aventura a afirmar que los clubes encontrarán virtualmente imposible obtener ningún beneficio económico procedente de sus jugadores y los pagos que antes percibían se redirigirán a los futbolistas y a sus agentes.

Efectivamente esto se ha producido en algunos casos, cuando los jugadores han finalizado sus contratos. En ese supuesto, se habla de que el jugador llega al nuevo club con la “carta de libertad”, es decir, el club que le contrata no tiene que pagar ninguna cantidad al antiguo club. Con la condición de que sea un jugador mayor de 23 años ya que, si fuera menor, habría que pagar la compensación por derechos de formación. Sin embargo, en España depende de lo regulado en el Convenio Colectivo que, en su art. 18, fija esa edad en 25 años.

A primera vista, puede parecer que fichar a un jugador que llega libre es una gran oportunidad. Sin embargo, puede ser una fuente de conflictos. El jugador puede exigir como mayor remuneración la cantidad –o parte– que su nuevo club se ahorra en el traspaso. De manera que se pueden provocar tensiones salariales dentro de la plantilla. En palabras de Johan

⁸⁴ Marca, 2 de agosto de 2001, pág. 12.

Cruyff: “a uno que viene gratis le pagan más. El resultado, un mediocre cobra más que el mejor de la plantilla y el lío está servido”⁸⁵.

Pero el problema salarial no se puede observar exclusivamente en términos anuales. No es lo mismo, por ejemplo, un contrato por una temporada a razón de 3 millones de euros, que si el contrato es por 5 temporadas. El compromiso económico para el club es mucho más elevado en el segundo caso. Sin embargo, en contrapartida, el club, alargando el plazo de los contratos, abre la puerta a la posibilidad de obtener algún ingreso por la venta del jugador.

Grave es la situación para un club cuando uno de sus jugadores, con contrato aún en vigor, se compromete, a través de un precontrato con otro club a la espera de obtener su carta de libertad y obtener un contrato sustancioso con el nuevo club, con mayor duración y más salario. Dos casos pueden servir de ejemplo, Karembeau y McManaman llegaron al Real Madrid con la carta de libertad, después de haber firmado un precontrato con este equipo. El primero pasó casi toda la temporada previa a la finalización del contrato prácticamente sin jugar como medida de presión de su antiguo club. Por su lado, McManaman siendo jugador del Liverpool firmó un precontrato con el Real Madrid. Este club no tuvo que pagar nada al Liverpool, que previamente había pagado un traspaso multimillonario. Desde su llegada al club blanco, sus participaciones en encuentros han sido prácticamente testimoniales, sin embargo es uno de los jugadores con ficha más alta y se van a cumplir los cinco años de su contrato con lo cual, de seguir así, el Real Madrid tampoco podrá obtener nada por su traspaso.

La visión de Cruyff resulta ilustrativa: “firmar a un jugador por muchos años no significa muchos años de rendimiento (...) Los contratos largos y las grandes fichas son lo que luego frena la salida de los jugadores que ayer eran *figuras* y hoy no te valen”⁸⁶. Esta perspectiva necesita una ma-

⁸⁵ Johan Cruyff en Marca, 23 de septiembre de 2001, pág. 48.

⁸⁶ Marca, 23 de septiembre de 2001, pág. 48.

tización que, por otro lado, se ha convertido en regla de gestión para la mayoría de los clubes. La duración de los contratos no puede ser la misma para un jugador joven, con futuro, que para un jugador más allá de los treinta años.

La práctica se traduce en que los jugadores con más de treinta años quieren contratos lo más largos posibles con el objeto de garantizar su futuro. Mientras tanto los clubes les suelen ofrecer contratos anuales o bianuales. En este caso prima el temor a las lesiones o a un menor rendimiento y la mayor dificultad para su traspaso. Por el contrario, los jugadores más jóvenes preferirían contratos más breves para poder quedar libres cuando todavía pueden estar cotizados en el mercado. Pero los clubes presionarán para alargarlos asegurándose la posibilidad de negociar un traspaso.

Las fuerzas enumeradas configurarían el panorama monetario de la contratación de los jugadores mayores de 23 años. Como principio general el comportamiento sería:

- Si hay que pagar traspaso, se reduce la ficha. Si viene libre, aumenta su remuneración.
- Si es joven y se alarga la duración del contrato, aumenta la ficha. Si es mayor y consigue más temporadas, se reduce la remuneración.
- Si es joven y quiere una remuneración alta, aumenta el importe de la cláusula de rescisión. Si el club quiere reducir los emolumentos, tendrá que aceptar una cláusula menor.

Lógicamente, todo dependerá de las propias características de cada jugador. Dobson *et al.* (2000) y Gerrard y Dobson (2000) profundizan en los aspectos que explican los mercados de traspasos de jugadores. Pero, aquí nos referimos, simplemente, a las líneas generales de lo que sería un comportamiento racional teórico, suponiendo que el resto de características permanecen *ceteris paribus*.

Por último, recordamos la citada aportación de Kesenne (2002; 181) donde remarca que desde la implantación del nuevo sistema de traspasos,

algunos clubes fuerzan a los jugadores a que formalicen un nuevo contrato antes de que venza el viejo, con el objeto de evitar que dejen el club sin percibir ninguna compensación. Este es el motivo por el cual, la mayoría de los clubes procura renovar a sus jugadores más valiosos antes de comenzar su último año de contrato. Esto es lo que quiere evitar la clara dicción del art. 6 del RD 1006/85.

3.- MÉTODOS DE VALORACIÓN DE UN EQUIPO DE FÚTBOL.

3.1.- EL VALOR DE UNA EMPRESA

Como paso previo a la valoración de una empresa o, en particular, un club de fútbol, resulta oportuno aclarar el concepto de valor. Una primera acepción de este concepto es el “grado de utilidad o aptitud de las cosas, para satisfacer las necesidades o proporcionar bienestar o deleite”. También se entiende por valor la “equivalencia de una cosa con otra” especialmente hablando en términos monetarios. Finalmente, con un matiz más filosófico, una tercera acepción: “cualidad que poseen algunas realidades, llamadas bienes por lo cual son estimables”⁸⁷. Observamos que en todas estas definiciones existe un nexo común: la subjetividad, ligada a la satisfacción de las necesidades, a la equivalencia o a la estimabilidad.

El valor de una empresa, por consiguiente, se podría definir como el grado de utilidad que proporciona su posesión –o una participación que otorga la condición de socio- a sus propietarios.

En ese sentido, Caballer (1998, 32) en su definición de valoración de empresas incluye, como elemento sustancial de la valoración, que ésta se orienta a determinados fines: aquellos que determinan su utilidad. Fernández (1999) señala que la valoración sirve para propósitos muy diversos como: fijar el precio máximo a pagar por el comprador o el mínimo para el vendedor; comparar con el precio de cotización para saber si interesa comprar, vender o mantener; justificar el precio ofrecido a los accionistas en las salidas a bolsa; retribuir a los directivos en función de la creación de valor; identificar las fuentes de creación y destrucción de valor; tomar decisiones de continuar con un negocio, vender, fusionarse o comprar otras empresas; o, medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación de valor.

⁸⁷ Definiciones que figuran en el Diccionario de la Lengua Española. Vigésima Edición.

No obstante, a pesar de la subjetividad subyacente en el valor de una empresa, Damodaran (1996), reconociendo la diversidad en la información necesaria para valorar los diferentes activos o negocios, asegura que existe un alto grado de similitud en los principios básicos de valoración de cualquier negocio. Al tiempo que recuerda que los activos financieros se adquieren por los flujos de caja que se esperan obtener por poseerlos. De modo que las percepciones de valor vuelven a la realidad que liga la inversión en una empresa con los flujos de caja que se esperan obtener de ella.

Una vez apuntado el concepto básico de valor de una empresa y la posibilidad de reducir la subjetividad de dicho concepto si lo consideramos como una inversión financiera, ahora cabe adentrarse en los diferentes métodos de valoración de empresas a los que se pueden recurrir.

3.1.1.- *La valoración de empresas en general: métodos de valoración*

Cuando se acomete la tarea de determinar el valor de una empresa, una de las primeras preguntas que se hace el analista es qué método empleará. El problema de la valoración no reside en la carencia de modelos, por el contrario existen demasiados. Por ese motivo, la elección del modelo adecuado para cada ocasión basándose en las características del activo a valorar se convierte en determinante (Damodaran, 1996). Esta es la razón por la cual, a continuación, se van a enumerar diversos métodos de valoración. No es una enumeración exhaustiva pero sí suficiente pues, a través de los autores escogidos, se mencionan la práctica totalidad de los métodos más habituales. Posteriormente, a la luz de lo expuesto, y considerando las peculiaridades de la empresa futbolística, se profundizará en los aspectos más relevantes de los métodos más apropiados.

Como se acaba de mencionar, existen numerosos métodos de valoración de empresas y también cuantiosas clasificaciones realizadas de los mismos. En función de la óptica desde la que se abordan, se plantean diferentes aproximaciones a la valoración. Damodaran (1996) plantea que al hablar de valoración de empresas existen tres alternativas: valoración por

descuentos de flujos de caja⁸⁸; valoración relativa, en la que destacan múltiplos como el PER, el ratio Precio/Ventas y el ratio Precio/Valor contable; y, finalmente, valoración contingente, desarrollada principalmente a partir de la teoría de opciones. Este autor sólo contempla los métodos de valoración con un carácter financiero de modo que no menciona todos aquellos otros métodos con un soporte principalmente contable.

Caballer (1998) incluye otras perspectivas, no exclusivamente financieras, añade los métodos basados en información contable y tasación: entre los que se encuentran el valor contable, el valor sustancial, el valor patrimonial probabilístico y los métodos de tasación.

Una clasificación ligeramente diferente aparece cuando se realiza en función al principio básico que sustenta cada método. Por este motivo, Termes (1998; 299) agrupa los métodos de valoración según se basen en el patrimonio; el fondo de comercio; el beneficio o en el dividendo; y, finalmente, el descuento de flujos de fondos.

Fernández (1999) presenta quizás la más completa y detallada obra sobre valoración de empresas escrita en castellano. En ella hace hincapié en la valoración a través de flujos de caja pero previamente clasifica los métodos de valoración según estén basados en el balance, la cuenta de resultados⁸⁹, el fondo de comercio⁹⁰ o el descuento de flujos de caja⁹¹.

⁸⁸ Considera que el modelo de descuento de dividendos es un caso especial para la valoración de acciones (Damodaran, 1996; 10).

⁸⁹ dentro de éstos incluye tanto aquellos que se fundamentan en el beneficio –destaca entre ellos el PER-, o en los dividendos, como los múltiplos de las ventas u otros múltiplos. Una descripción detallada de los múltiplos empleados con más frecuencia por los analistas financieros, así como los problemas de dispersión de diferentes múltiplos y la volatilidad de los parámetros más ampliamente empleados para este tipo de valoración se encuentra en Fernández (2002 a).

⁹⁰ Descalifica duramente este tipo de valoraciones.

⁹¹ En un trabajo de investigación describe detalladamente y de forma comparada diez métodos y nueve teorías concluyendo que esos métodos, los utilizados habitualmente, para valorar empresas por descuento de flujos de caja, siempre dan el mismo valor. Explica este resultado como consecuencia de que todos esos métodos trabajan bajo las mismas hipótesis y que sólo difieren en el flujo de caja que toman como punto de partida (Fernández, 2002 b)

Recientemente han surgido nuevos métodos de valoración entre los que destaca el EVA (*Economic Value Added*), propuesto por Stewart (1991) y que ha tenido una amplia difusión pues proporciona una herramienta para la gestión empresarial orientada a la creación de valor. Por otro lado, el valor actual de los futuros EVA, corresponde, según Young y O'Byrne (2001, 41), con el MVA (*Market Value Added*), que definen como la diferencia entre el valor total de mercado de la empresa y el capital total invertido (valor contable de las acciones). El Boston Consulting Group (1996) propone el CVA (*Cash Value Added*) como alternativa al EVA. Fernández (1999) demuestra que el CVA descontado al coste medio ponderado de capital coincide con el EVA descontado al mismo coste en empresas con activos fijos y necesidades operativas de fondos constantes y, ambos coinciden, a su vez, con el MVA. Por último, McTaggart *et al.* (1994), habían definido el BE (Beneficio Económico) que, actualizado al coste de los recursos propios, se identifica con el MVA.

Más en una línea de medida de creación de valor, HOLT *Value Associates*, una consultora de Chicago, desarrolló, por su parte, el CFROI (*Cash Flow Return on Investment*) que, según *Boston Consulting Group* (1996), recoge la rentabilidad interna de una inversión sin considerar la inflación. Por su parte, el TSR (*Total Shareholder Return*), representa la rentabilidad del accionista derivada de los dividendos y pagos que recibe más el incremento de valor de las acciones.

Copelan *et al.* (2000) matizan que dentro de la estructura de medidas de valor que citan en su trabajo⁹², sólo el descuento de flujos de caja y las opciones reales son verdaderas herramientas para estimar el valor intrínseco de la empresa, por este motivo nos centraremos fundamentalmente en ese método.

⁹² Éstos son: TRS (*Total Returns to Shareholders*: Rendimiento total para el accionista. Previamente aparece como TSR: es el mismo concepto con una notación diferente), DCF, Beneficio Económico, EVA™, CFROI, ROIC.

3.1.2.- El descuento de flujos de caja

El método de valoración por Descuento de Flujos de Caja presenta diversas variantes. En función de los Flujos empleados, habrá que utilizar la tasa de descuento apropiada. Éste será, por tanto, el primer paso a considerar. En la Tabla 3-1 se resumen los principales flujos de caja junto a las tasas de descuento que se deben emplear con cada una de ellas. Así, si se pretende obtener el valor total de la empresa, se deben usar los Flujos de Caja Libre (FCF) y la tasa de descuento será el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC). En caso de utilizar el Flujo de Caja para los Accionistas (FCacc), se obtendrá el valor de los recursos propios si se descuenta al coste específico de éstos (K_e). Para hallar el valor total de la empresa habría que añadir el valor actual de la deuda. Finalmente, si se emplea el Flujo de Caja para los Capitales⁹³ (CCF) la tasa de descuento apropiada es el Coste Medio Ponderado de Capital Antes de Impuestos.

Para la estimación del valor de los clubes de fútbol, vamos a trabajar con Flujos de Caja Libre. Para el análisis de las relaciones de éstos con los resultados deportivos y en aquellos otros capítulos donde usamos datos históricos para el análisis de regresión, los calculamos partimos del desarrollo de Fernández (1999; 146) donde indica que se pueden obtener a partir del Beneficio Neto mediante las siguientes operaciones:

$$\begin{array}{r} \text{Beneficio Neto} \\ + \text{Amortización} \\ - \text{Aumento de NOF}^{94} \text{ (Activo Circulante Neto)} \\ - \text{Aumento de gastos amortizables} \\ - \text{Inversiones en activo fijo} \\ + \text{Valor contable de los activos retirados o vendidos} \\ + \text{Intereses (1-t)} \\ \hline \text{FCF (Flujo de Caja Libre)} \end{array}$$

⁹³ *Capital Cash-Flow* representa a los flujos de caja disponibles para los poseedores de títulos de la sociedad, ya sean de deuda o acciones. Es equivalente al FCacc más el Flujo de Caja correspondiente a los deudores (Fernández, 2002 b; 4)

⁹⁴ Representa la inversión neta en activos circulantes derivadas de las operaciones de la empresa. Se habla de inversión neta porque parte del activo circulante está cubierto ya por recursos espontáneos (Faus y Tàpies, 1996; 27-28).

No obstante, teniendo en cuenta la información disponible, según lo que aparece en las Cuentas Anuales y las Memorias de los clubes de fútbol, habrá que realizar algunos ajustes a este modelo.

Tabla 3-1. Flujos de Caja y Tasas de Descuento a aplicar

Flujo de Caja	FCF	FCacc	CCF
Tasa de descuento	CMPC	K_e	CMPC _{AI}

Fuente: elaboración propia

El Beneficio Neto no ofrece problema pues aparece claramente identificado en los estados financieros de todos los clubes.

En cuanto a la amortización, las inversiones en activo fijo y el valor contable de los activos retirados o vendidos se hará un análisis detallado del inmovilizado y sus variaciones. Las principales partidas a tener en cuenta serán, dentro del inmovilizado inmaterial, los derechos de adquisición de jugadores y los derechos sobre estadios. Surge aquí una importante problemática de carácter contable pues no se contempla el registro del valor de los jugadores de la cantera al no pagarse derechos de traspaso por los mismos. Debido al nivel de agregación de la información contable, se tratarán de forma conjunta las inversiones en activo fijo con el valor de los activos retirados o vendidos y, además, teniendo en cuenta los importes netos. De esta manera, se tomará la inversión neta en Inmovilizado como diferencia del Inmovilizado Neto del ejercicio t menos el del ejercicio $t-1$.

Los derechos de adquisición de jugadores inciden año a año en los flujos de caja de cualquier club. Todas las temporadas se producen numerosas altas y bajas de jugadores en los equipos. Por este motivo, la fluctuación en el inmovilizado inmaterial puede llegar a ser considerable. A esto hay que añadirle que su amortización es acelerada al realizarse en el periodo del contrato con el jugador. Sin embargo, para clubes con una estrategia empresarial definida, es de esperar que incluso esta política sea más o menos estable a lo largo del tiempo.

Si la política de fichajes de un club evita las fluctuaciones se podría emplear para la valoración de los clubes un modelo de perpetuidades, bien considerando flujos constantes o bien con una tasa de crecimiento. En el

primer caso, el modelo parte de la premisa de que los flujos generados por la empresa son perpetuos y constantes, es decir, sin crecimiento. De manera que la amortización contable venga a ser semejante a la inversión que simplemente sería de reposición. Cabría la posibilidad de aplicar el modelo de crecimiento constante si se entiende que los flujos generados por la empresa crecen a una tasa constante anual positiva y de forma indefinida (Fernández, 1999; 337-338).

Cualquiera de estos dos modelos simplifica notablemente el proceso de valoración pues el valor de la empresa vendría expresado, respectivamente, por:

$$(2) \quad VE = \frac{FCF}{CMPC} \quad y$$

$$(3) \quad VE = \frac{FCF_1}{CMPC - g}^{95}$$

donde g es la tasa de crecimiento constate.

Menos incidencia tendrán los derechos sobre estadios e instalaciones. Estos derechos sólo aparecerán en los clubes que no sean propietarios de los estadios. El efecto es menor en los flujos de caja, puesto que su amortización se realizará en un periodo más largo dependiendo de la concesión. En el caso de que el club sea propietario del estadio, el peso de esta partida simplemente se trasladará al inmovilizado material. Los clubes de Primera división y la mayoría de los de Segunda gozan de instalaciones deportivas y estadios adaptados a las exigencias de la LNFP y, en la mayoría de los casos, también a las de la UEFA. En este sentido, no será muy relevante el volumen de inversiones a realizar, si bien, caben mejoras y adaptaciones, especialmente en los clubes más poderosos y en los recién ascendidos a la categoría profesional.

⁹⁵ Gordon y Shapiro (1956) demuestran que el valor actual neto de un flujo que crece a una tasa g , descontado a una tasa K es: $V_0 = \frac{F_1}{(K - g)}$

El resto de la inversión de la empresa vendría representada en el Activo Circulante Neto que coincide con las NOF. Estas hacen referencia a la **inversión** de la empresa derivada de su operativa. Se pueden calcular sumando los Recursos Negociados a Corto Plazo al Fondo de Maniobra. Sin embargo, como numerosos clubes no desagregan suficientemente la cifra de acreedores a corto plazo, es más operativo trabajar con la variación en el Capital Circulante según hace Damodaran (1996; 107) que calcula el Flujo de Caja para la Empresa -así lo denomina pero es equivalente al FCF- según la siguiente expresión⁹⁶:

$$(4) \quad \text{FCF} = \text{BAII} * (1-t) + \text{Amortización} - \text{Inversión en Activo Fijo} - \\ \text{Cambio en el Capital Circulante.}$$

Así la expresión para el cálculo del Flujo de Caja Libre que empleamos en este trabajo, para los equipos españoles, es:

$$(5) \quad \text{FCF} = \text{BN} + \text{Amortización} - \text{Inversión Neta en Activo Fijo} - \\ \text{Aumento de gastos amortizables} - \text{Variación del Capital} \\ \text{Circulante} + \text{Gastos Financieros} * (1-t).$$

Los Flujos de Caja de los equipos españoles así calculados, únicamente serán utilizados con el objeto de proceder al análisis financiero de los clubes y como referencia sobre los Flujos de Caja esperados que estimaremos según el modelo desarrollado en el capítulo 10.

Entendemos que un club de fútbol gestionado con criterios financieros, procurará una cierta estabilidad en los flujos de caja generados, mediante un equilibrio entre las inversiones en jugadores y estadios, sus amortizaciones y la financiación de dichas inversiones. Por este motivo, pensamos que sería aplicable el método de valoración reflejado en la expresión (2).

⁹⁶ Muy similar a la empleada por Copelan *et al.* (2000; 168).

3.2.- VALORACIÓN DE UN CLUB DE FÚTBOL

Cualquier activo, financiero o real, tiene valor. La clave para invertir con éxito y gestionar la inversión descansa, no sólo en saber cuál es el valor, sino también en conocer cuales son las fuentes de ese valor (Damodaran, 1996, 1). Por este motivo, en buena parte de este trabajo, nos vamos a centrar en descubrir aquellos factores relevantes para la creación del valor de un equipo de fútbol. Analizaremos sus interrelaciones y buscaremos determinar su influencia en el valor de un club. Como todo proceso de búsqueda de valor, al final, obtendremos, más que un simple precio, una herramienta para la gestión de los clubes si se pretenden conducir hacia la creación de valor para el accionista en la línea de lo propuesto por Copelan *et al.* (2000).

Tras la enumeración de los distintos métodos que se emplean para la valoración de empresas, se exponen en este apartado algunos de los métodos o aproximaciones valorativas que se utilizan en relación con los clubes de fútbol.

En primer lugar, hay que matizar que no abundan los trabajos teóricos que aborden la valoración de los clubes de fútbol en su globalidad. Sin embargo, se han producido acercamientos a la valoración de sus principales activos, como por ejemplo las marcas y los jugadores. Por otro lado, los analistas financieros se han visto obligados a elaborar informes de valoración de clubes de fútbol que cotizan en Bolsa, especialmente en los momentos previos a la oferta pública de suscripción de acciones. Finalmente, aunque no se corresponde exactamente con la figura y características del fútbol, también resulta de interés conocer como se realiza la valoración de las franquicias deportivas en Estados Unidos.

En este apartado se expondrán, en primer lugar, unas consideraciones sobre la valoración de franquicias deportivas. Posteriormente se abordará la metodología empleada para la valoración de marcas y jugadores de fútbol. A continuación, expondremos los aspectos más destacados de la valoración global de las SAD y clubes de fútbol. Para ello se mostrará la

aplicación del modelo de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) a la valoración de clubes de fútbol españoles. Se concluye el apartado con la exposición de la práctica seguida por los analistas financieros que han valorado los clubes cotizados en Bolsa..

3.2.1.- Valoración de franquicias deportivas.

Para comenzar este apartado, parece importante buscar la referencia de la valoración de los equipos profesionales en Estados Unidos puesto que, aunque la concepción del modelo de deporte es muy diferente, el enfoque empresarial que va adquiriendo el fútbol profesional en España necesita, cuando menos, contemplar la experiencia de la gestión de las entidades deportivas profesionales norteamericanas.

A la hora de realizar la valoración de una franquicia deportiva –en el caso español se hablaría de un club de fútbol-, Kane (2000; 372) afirma que –refiriéndose, en concreto, a las relaciones de jugadores y propietarios- el analista debería investigar y comprender, entre otras cosas: la contribución que cada jugador hace al equipo, los términos y condiciones de los contratos de los jugadores, su categoría en función de su rendimiento en el terreno de juego, etc. Con esto pone de manifiesto la necesidad de conocer las particularidades del negocio en orden a determinar adecuadamente los flujos de caja.

Conviene resaltar que la valoración de una franquicia deportiva –para nuestro caso, un equipo de fútbol profesional- requiere una valoración especializada como consecuencia de los siguientes factores (Damodaran, 1996; 488)en primer lugar, tienden a ser más valiosas que otras franquicias –otros negocios- con elevados valores –en especial los equipos más prestigiosos-; en segundo término, el éxito no se mide exclusivamente en términos económicos sino en términos de victorias y derrotas; y, finalmente, las fuertes conexiones locales y las intensas emociones que evocan en sus aficionados las convierten en algo muy diferente a un negocio ordinario.

El método de valoración basado en los activos de la sociedad (sobre datos de los estados financieros) no tiene mucha relevancia porque el valor de este tipo de empresas se deriva principalmente de numerosos activos intangibles trabajando juntos en la empresa. Por ese motivo, los métodos más adecuados para la valoración de este tipo de negocios son los de renta –principalmente el Descuento de Flujos de Caja- y los de mercado, que toman como referencia empresas cotizadas o transacciones de empresas (Kane, 2000; 384-386).

A la vista de lo expuesto y siguiendo las orientaciones de Damodaran (1996; 488-489) sobre la valoración de franquicias deportivas, el método más apropiado para la valoración de un club de fútbol será el Descuento de Flujos de Caja. Para ello habrá que estimar los Flujos de Caja y la Tasa de Descuento adecuada. Dado que la naturaleza de los Flujos de Caja en este tipo de negocios tiene numerosas características exclusivas, este trabajo se va a centrar precisamente en la identificación de aquellos factores que determinan los Flujos de Caja. Para su estimación, Damodaran sugiere la consideración de, entre otros, los siguientes factores: la propiedad de los estadios y los acuerdos sobre los mismos; el tamaño del mercado local; el éxito o fracaso del equipo; y, el coste ligado a los jugadores. Sin embargo, nosotros, para el fútbol español, vamos a buscar cuales serían realmente aquellos factores determinantes en orden a estimar los flujos de caja.

3.2.2.- Valoración de aspectos parciales de los clubes de fútbol

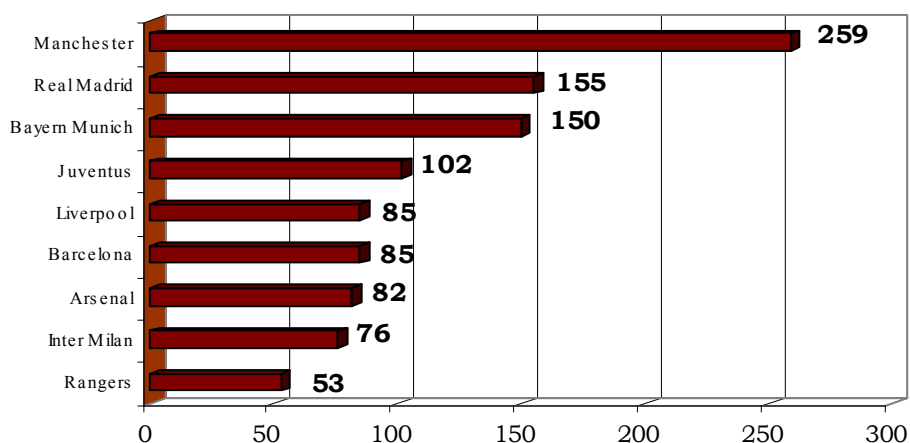
3.2.2.1.- Valoración de la marca de un club de fútbol

Fernández (2002 c) pone de manifiesto que existe un notable incremento en el interés por la valoración de marcas, abordado tanto desde la perspectiva de la investigación como de la consultoría. Recoge, a modo de ejemplo, la estimación del valor de marca de diversos equipos europeos (se reproduce aquí en la Ilustración 3-1). Enumera diversos métodos de valoración de marcas en general, pero a efectos de este trabajo, vemos

más oportuno centrarnos en los estudios específicos sobre marcas de clubes de fútbol.

Dos trabajos pueden ser ilustrativos de esta materia. En el primero, Guisjarro *et al.* (2000), partiendo de la hipótesis de beneficio nulo, plantean su modelo de valoración de la marca de un club de fútbol. En la Ilustración 3-2 se refleja esquemáticamente la metodología empleada por estos autores. Como se puede observar, el método seguido es el Descuento de Flujos de Caja. Las líneas de trabajo para la valoración se plasman en la determinación de los elementos esenciales de este tipo de valoración: el flujo de caja, la tasa de descuento y el horizonte temporal.

Ilustración 3-1.- Valor de las marcas de fútbol (mill. dólares) según FutureBrand



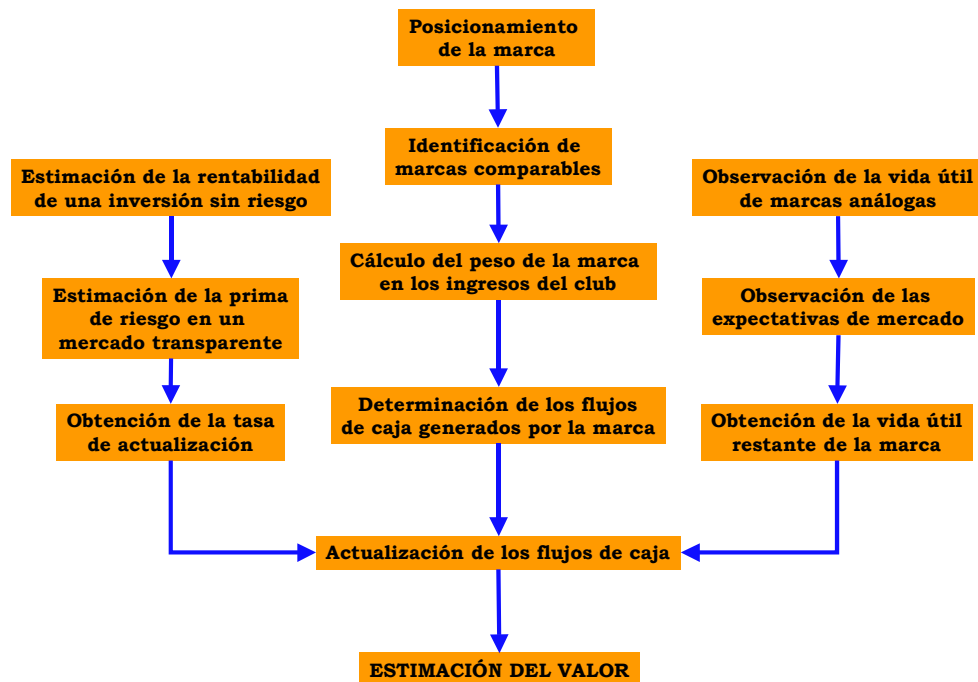
Fuente: Fernández (2002 c)

Aplican el principal esfuerzo a la determinación de los flujos de caja generados por la marca. Para obtenerlos, buscan un posicionamiento de marcas. Optan por jerarquizar las marcas pues entienden que las mejor posicionadas serán las que tendrán un valor superior. Descartan el número de socios y el de asistentes por partido como criterios de ordenación. Eligen como criterio de clasificación el presupuesto del club cuando militó en Segunda División B. La elección de este criterio hace poco operativo el modelo. De hecho, en un anexo a su trabajo, plantean una alternativa de posicionamiento para los clubes que no han participado en esa categoría.

Por su parte, Blasco *et al.* (2002) siguiendo también el esquema de trabajo de la Ilustración 3-2, avanzan y mejoran el modelo. Realizan el posicio-

namiento de la marca considerando: la tradición del equipo, el número de habitantes de su población, el número de socios y el número de temporadas en Primera División en los últimos años. Obtienen los flujos de caja a partir de la proporción de ingresos relacionados con la marca respecto al total y del presupuesto medio de los clubes similares según el proceso reflejado en la Ilustración 3-3.

Ilustración 3-2.- Metodología de Valoración de Marcas

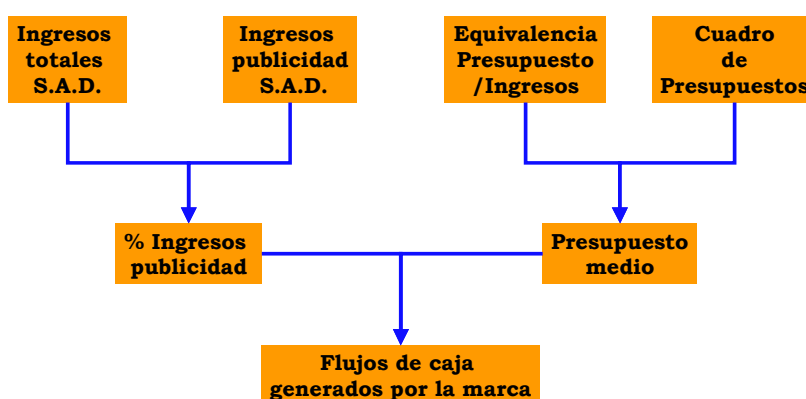


Fuente: Guijarro et al. (2000)

Una vez conocido el valor de la marca, se puede plantear el cálculo del valor total del club. Sin embargo, aparecen diversos problemas. En primer lugar, habría que preguntarse ¿qué proporción del valor del club corresponde a la marca? Si se supiera o se pudiera determinar con exactitud, se obtendría de forma sencilla el valor del club. Pero esta proporción varía notablemente de unas empresas a otras. Según la lista de las 100 marcas más valiosas del mundo elaborada por Interbrand⁹⁷, el porcentaje del valor de la marca respecto a la capitalización bursátil de la empresa propietaria en julio de 2001 fluctúa mucho. Por ejemplo, el 93% de la capitalización de Xerox corresponde al valor de su marca. Menos llamativos,

aunque también muy elevados, son los casos de: Kodak (82%), Polo Ralph Lauren (76%), Ford y Nike (66%) o Coca-Cola (61%). Pero al mismo tiempo, otras marcas representan muy escaso valor respecto a la capitalización de la empresa. Es el caso de Mobil y Shell (1%), o Siemens, BP, AOL y Time⁹⁸ (2%).

Ilustración 3-3. Esquema de obtención de flujos de cajas generadas por las marcas de un club de fútbol



Fuente: Blasco et al.(2002)

En segundo lugar, es de destacar que queda un largo camino hasta la definición exacta del concepto de marca y la determinación de su valor. Así, al no haberse fijado de forma unívoca el concepto de marca, aparece una de sus principales limitaciones: ¿qué flujos de caja son atribuibles a la marca y cuáles no? (Fernández, 2002 c; 17).

En el caso de que estas dificultades fueran solventadas, o se entendiera que no son relevantes, la valoración del equipo de fútbol se obtendría como la suma del valor de las actividades ordinarias más el valor de la marca. Sin embargo, no parece operativa la separación de los flujos por las numerosas intrincaciones entre las actividades que desarrolla un equipo

⁹⁷ Se puede consultar en www.interbrand.com.

⁹⁸ La empresa propietaria de estas dos marcas es AOL Time Warner.

de fútbol y el valor de su marca. Por este motivo, en este trabajo se buscará la estimación de los flujos de caja globales de un equipo de fútbol.

3.2.2.2.- Valoración de jugadores

También hay estudios que abordan la valoración de otro elemento esencial para un club de fútbol como son los recursos humanos, en concreto, los jugadores. El trabajo de Jimeno de la Maza y Redondo (2002) se orienta en esta línea. Si bien tiene una perspectiva eminentemente contable, plantea algunas cuestiones interesantes. Exponen que la valoración de los deportistas profesionales se puede realizar básicamente a coste histórico, a coste de reposición o descontando los beneficios futuros que puedan reportar. Sin embargo, no especifican qué modelo determina el valor de reposición o el de descuento.

Los jugadores procedentes de la cantera requieren un tratamiento especial pues en ningún caso deben aparecer reflejados en el activo de la sociedad. Sin embargo, es indudable que son un activo relevante para cualquier club de fútbol y se pueden convertir en una considerable fuente de ingresos. En este sentido, Guzmán *et al.* (2002) hacen referencia a los jugadores de la cantera pero desde una perspectiva contable haciéndose eco de lo enunciado por Morrow (1999; 124-125) sobre el inadecuado registro contable de los jugadores. A partir de ahí, exponen la necesidad de que aparezcan en el balance de los clubes de fútbol aunque reconocen la dificultad para tener una valoración objetiva y fiable.

Dobson y Gerrard⁹⁹ (1997) y Dobson *et al.* (2000) desarrollan un modelo para valorar las variaciones en los importes pagados por los derechos de traspaso tanto en el fútbol profesional inglés como en el amateur. El modelo emplea tres factores para el fútbol profesional: características del jugador, del club vendedor y del comprador; añadiendo los efectos temporales en el caso de las categorías de fútbol no profesional. El nivel de explicación del modelo es del 80% y del 60% respectivamente.

A pesar de que ninguno de los estudios mencionados ofrecen un modelo de valoración de los jugadores, si muestran la importancia de evaluar a los jugadores y lo que se paga por sus derechos de traspaso¹⁰⁰.

Por otro lado, se pone de manifiesto que, a consecuencia de la normativa contable, en la mayoría de los clubes se crea una diferencia entre el valor contable y el que tendrían en el mercado por no valorarse los jugadores en función del rendimiento económico que se obtiene a través de ellos. Esto da pie a modelos de análisis como el que se expondrá a continuación.

3.2.3.- Valoración global de los clubes de fútbol

En el presente apartado se van a mostrar modelos de valoración que pretenden obtener el valor total de la S.A.D. o del club de fútbol. En primer lugar se expone y analiza el modelo de valoración de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) aplicado por Guzmán *et al.* (2002) a la valoración de clubes de fútbol en España. A continuación se comentan los métodos de valoración que, desde un punto de vista eminentemente práctico, aplican los analistas financieros.

3.2.3.1.- El modelo EBO empleado por Guzmán *et al.*

Al hablar de la valoración de los jugadores de fútbol se ha mencionado la diferencia de valor que aparece como consecuencia de no reflejar contablemente el valor de los activos intangibles de la empresa. No es un problema exclusivo del fútbol. Ya Lev (1996) –en un trabajo que ha sido punto de referencia para los posteriores– analizó la variación del ratio *market-to-book* durante un periodo de veinte años (1973-1992) en una muestra de 300 empresas. A raíz de su trabajo se puso de manifiesto que hay un desfase creciente entre los valores de la empresa según balance (valor

⁹⁹ Gerrard y Dobson (2000) firman el artículo que es la revisión de este documento de discusión.

¹⁰⁰ De hecho, el profesor Gerrard, de la Universidad de Leeds, desde 1997 está trabajando con un modelo de valoración de jugadores. Dado que se está aplicando con fines comerciales no se ha publicado.

contable) y el que le atribuyen los inversores (valor de mercado). Rojo *et al.* (1994) siguen esa línea de investigación. En su trabajo, corroboran que el valor de mercado de las empresas de la U.E. es superior al contable y que esa diferencia es cada vez más significativa. Cañibano *et al.* (2000; 22-23) llegan a una conclusión similar y afirman que “existe evidencia empírica suficiente en el contexto internacional que pone de manifiesto el desfase entre los valores de mercado y los valores contables de la empresa” y que sus resultados “indican que las inversiones en intangibles son relevantes para los inversores, ya que el ratio M/B es más grande cuanto mayor es el nivel tecnológico”.

Tabla 3-2. Ratio *market to book* para los equipos ingleses que cotizan.

	Ratio market to book		Ratio market to book
MANCHESTER UTD.	1,960	SHEFFIELD UTD	0,283
LEICESTER CITY	1,830	LEEDS UNITED	0,002
BIRMINGHAM CITY	1,651	NEWCASTLE UTD.	0,001
TOTTENHAM HOTSP	1,089	SOUTHAMPTON LS.	0,001
PRESTON NTH.END	0,807	CHELSEA VILLAGE	0,000
SUNDERLAND	0,796		
MILWALL HLDGS	0,705		
WEST BROMWICH	0,563	Media	0,69
CHARLTON ATHLTC	0,419	Mediana	0,56
ASTON VILLA	0,295	Desviación Típica	0,67

Fuente: Elaboración propia. Datos RNS London Stock Exchange.

Aunque el fútbol no se puede calificar como actividad “tecnológica”, sin embargo está plenamente inmersa en la generación de valor a través de sus intangibles. Sin embargo, como se aprecia en la Tabla 3-2, la capitalización bursátil de los equipos ingleses cotizados¹⁰¹ es de media algo su-

¹⁰¹ Se ha excluido de la relación al Bolton Wanderers (Burnden Leisure PLC.) ya que su valor contable a 31/12/2001 era negativo. Tampoco se ha incluido al Watford por no disponer de la información necesaria. La capitalización bursátil se ha calculado con el

perior a la mitad de su valor contable. Sólo cuatro equipos presentan un valor de mercado superior al de libros. El Manchester Utd. casi duplica el valor contable de sus recursos propios. En su caso, esta diferencia se puede atribuir a la capacidad de generar rendimientos en el futuro.

Los casos del Leicester City y Birmingham, también con ratios elevados, son muy diferentes al del Manchester Utd., puesto que se trata de títulos muy poco líquidos, con un considerable porcentaje de días sin contratación y que acumularon pérdidas en ese periodo. De manera que son clubes con recursos propios reducidos y con un mercado tan estrecho que, la formación de los precios, no es eficiente.

No obstante, la diferencia existente entre valor de mercado y valor contable, en general, ha incentivado la investigación desde el punto de vista contable con el objeto de obtener el valor de la empresa a partir de los estados financieros. En esta línea está el modelo de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) que Guzmán *et al.*(2002) han empleado para valorar clubes de fútbol españoles.

Los aspectos fundamentales de este método de valoración se resumen a continuación. El valor de los recursos propios de la empresa es función de dos variables: una *stock* –el valor contable- y otra flujo –los resultados anormales-. Los resultados anormales son aquellos que superan el rendimiento de los recursos propios si estuvieran invertidos a una tasa de retorno que satisficiera a los accionistas.

Los resultados anormales se expresan formalmente¹⁰²:

$$(6) \quad RA_t = BN_t - RRPP_{t-1} * r$$

donde:

RA_t Resultados anormales del ejercicio t

precio de cotización de la fecha de cierre de los estados financieros más próxima al 31/12/2001. El valor contable se obtiene de dichos documentos.

¹⁰² Esta expresión viene a ser el Beneficio Económico (McTaggart *et al.*, 1994) que resulta de restar al beneficio contable el valor contable de las acciones multiplicado por la rentabilidad exigida a las acciones (Fernández, 1999; 211).

BN_t	Beneficio neto del ejercicio t
$RRPP_{t-1}$	Valor contable de los recursos propios en t-1
r	tasa de retorno del mercado.

El valor de los recursos propios sería la suma del valor contable más la actualización de los resultados anormales esperados.

$$(7) \quad P_t = RRPP_t + \sum_{k=1}^{\infty} (1+r)^{-k} E(RA_{t+k})$$

Los resultados anormales se calculan –de acuerdo con el planteamiento inicial de Ohlson (1995) y las precisiones de McCrae y Nilsson (2001)¹⁰³– por medio de un modelo autorregresivo simple que econométricamente se expresa:

$$(8) \quad RA_t = \alpha_0 + \alpha_1 RA_{t-1} + \zeta_t$$

Si se asume que el coeficiente α toma valores entre 0 y 1, cuando la serie de resultados anormales tiende a ∞ el valor de los resultados anormales se determinaría como:

$$(9) \quad E[RA_t] = \frac{\alpha_0}{1 - \alpha_1}$$

Siendo la expresión del modelo, asumiendo la convergencia de la serie de resultados anormales:

$$(10) \quad P_t = RRPP_t + \frac{\alpha_0}{(1 - \alpha_1)} \sum_{k=1}^{\infty} (1+r)^{-k}$$

Una vez definido el modelo, estiman los resultados anormales para diversas tasas de retorno. Hacen la regresión para cada tasa y eligen los coeficientes, valores del α_0 y α_1 , de la tasa que tenga un mejor ajuste (mayor

¹⁰³ Guzmán *et al.* (2002) se basan en los trabajos de Ohlson (1995), “*Earnings, book values, and dividends in security valuation*”, y de McCrae y Nilsson (2001), “*The explanatory and predictive power of different specifications of the Ohlson (1995) valuation models*”. Ohlson (2000) avanza en su modelo y, según Hand (2001), la implicación directa de la idea de Ohlson es que los estudios empíricos deberían incluir las predicciones de los analistas sobre los beneficios futuros como variables independientes si el precio es la variable dependiente.

R² corregido). Por último, desdoblan el modelo en dos. En el modelo A, parten del valor contable de los fondos propios del ejercicio que valoran y le añaden los resultados anormales inferidos para los dos ejercicios siguiente sin aplicar valor residual. En el modelo B, a los fondos propios le suman el importe de los resultados anormales considerando una vida ilimitada.

No encuentran grandes diferencia de valor entre sus dos modelos para la mayoría de los clubes pero reconocen que las “valoraciones obtenidas adolecen de un alto grado de provisionalidad” (Guzmán *et al.*, 2002; 8).

3.2.3.2.- Modelos de valoración aplicados por los analistas financieros

Desde el punto de vista práctico, existen análisis encaminados a ofrecer una valoración de los títulos de clubes de fútbol. En la Tabla 3-3, se recogen los métodos empleados por diversos analistas para valorar los clubes de fútbol italianos que cotizan en Bolsa. Varios de ellos están ligados a la Oferta Pública de Acciones como consecuencia del comienzo de su cotización. Destaca el empleo de múltiplos para la valoración y sólo en el último informe –consecuencia de la diferencia en la cotización de la Juventus frente al Manchester Utd- se emplea un método diferente: la valoración por separado de las diferentes vías de negocio de la sociedad para sumarlas después.

A la hora de la valoración por medio de múltiplos, la escasez de equipos cotizados provoca un problema cuando se buscan las empresas de referencia. Así la valoración de la SS. Lazio se hace a partir de la AS Roma y viceversa. O se compara con un equipo de unas características financieras muy diferentes como es el Manchester Utd. Sin embargo, los analistas italianos manifiestan su preferencia por la valoración mediante múltiplos a la valoración mediante el descuento de flujos de caja amparándose en que los resultados financieros de los equipos de fútbol suponen un

alto grado de incertidumbre relacionada con los ingresos de traspasos de jugadores y su rendimiento en los terrenos de juego¹⁰⁴.

Tabla 3-3. Informes con recomendación de precio de clubes italianos.

Fecha informe	Club	Tipo de análisis	Club de referencia	Analista
23/05/00	AS Roma	EV/Ventas *	SS Lazio	Laura Bergoncini (Intermonte Securities)
16/11/00	AS Roma	EV/Ventas2001 ** EV/EBITDA2001	SS Lazio	Mauro Silva (Banca IMI)
06/03/01	AS Roma	EV/Ventas2002 ** EV/EBITDA2002	SS Lazio	Alberto Francese (Banca IMI)
14/9/01	SS Lazio	EV/Ventas	Manchester Utd. AS Roma	Alberto Francese (Banca IMI)
14/11/01	Juventus	EV/Ventas** EV/EBITDA**	Manchester Utd.	Alberto Francese (Banca IMI)
13/02/02	Juventus	Suma de partes		Alberto Francese (Banca IMI)

* Estima una media entre las ventas de 2000 y 2001

** Estima una media entre ambos múltiplos y redondea

Fuente: elaboración propia

Por su parte, Burnett y Renardson (2002), de Merrill Lynch, elaboran un informe de valoración sobre el Manchester Utd. Estiman el valor actual de las diferentes corrientes de ingresos y costes obteniendo así el valor actual de los fondos propios. Capitalizan uno o más años del flujo de caja normalizado ligado a los ingresos y a los gastos. Una vez actualizados de traen el valor actual de los costes al de los ingresos obteniendo el valor de los recursos propios de la empresa.

Realizan la estimación de los derechos de televisión (se incluyen los de Internet, radio, etc.) basándose en tres hipótesis: una reducción del 15% en el tamaño total de conjunto de ventas de televisión de pago y PPV en

¹⁰⁴ Mauro Silva de *Banca d'Intermediazione Mobiliare* en su informe de 16 de noviembre

su mercado doméstico; mantenimiento del conjunto de derechos vendidos al extranjero; y un cambio –favorable a los clubes más grandes- en la forma de pago por las veces que los partidos del club son retransmitidos.

Estiman los ingresos de la Liga de Campeones a través de un modelo binomial probabilístico aplicando porcentajes de probabilidad de victoria en cada una de las fases de la competición. Parten de que son ingresos volátiles de un año a otro y por eso lo consideran como una “opción”.

Los ingresos procedentes de ventas de entradas, abonos, conferencias y *catering*, etc. son estimados en función del crecimiento que han experimentado en los años precedentes y de la elasticidad a los incrementos de los precios de las entradas. Consideran que su comportamiento es similar a un bono por lo que se pueden entender que la corriente de tesorería generada se puede valorar como una perpetuidad.

Aplican un tratamiento similar a los ingresos procedentes de patrocinadores. La diferencia es que en este caso los contratos son de larga duración y el periodo estimado es más largo.

Los flujos de tesorería negativos se deben a: sueldos de jugadores, otros costes salariales, importes netos de traspasos de jugadores (ventas menos adquisiciones), otros gastos operativos e inversiones para mantener la capacidad productiva.

Utilizan una tasa de descuento del 8,5% y en la mayoría de los casos una tasa de crecimiento para el flujo normativo del 0%.

En definitiva, el método de valoración empleado por Merrill Lynch es el de descuento de flujos de caja. En función de las diferentes partes del negocio, estiman la parte correspondiente de los flujos con unos u otros métodos. Resulta claro que uno de los aspectos claves de la valoración es la determinación de los flujos de caja del club de fútbol. También llama la

atención que no justifican la tasa de descuento que aplican para la valoración.

Todos estos aspectos nos han llevado a optar por un método de valoración basado en los flujos de caja. No obstante, previo a la elaboración de la aplicación concreta de ese método vamos a dedicar unos capítulos a analizar los factores que afectan al negocio del fútbol.

4.- ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LAS SAD Y LOS CLUBES DE FÚTBOL

El análisis financiero del sector es uno de los pasos a dar en orden a la adecuada proyección de los flujos de caja futuros. En este apartado, se analizarán los principales aspectos de las cuentas de pérdidas y ganancias y del balance, con especial incidencia en la estructura de financiación y la naturaleza de las inversiones de los clubes de fútbol españoles. Este análisis se realiza sobre una muestra de 34 equipos durante las temporadas comprendidas entre 1997/98 y 01/02. Hay datos para el periodo completo de 13 equipos de la muestra. Estos clubes y SAD representaron el 77% de los ingresos de explotación de Primera División, el 68% del Activo Total y el 71% de los Recursos Propios. Por otro lado, de estos trece equipos, ocho han participado durante todo el periodo de estudio en la Primera División, tres han fluctuado entre Primera y Segunda, uno ascendió a Primera en la temporada 97/98 y se ha mantenido hasta la última temporada estudiada, y, finalmente, el restante descendió en la primera temporada y no ha logrado recuperar la categoría.

La estructura de este apartado será la siguiente: en primer lugar se hace un análisis de la calidad de la información financiera elaborada por los clubes de fútbol. Posteriormente se analizarán las cuentas de pérdidas y ganancias y los balances de situación –con especial atención a las inversiones más relevantes. La financiación de los clubes se analiza con más detalle en el capítulo siguiente.

4.1.- LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA DEL FÚTBOL ESPAÑOL

Aunque las normas de adaptación del PGC a las SAD suponen un gran avance de cara a la información financiera que este tipo de empresas debe facilitar, se producen incumplimientos y prácticas, en numerosas ocasiones de carácter valorativo, que se traducen en una mala calidad de los estados financieros presentados por los clubes y SAD. El estudio de los informes de auditoría referidos a las Cuentas Anuales presentadas por los clubes y SAD es una herramienta para poder extraer conclusiones

sobre la fiabilidad de los datos financieros presentados. No obstante, existe un problema previo: son numerosos los clubes que incumplen, o al menos retrasan, su obligación de depositar las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil. Sobre los estados financieros de esos clubes, no cabe ni siquiera cuestionarse por su fiabilidad. Lógicamente, cualquier estudio sobre las finanzas del fútbol choca con esta grave dificultad. Por consiguiente, aunque en un principio intentamos trabajar sobre la población total de los clubes y SAD profesionales en España, este objetivo se ha mostrado como irrealizable. Finalmente, antes de proseguir, hay que destacar, a su vez, que también nos hemos encontrado con Cuentas Anuales que no iban acompañadas del pertinente informe de auditoría.

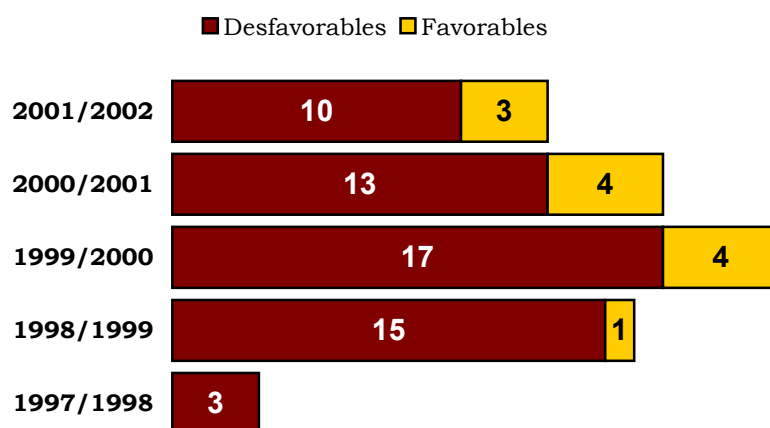
Para esta parte del trabajo, hemos manejado una muestra formada por los informes de auditoría de 25 equipos españoles (tanto de la Primera División como de la Segunda) desde la temporada 1997/98 hasta la 2001/02.

A partir de los informes, los hemos clasificado en función de si están limpios, o si presentan algún tipo de salvedad. En caso de que los informes de auditoría tuviesen alguna salvedad o los auditores manifestaran que no podían expresar opinión o expresasen opinión denegada, debido a la importancia de las salvedades, se ha procedido a hacer un breve resumen o explicación de la salvedad descrita en el informe.

Como norma general, excepto en los casos del Zaragoza, Barcelona y Mallorca que, a pesar de tener alguna salvedad en alguna temporada, son los que gozan de informes favorables, casi ningún equipo mantiene a lo largo de las temporadas un informe limpio. Lo habitual es, además, que el tipo de salvedad sea más o menos constante de una temporada a otra.

En la Ilustración 4-1, se recogen los informes de auditoría analizados a lo largo del periodo iniciado en la temporada 97/98 y finalizado en la 01/02. Sólo el 20% de los informes son favorables, además de que éstos corresponden, básicamente, a los mismos clubes.

Ilustración 4-1. Distribución de los informes de auditoría según la opinión de los auditores



Fuente: elaboración propia

Posteriormente, hemos agrupado las salvedades aparecidas en los informes de auditoría en función de los conceptos a los que se refieren. Así, se llega a la conclusión de que, a lo largo del periodo analizado, el mayor porcentaje de salvedades descritas se originan por **aspectos fiscales**: tanto los relativos a la incertidumbre derivada de una posible inspección fiscal por parte de la Administración Tributaria, como por la falta de dotación a la provisión para impuestos. En segundo lugar, aparecen aquellas salvedades relacionadas con los **jugadores**: contabilización de los derechos de traspaso, derechos de imagen, revalorización de los mismos, etc.

Otras salvedades encontradas con frecuencia a lo largo de todas las temporadas son las relativas al **inmovilizado** -falta de dotación a la amortización, revalorización voluntaria de los activos, etc.-; salvedades de carácter **contencioso**, es decir, aquellas derivadas de la existencia de sentencias y reclamaciones judiciales pendientes de resolución. En este sentido, cabe destacar aquí que una de las principales causas de esta salvedad es fruto de una sentencia judicial pendiente¹⁰⁵.

¹⁰⁵Demanda interpuesta por diversas sociedades contra Gestora de Medios Audiovisuales en relación con el contrato de cesión de los derechos audiovisuales.

Finalmente, también son habituales, aquellas salvedades relativas a **aspectos financieros**, derivados de la incertidumbre provocada por la aplicación de los artículos 260 y 163 del TRLSA, en lo referente a los motivos de disolución de las Sociedades Anónimas y a la necesidad de reequilibrar la situación patrimonial; y a aquellas relativas al **procedimiento** - falta de contestación a la solicitud de información; falta de obtención de evidencia, etc.-.

4.1.1.- Principales salvedades que aparecen en los informes de auditoría de los clubes de fútbol españoles

Para el estudio de las salvedades nos vamos a centrar en la temporada 99/00. Como se ha indicado previamente, la mayoría de las salvedades se mantienen de un ejercicio a otro. Por este motivo, con el análisis de esta temporada se recogen los principales aspectos mencionados por los auditores en sus informes.

Al igual que en el resto de las temporadas, el conjunto de salvedades que representan un mayor porcentaje sobre el total, son las de **carácter fiscal**: suponen en esta temporada un 20,9%. Bajo este concepto se agrupan aquellas derivadas de la incertidumbre acerca de la evolución futura de las cuentas anuales como consecuencia de inspección fiscal; falta de provisión para impuestos; mala contabilización de los créditos por pérdidas a compensar; e incertidumbre acerca de determinadas situaciones fiscales. Las primeras de ellas son las más numerosas. Del total de equipos de la muestra que presentan un informe con salvedades, todos excepto el Racing de Santander, Villareal, Numancia, U.D. Las Palmas, C.D. Tenerife y Celta (este último tampoco tenía salvedades de este carácter en la temporada anterior), tienen salvedades de este tipo, tanto en el aspecto derivado de la incertidumbre provocada por la falta de inspección fiscal por parte de la Agencia Tributaria, como por la falta de dotación a la provisión para impuestos.

La contabilización incorrecta de Créditos a compensar es un caso particular dentro de las salvedades fiscales. El Sporting de Gijón y Sevilla la

presentan en sus informes. En el caso del primero, los auditores se limitan a mencionar que la repercusión del importe del crédito a compensar dependerá de la capacidad de la empresa para generar beneficios. Mientras que en el segundo, el problema deriva del criterio de contabilización del crédito y lo cuantifican. Dado que éste no se debe registrar si existen dudas acerca de su recuperación futura, de su contabilización deviene una sobrevaloración tanto del Balance como de los resultados de algo más de un millón de euros.

El segundo grupo de salvedades más numeroso se refiere a los **jugadores**, y representan un 11,9% sobre el total. Dentro de este concepto, se sitúan aquellas salvedades ligadas con los aspectos que se enumeran a continuación:

- a) La incertidumbre acerca de la realización de traspaso, bajas y adquisición de jugadores.
- b) La revalorización voluntaria de los derechos de adquisición de los jugadores y revalorización voluntaria de jugadores.
 - En lo referente a la revalorización voluntaria de los derechos de adquisición, destaca el hecho de que el Real Oviedo en la temporada 99/00, revalorizó los derechos de adquisición de determinados jugadores por importe de algo más de 9 millones de euros, con lo que el balance y los resultados del ejercicio se encuentran sobrevalorados en dicho importe.
 - Mientras que el segundo concepto, se refiere también al hecho de que el Oviedo en la temporada anterior revalorizó a un jugador por importe de 6 millones de euros, habiendo rescindido su contrato en esta temporada, mientras que la sociedad contabilizó dicho beneficio en la temporada anterior, por lo tanto el resultado de este ejercicio sería inferior en la citada cuantía, no sufriendo variación el patrimonio a 30/06/00.
- c) La **contabilización incorrecta de los derechos de traspaso de los jugadores**. En esta temporada tanto el Betis como el Racing de

Santander presentan salvedad de este tipo como consecuencia de que ambos han considerado como ingreso de esta temporada el traspaso de ciertos jugadores. Dichos traspasos se han formalizado, en ambos casos, en fechas posteriores al cierre de temporada. En consecuencia, los resultados del ejercicio y los fondos propios de ambas sociedades se encuentran sobrevalorados en el importe del traspaso. Algo similar ocurre con el Sporting de Gijón puesto que, habiendo vendido mediante pago aplazado los derechos federativos de determinados jugadores, no ha calculado –siguiendo los principios de contabilidad generalmente aceptados- el valor actual de los pagos futuros. Su correcta contabilización supondría un aumento de las pérdidas en esta temporada por importe de casi 200.000 euros.

- d) La **activación de las primas pagadas** a los jugadores por el ascenso a divisiones superiores. El Málaga activó las primas pagadas a los jugadores como consecuencia del ascenso del equipo a divisiones superiores, debiendo contabilizar las mismas como Gastos de Personal, por lo que las primas incluidas dentro del inmovilizado inmaterial, deberían de figurar en la cuenta de gastos y pérdidas de ejercicios anteriores.

Las salvedades que podríamos denominar de **carácter financiero** representan un 10,4% sobre el total. Bajo este título, se agrupan aquellas relativas al art. 260 y 163 del TRLSA, al desequilibrio patrimonial provocado porque el pasivo exigible es superior al activo circulante, al nivel de endeudamiento a corto plazo o a la necesidad de adopción de medidas para reestructurar la situación financiera y patrimonial de los clubes.

En cuarto lugar por orden en la frecuencia en que aparecen en los informes, nos encontramos con aquellas salvedades relativas a las limitaciones sufridas por los auditores a la hora de llevar a cabo los **procedimientos** necesarios para realizar adecuadamente el trabajo de auditoría. Este tipo de limitaciones representan un 9% sobre el total de salvedades. Las salvedades de este carácter provienen de la falta de respuesta ante la so-

licitud de información. Además, en el caso concreto del Sporting de Gijón, tampoco se ha obtenido evidencia suficiente a la hora de contabilizar los ingresos por la cesión de determinados jugadores, ni el importe de determinadas partidas.

En quinto lugar, están aquellas salvedades relativas a **contenciosos y reclamaciones judiciales**, representando un 7,5%. Esta clase de salvedades provocan una incertidumbre sobre cuál va a ser la evolución de determinados procedimientos judiciales, y por lo tanto no es posible hacer una adecuada valoración de sus posibles efectos sobre las cuentas anuales. Las reclamaciones judiciales mantenidas por las sociedades hacen relación a los derechos de retransmisión de los partidos y aparecen como salvedad cuando están pendientes de sentencia judicial.

Las salvedades que se enumeran a partir de este punto aparecen en menos informes. Sin embargo nos parecen relevantes. Se describen los aspectos más significativos que subyacen detrás de cada una de ellas.

Relativas al **Consejo de Administración**. Este tipo de notas aparecen por la existencia de activos en manos del Consejo de Administración –caso del Real Betis-; por la ausencia de miembros del Consejo de Administración a la hora de la formulación y suscripción de las cuentas anuales –consejeros del Espanyol-; y porque determinados miembros del Consejo de Administración del Atlético de Madrid, se encuentran imputados por posibles delitos relativos al “desembolso ficticio” del equivalente a 11,7 millones de euros de capital social que se aportó para convertir al antiguo club deportivo en la actual sociedad anónima. En caso de que prospere la querrela, la sociedad, en opinión de los auditores, no habría reunido las condiciones necesarias mínimas de capital social requerido para su transformación, habiéndose beneficiado de tal condición, circunstancia que no está prevista en las cuentas anuales.

Determinación de Saldos: bajo esta denominación se agrupan las salvedades relativas a la razonabilidad o recuperabilidad de determinados saldos. Esta salvedad la presentan tanto el Gijón como el Sevilla. En el caso

del Gijón hace referencia por una parte, al contrato existente entre la sociedad y Gestora de Medios Audiovisuales, por el cual se cedían los derechos de retransmisión de los partidos desde la temporada 98/99 a 02/03. Por dicho acuerdo, el club recibía como contraprestación unos 901.518 euros. En esta temporada la sociedad ha reconocido el ingreso, estableciendo como deudora a Audiovisual Sport, no existiendo ningún acuerdo entre ambas, ya que ha considerado que ésta sociedad es la sucesora de Gestora de Medios Audiovisuales.

Por otra parte, dentro de los deudores existe determinada cantidad por importe de algo más de 360.000 euros, la cual representa problemas en cuanto a su recuperabilidad, y para la cual no se ha dotado provisión alguna, por tanto, el resultado del ejercicio se encuentra sobrevalorado en dicho importe.

En el caso del Sevilla, la salvedad proviene del hecho de que la sociedad considera que parte de las acciones que poseía del Estado Olímpico de Sevilla han sido objeto de subasta como consecuencia del impago de un préstamo para el cual éstas sirvieron de garantía, no existiendo documentación alguna al respecto.

Inmovilizado material: el Valencia hasta la temporada 1995/96, no dotó la amortización correspondiente sobre el estadio de Mestalla por importe de 2.646.015 euros, estando por lo tanto el valor del estadio sobrevalorado en dicho importe.

De igual modo, el Oviedo revalorizó voluntariamente los terrenos en la temporada 93/94, estando por tanto a 30/06/00 las partidas del inmovilizado material y los resultados del ejercicio sobrevalorados en 1.731.339,84 euros.

Deudores: el Sporting Gijón ha contabilizado un ingreso extraordinario del ejercicio, estableciendo como deudor al jugador Pier Luigi Cherubino Lolli. Los auditores manifiestan que no se puede evaluar la realización de tales derechos debido al desconocimiento de la solvencia patrimonial del deudor.

Por otra parte, el Sevilla mantiene en el epígrafe de otras deudas un saldo acreedor por casi medio millón de euros, correspondientes al importe de los movimientos netos de tesorería derivados del partido de Liga de Campeones celebrado en el Estadio Ramón Sánchez Pizjuán entre el Real Madrid y el Inter de Milán. La sociedad no ha alcanzado ningún acuerdo de liquidación con el Real Madrid, no pudiendo determinar su efecto sobre las cuentas anuales.

Sobrevaloración: hace referencia al hecho de que el resultado del ejercicio del Gijón se encuentra sobrevalorado por importe de unos 200.000 y 115.000 euros, debido, respectivamente, al recargo de apremio e intereses por aplazamiento por no ingresar a tiempo las correspondientes deudas fiscales, y a la activación de gastos.

El Real Madrid presenta salvedades por: **planes de negocio en fase de estudio, reclasificaciones de cuentas anuales y no comprensión e interpretación de cuentas anuales.** Estas tres salvedades sólo y únicamente las presenta en la temporada 99/00¹⁰⁶.

La primera de ellas hace referencia al hecho de que, como consecuencia de la elección del nuevo presidente y equipo directivo, los planes de negocio todavía se encuentran en fase de estudio, por lo cual no ha sido posible hacer una adecuada valoración de determinados conceptos: ingresos, gastos, viabilidad del Proyecto Líder XXI, planes de futuro, etc.

Además, la sociedad debe de introducir reclasificaciones y ajustes a las cuentas anuales para hacer una adecuada interpretación de las mismas,

¹⁰⁶ Sin embargo, la calidad de la información contable, en concreto de los informes de auditoría del Real Madrid, queda en entredicho cuando en septiembre de 2003 el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) abrió un expediente sancionador a Deloitte & Touche por su auditoría de las Cuentas del Real Madrid correspondientes al ejercicio 00/01. El origen de este expediente se encuentra en una denuncia de la Asociación para la Defensa del Socio del Real Madrid donde acusan a la directiva de un tratamiento irregular de la cesión de la explotación de derechos de televisión que se debería haber ido imputando a los resultados de los ejercicios que cubría el contrato. Sin embargo, el ingreso se contabilizó íntegramente en la temporada 00/01. Sin esta práctica contable, la pérdida de dicho ejercicio habría ascendido a 55 millones de euros (Expansión, 8 de septiembre de 2003; pág. 5).

con lo cual el resultado del ejercicio y los fondos propios, se encuentran sobrevalorados en casi 3,5 millones de euros.

Finalmente, los auditores manifiestan que para comprender adecuadamente las cuentas anuales, el Real Madrid debe de introducir información acerca de determinados conceptos tales como: información sobre contratos de derechos audiovisuales, efectos a cobrar pignorados, saldos y transacciones en moneda extranjera e información adicional sobre cuentas de pasivos financieros.

Participaciones societarias: al igual que en la temporada 98/99, el Atlético de Madrid no refleja el efecto en sus cuentas anuales de aquellas participaciones significativas de otras entidades.

Inmovilizado Financiero: hace referencia al hecho de que no se ha podido verificar con plena exactitud el número de obligaciones pendientes de amortizar, que fueron emitidas por el club deportivo que precedió al actual Atlético de Madrid, y que debería de haber sido amortizadas en el año 1995.

Nombramiento del auditor: Hace referencia al hecho de que el auditor ha sido nombrado con posterioridad al inicio del ejercicio, no estando por tanto presente en el recuento de existencias iniciales ni en el corte de operaciones.

Subvenciones de capital: por el hecho de contabilizar como subvenciones de capital unos ingresos que derivan de un convenio firmado con el Ayuntamiento de Gijón, no siendo tal su finalidad, por lo tanto el balance de situación se encuentra sobrevalorado en el importe de la misma.

Moneda extranjera: salvedad derivada de contabilizar importes por estos conceptos en contra de los principios y normas generalmente aceptados, lo cual supone un aumento de las pérdidas.

Derechos sobre terceros: hace referencia al hecho de que el auditor de la U.D. Las Palmas, no ha podido corroborar que los derechos de terceros que afectan al saldo de terrenos y construcciones por valor de 791.179,57

euros, hayan sido debidamente cancelados, perjudicando por tanto a la inscripción de la propiedad.

Clientes: esta salvedad se refiere a la limitación existente en cuanto a la solvencia del cliente, y en esta temporada la presenta la U.D. Las Palmas como consecuencia de no lograr una evidencia satisfactoria sobre la solvencia de la firma *Magnifica Trading Corporation*.

Acontecimientos posteriores: con posterioridad al cierre de temporada, el Consejo de Administración de la U.D. Las Palmas ha acordado el aumento de capital por algo más de 15 millones de euros.

Gestión: hace referencia a la incertidumbre provocada por la capacidad del Sevilla para seguir desarrollando su actividad.

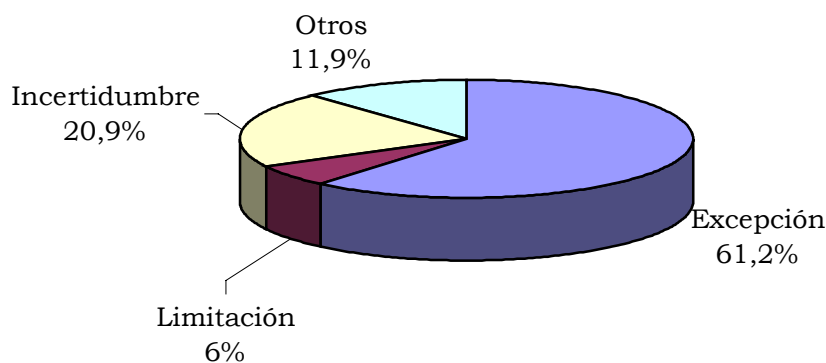
Finalmente, para completar este análisis sobre la calidad de la información financiera facilitada por los clubes y SAD, tomando como base¹⁰⁷ la Resolución 19/1/91 del ICAC acerca de los Informes de Auditoria, se ha clasificado el total de las salvedades descritas en los informes, en función de si se trata de una excepción, limitación al alcance o una incertidumbre.

Las **excepciones** se presentan si el auditor expresa en su informe alguna duda sobre la aplicación de los principios contables. Este comentario impide afirmar que las cuentas anuales reflejen la imagen fiel del patrimonio; mientras que las **incertidumbres** indican que existe algún asunto, que impide al auditor formarse una opinión por desconocer su desenlace final, pudiendo afectar a la cuantificación de determinadas partidas contables. Las **limitaciones** al alcance suponen que el auditor encuentra algún problema para aplicar los procedimientos de auditoria exigidos por las normas técnicas aplicables, es decir, que el auditor no dispone de toda la información necesaria para formarse un juicio sobre las cuentas. En la Ilustración 4-2 se aprecia como lo más frecuente es que la salvedad

¹⁰⁷ También el artículo “Las Salvedades ensucian las Cuentas”, escrito por Marta Fernández (Expansión, miércoles 12 de Abril de 2003).

tenga el carácter de excepción, seguida por la incertidumbre y la limitación. En el resto de las temporadas analizadas existe una distribución similar.

Ilustración 4-2 Tipos de salvedades que figuran en los informes de auditoría de la temporada 99/00



Fuente: elaboración propia

La conclusión general a la que se puede llegar después del análisis realizado, es que la mayor parte de los equipos de fútbol españoles no presentan unas cuentas anuales limpias, siendo las principales salvedades aquellas de carácter fiscal o las relacionadas con el inmovilizado -tanto material como inmaterial y, dentro de éste, los derechos de traspaso de jugadores-. Se presentan tanto como excepción (dudas acerca de la aplicación del criterio contable adecuado) como incertidumbre (existencia de determinadas contingencias que no permiten al auditor formarse una opinión adecuada acerca de las cuentas anuales, que puede afectar a la cuantificación de las mismas).

Así pues, a la hora de manejar los datos económico-financieros de los clubes y sociedades anónimas, habrá que hacerlo con la debida cautela, al menos, con la conciencia de que, para cada caso particular, habrá que establecer los oportunos ajustes. Estas limitaciones en la información financiera hace más razonable orientar la valoración de los clubes de fútbol hacia las rentas que conseguirán en el futuro más que al valor que emana de los estados financieros. Al mismo tiempo, al ser la única infor-

mación económico-financiera disponible, tendremos que realizar nuestro trabajo basándonos en estos datos.

4.2.- LAS CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Para una mejor comprensión de cómo están y cómo han evolucionado las cuentas de resultados de los clubes españoles, observamos, previamente, lo sucedido con los resultados económicos del fútbol en otros países europeos, teniendo además en cuenta los estudios ya realizados sobre el fútbol español.

Desde el punto de vista empresarial, el fútbol inglés se ha convertido en el paradigma a seguir, entre otros motivos, porque, desde su origen, los clubes han funcionado como sociedades mercantiles.

Los consultores de Deloitte & Touche (2000 a) muestran como, en la temporada 98/99, sólo la *Premier League* tuvo, en su conjunto, resultados operativos positivos y beneficios antes de impuestos. Sin embargo, el resto del fútbol profesional –en Inglaterra incluye las denominadas *Division One, Two y Three*- presentó resultados operativos negativos y el mismo signo afectaba a los resultados antes de impuestos. No obstante, esa temporada ya apuntaba un declive en los resultados económicos generalizado para todas las divisiones, con disminución de los beneficios a pesar de que los ingresos crecieron tanto en la *Premiere League* como en *Division Two y Three*. En el conjunto del fútbol profesional inglés, llama la atención la importante caída de los beneficios antes de impuestos que se produjo en esa temporada.

En un estudio similar, sobre las finanzas del fútbol portugués, Deloitte & Touche (2000 c), afirman que la realidad económica de los equipos portugueses difiere de la de los equipos del más alto nivel en Inglaterra, Italia y España. Como ejemplo, sólo el Manchester genera ingresos superiores a toda la Primera División portuguesa. Pero, además, los ingresos del fútbol portugués están altamente concentrados en tres equipos: Oporto (25%), Sporting de Lisboa (24%) y Benfica (22%). En lo referente al resultado del

ejercicio, destaca que sólo dos equipos de la Primera División obtienen beneficios (Guimaraes y Campomaiorense), el resto presenta pérdidas.

En cuanto al fútbol español, los estudios de referencia son los elaborados por Deloitte & Touche (1999, 2000 b) sobre las finanzas de la Primera División del Fútbol español en las temporadas 1996/97, 97/98 y 98/99. En los mismos se aprecia como, desde la temporada 95/96 hasta la 98/99, los resultados han sido positivos y con un importante crecimiento hasta la última temporada, en la que se reducen considerablemente. La Tabla 4-1 muestra la trayectoria de los beneficios del conjunto de los equipos de 1ª División a lo largo de esos ejercicios.

Tabla 4-1. Evolución de los Beneficios de los Equipos de 1ª División

Temporada	Resultado del ejercicio^{108,109} (euros)	% Var.
95/96	2.662.970,44	
96/97	18.100.182,71	579,7%
97/98	52.462.106,19	189,8%
98/99	32.441.154,90	-38,2%

Fuente: Deloitte & Touche. Elaboración propia.

Esta información se completa con los datos recogidos en la Tabla 4-2. Allí se refleja la proporción de equipos con beneficios y su distribución en función del volumen de éstos. Un hecho destaca por encima de los demás: los buenos resultados de la temporada 97/98. La firma, esa temporada, del acuerdo de cesión de los derechos de televisión que ha finalizado el 30 de junio de 2003 supuso una importante inyección de recursos

¹⁰⁸ Son resultados extrapolados a partir de los datos disponibles. El cálculo está realizado por Deloitte & Touche. En la temporadas 95/96 y 96/97, extrapolan a partir de datos de 19 equipos (sobre un total de 20 en 1ª División), mientras que en las temporadas 97/98 y 98/99 lo hacen sobre datos de 17 equipos. Por otro lado, dado que hay equipos que variaron de categoría, sólo los datos de 15 equipos son comunes a las cuatro temporadas.

¹⁰⁹ En la temporada 97/98, el R.C.D. Espanyol tuvo unos beneficios extraordinarios de casi 44,2 millones de euros por la venta de los terrenos de la Carretera de Sarriá. Este acontecimiento tiene un efecto claramente distorsionador de sus beneficios y de los del conjunto de los equipos de la 1ª División. Por ese motivo, se han deducido de los beneficios netos extrapolados para la categoría a fin de que los datos sean más fácilmente comparables e interpretables.

para los clubes, disparando el mercado de traspaso de jugadores y originando beneficios extraordinarios por dichos traspasos. Sin embargo, con el paso de los años su efecto se ha ido reduciendo notablemente.

Otro aspecto a resaltar es que la mayoría de los clubes presentan resultados poco elevados. Lo que se sitúa en la línea de un planteamiento de nivel de aspiración de Simon (1997) según el cual, los directivos de un club de fútbol, alcanzado un nivel de beneficios (generalmente no muy elevado), cambiarían el criterio de decisión por la potenciación de la plantilla mediante mejoras salariales y adquisición de jugadores (Fernández-Jardón *et al.*, 2003).

Tabla 4-2. Distribución de los equipos en función del Beneficio Neto

Temporada	% equipos con pérdidas	% 0 < Bfo. < 0,6 mill. €	% 0,6 mill. < Bfo. < 3 mill. €	% 3 mill. € < Bfo.
95/96	31,6%	42,1%	15,8%	10,5%
96/97	31,6%	21,1%	36,8%	10,5%
97/98	0,0%	47,1%	23,5%	29,4%
98/99	11,8%	35,3%	35,3%	17,6%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Deloitte & Touche.

A continuación vamos a realizar un breve análisis de las cuentas de resultados de los clubes de fútbol españoles. Para ello se utilizan datos obtenidos de las cuentas anuales de clubes de Primera y Segunda División. En la Tabla 4-3 se muestran las características de la base de datos con la que hemos trabajado.

Tabla 4-3. Composición de la muestra de equipos de fútbol.

Temporada	Equipos 1ª	Equipos 2ª	Equipos 2ª B
97/98	15	7	1
98/99	19	10	4
99/00	20	13	1
00/01	17	13	0
01/02	13	6	1

Fuente: Elaboración propia.

Desde el punto de vista teórico existen 20 equipos en Primera División y 22 en Segunda A, que son los que constituyen el fútbol profesional en España. A pesar de la obligación que tienen los clubes con forma jurídica de SAD de depositar las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil, es muy frecuente el incumplimiento de este requisito. Por ejemplo, las últimas cuentas depositadas por el Deportivo de La Coruña, pese a mantener una excepcional trayectoria deportiva, son las cerradas a 30 de junio de 2000; lo mismo ocurre con el Real Valladolid, la Unión Deportiva Las Palmas y el C.D. Tenerife. Peor es el caso de equipos como el Eibar que nunca ha depositado sus cuentas.

A lo anterior hay que sumarle que equipos como Osasuna, al no ser SAD, no tienen obligación de depositar sus Cuentas en el Registro. Y aunque deben presentarlas ante la LFP y el CSD, estos organismos no las hacen públicas. Por lo tanto, si desde el club no quieren facilitarlas, como ha sido el caso, es imposible trabajar con ellas. Finalmente, algunos equipos recién ascendidos a la categoría profesional tienen un plazo, fijado por la Comisión Mixta, para reunir el capital social necesario para la transformación del club en SAD (art. 3.6 RDL 1251/1999). En consecuencia, pasará un tiempo hasta la transformación y la presentación de las cuentas por lo cual no se podrá disponer de ellas. Todas estas causas han motivado que únicamente dispongamos de los datos que se recogen en la Tabla 4-3.

Como consecuencia de los diferentes tamaños muestrales para facilitar la comparación entre los agregados de cada periodo se han ajustado los datos al total de equipos, suponiendo en todos los restantes un comportamiento promedio. Esta técnica de extrapolación es empleada en el informe de Deloitte & Touche (2000 b).

Hemos reajustado el formato de la cuenta de pérdidas y ganancias de los clubes de fútbol con el objeto de reflejar mejor la propia naturaleza y operativa de un club de fútbol. El esquema seguido es similar al empleado por los clubes ingleses que detraen la amortización de jugadores al resul-

tado de explotación y, posteriormente, al resultado operativo le suman el resultado neto derivado de traspasos de jugadores.

Siguiendo ese modelo, los datos quedarían representados como aparecen en las Tabla 4-4 y Tabla 4-5. Dado que algunos clubes no informan por separado de la cantidad destinada a amortizar los derechos de traspaso de los jugadores, se ha empleado la dotación a la amortización global. Esto es factible ya que, para el caso de los equipos de Primera División de la muestra, la amortización de jugadores representa, por término medio, un 90,09% de la amortización total¹¹⁰. No resulta extraño puesto que, los derechos de jugadores se amortizan a lo largo de los años de duración del contrato. Como éstos suelen firmarse por menos de 5 temporadas y las cifras pagadas son altas, el peso de la amortización es elevado.

4.2.1.- Primera División

Los resultados agregados de la muestra de los equipos de Primera División aparecen en la Tabla 4-4. En este punto, conviene hacer algunas aclaraciones. Dentro de “Ingresos Deportivos” se incluyen los procedentes de: quinielas, venta de entradas (taquilla), derechos de televisión y publicidad.

Otros ingresos de explotación recogen conceptos como: subvenciones a la explotación, ingresos por cesión de derechos, ingresos por cesión de jugadores, arrendamientos, *merchandising*, y otros. El peso de este tipo de ingresos es relativamente bajo –oscila, según se ve en la Tabla 4-5, entre el 10,1% y el 20,4% del total de ingresos-.

A la vista de los datos de las cuentas de resultados podemos afirmar que el negocio del fútbol de los equipos de la Primera División española gira en torno a tres ejes: los ingresos de competiciones y televisión, los gastos e ingresos ligados a los jugadores, y, finalmente, las operaciones extraor-

¹¹⁰ Para los equipos de Segunda División el promedio desciende al 71,72%. Resulta lógico al reducirse notablemente el importe de lo invertido en adquisición de jugadores.

dinarias. Explicamos a continuación, de forma breve estos factores que se representan de forma esquemática en la Ilustración 4-3.

Tabla 4-4. Cuentas de Resultados de la 1ª División de la LNFP (Euros)

Temporada	98/99	99/00	00/01
Ingresos de Explotación	610.390.979,23	691.287.657,18	752.351.127,51
<i>Ingresos Deportivos</i>	<i>401.105.045,75</i>	<i>454.620.017,56</i>	<i>535.269.006,92</i>
<i>Ing. Abonos, Socios y Palcos</i>	<i>114.092.905,66</i>	<i>123.338.456,27</i>	<i>141.232.787,49</i>
<i>Otros Ing. de Explotación</i>	<i>95.193.027,82</i>	<i>113.329.183,34</i>	<i>75.849.333,10</i>
<i>Aprovisionamientos</i>	<i>14.013.974,06</i>	<i>17.513.968,89</i>	<i>24.143.777,42</i>
<i>Gastos Personal</i>	<i>337.407.635,08</i>	<i>395.817.803,23</i>	<i>509.966.388,82</i>
<i>Variación Provisiones</i>	<i>6.134.765,45</i>	<i>1.611.861,36</i>	<i>9.021.915,22</i>
<i>Otros Gastos Explotación</i>	<i>147.717.070,91</i>	<i>167.467.759,63</i>	<i>209.008.968,44</i>
Rdo. Operativo antes Amortiz.	105.117.533,74	108.876.264,07	210.077,62
<i>Dot. Amortiz. Dchos. Jugadores</i>	<i>217.294.754,43</i>	<i>255.958.948,83</i>	<i>310.850.441,48</i>
<i>Dotación Amortización</i>	<i>255.294.005,57</i>	<i>286.745.254,50</i>	<i>350.800.604,18</i>
Rdo. Operativo después Amortiz.	-150.176.471,83	-177.868.990,43	-350.590.526,56
<i>Bfo. Traspaso de Jugadores</i>	<i>208.424.156,14</i>	<i>239.556.339,75</i>	<i>363.692.229,67</i>
Resultado Explotación Ajustado	58.247.684,31	61.687.349,32	13.101.703,11
<i>Intereses e ingresos asimilados</i>	<i>8.123.716,01</i>	<i>4.750.831,40</i>	<i>11.632.229,97</i>
<i>Gastos Financieros</i>	<i>30.915.584,93</i>	<i>43.581.779,15</i>	<i>54.192.727,06</i>
Rdo. Financiero	-22.791.868,92	-38.830.947,75	-42.560.497,09
Rdo. Act. Ordinarias Ajustado	35.455.815,39	22.856.401,57	-29.458.793,99
Rdo. Extraordinario	3.923.258,10	-15.705.969,67	124.452.530,95
Bfo. Antes de Impuestos	39.379.073,49	7.150.431,90	94.993.736,97
<i>Impuesto Sociedades</i>	<i>6.322.109,79</i>	<i>8.199.352,77</i>	<i>32.143.598,28</i>
BENEFICIO NETO	33.056.963,69	170.694,96	62.850.138,69

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales

El resultado económico de los clubes de fútbol de Primera, está muy ligado a los ingresos obtenidos por su participación en competiciones deportivas. La venta de entradas en taquilla y los importes procedentes de abonos suman, de promedio en las últimas cuatro temporadas, un 30,4% de los ingresos. Por otro lado, los ingresos de televisión representan, de media, el 34,6%. Dicha cifra aumentaría si la información facilitada por los clubes fuera más completa y transparente. Por ejemplo, el Real Betis Balompié, S.A.D. ha optado por la cesión de los ingresos derivados de sus instalaciones y de su actividad deportiva y atípica. Por este motivo, en las memorias de este equipo, desde 1998 no aparecen conceptos de ingresos tan relevantes como derechos de televisión, ingresos de abonados y socios, taquilla, etc., sin embargo, figura una cuenta denominada “Presta-

ción de servicios” en la que se concentran todos esos ingresos (Memorias del Real Betis Balompié de las temporadas 98/99, 99/00, 00/01 y 01/02).

Ilustración 4-3. Ejes del negocio del fútbol profesional en España



Fuente: Elaboración propia.

El segundo eje está relacionado con los jugadores y se articula a su vez alrededor de tres conceptos: los gastos de personal, la amortización de los derechos de traspaso y los resultados originados por la compraventa de estos derechos.

En primer lugar, destaca la evolución ascendente de los gastos de personal. Esta partida corresponde principalmente a los sueldos y salarios de la plantilla deportiva¹¹¹. El importe de los sueldos y salarios de otro personal es, de media, el 6% de los ingresos, mientras que el gasto de personal en conjunto se eleva del 52,3% de los ingresos hasta el 71,1%. Con unos niveles salariales tan elevados el margen para la obtención de beneficios se estrecha notablemente. Así, la evolución del Resultado Operativo antes de amortizaciones resulta clarificante. Como se observa en la Tabla

¹¹¹ No se han separado los importes correspondientes a otras secciones deportivas puesto que su importancia relativa es escasa.

4-5, temporada a temporada ha ido reduciéndose hasta convertirse en pérdidas en la 01/02.

Tabla 4-5. Evolución de la composición de la cuenta de resultados (1ª Div)

Temporada	97/98	98/99	99/00	00/01	01/02
Ingresos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<i>Ingresos Deportivos</i>	60,0%	65,7%	65,8%	71,1%	63,4%
<i>Ing. Abonos, Socios y Palcos</i>	19,6%	18,7%	17,8%	18,8%	20,2%
<i>Otros Ing. de Explotación</i>	20,4%	15,6%	16,4%	10,1%	16,4%
<i>Aprovisionamientos</i>	1,7%	2,3%	2,5%	3,2%	3,8%
<i>Gastos Personal</i>	52,3%	55,3%	57,3%	67,8%	71,1%
<i>Variación Provisiones</i>	0,2%	1,0%	0,2%	1,2%	1,9%
<i>Otros Gastos Explotación</i>	21,1%	24,2%	24,2%	27,8%	24,0%
Rdo. Operativo antes Amortiz.	24,7%	17,2%	15,7%	0,0%	-0,8%
<i>Dot. Amortiz. Dchos. Jugadores</i>	30,5%	35,6%	37,0%	41,3%	74,0%
<i>Dotación Amortización</i>	40,1%	41,8%	41,5%	46,6%	81,1%
Rdo. Operat. después Amortiz.	-15,4%	-24,6%	-25,7%	-46,6%	-81,8%
<i>Bfo. Traspaso de Jugadores</i>	37,8%	34,1%	34,7%	48,3%	20,7%
Rdo. Explotación Ajustado	22,4%	9,5%	8,9%	1,7%	-61,1%
<i>Intereses e ingresos asimilados</i>	1,5%	1,3%	0,7%	1,5%	2,1%
<i>Gastos Financieros</i>	5,3%	5,1%	6,3%	7,2%	5,7%
Rdo. Financiero	-3,8%	-3,7%	-5,6%	-5,7%	-3,6%
Rdo. Act. Ordinarias Ajustado	18,6%	5,8%	3,3%	-3,9%	-64,7%
Rdo. Extraordinario	-0,5%	0,6%	-2,3%	16,5%	63,7%
Bfo. Antes de Impuestos	18,1%	6,5%	1,0%	12,6%	-1,0%
<i>Impuesto Sociedades</i>	2,2%	1,0%	1,2%	4,3%	-1,0%
BENEFICIO NETO	15,9%	5,4%	0,0%	8,4%	0,0%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En segundo término, la amortización es la partida mediante la cual se incorpora al resultado la inversión realizada en jugadores. La proporción de gasto que representa ronda el 40% de los ingresos hasta la temporada 00/01 incluida. Con esos valores, la consecuencia es inmediata, el resultado operativo de los clubes es negativo. Para conseguir obtener beneficios, los clubes se ven abocados a realizar plusvalías por la venta de derechos de jugadores y a buscar otro tipo de operaciones extraordinarias que les reporten beneficios.

Antes de seguir adelante es necesario explicar por qué el porcentaje de la dotación a la amortización de la temporada 01/02 se dispara hasta el 81%. Esta cifra es consecuencia del cambio en la política de amortizacio-

nes del Real Madrid. Dicho club, en el ejercicio 2002, optó por amortizar completamente los derechos de adquisición de jugadores en lugar de hacerlo de forma lineal en función de la vida del contrato de los jugadores (nota 2.b de la Memoria del Real Madrid CF correspondiente a la temporada 01/02). Este cambio de criterio tiene un efecto claro en la cuenta de resultados y, en consecuencia, en el Impuesto de Sociedades. El informe de auditoría recoge este punto. Esta actuación se produce en el ejercicio en el que el club presenta unos beneficios procedentes de la enajenación de inmovilizado material, en concreto, de la venta de la Ciudad Deportiva (nota 20 de la citada Memoria). Considerando este factor, la interpretación de la Cuenta de Resultados de la Tabla 4-5 es más razonable.

Finalmente, la compraventa de los derechos de jugadores durante el periodo ha supuesto un importante recurso para la realización de beneficios. Así, el beneficio por el traspaso de jugadores supuso aproximadamente un 35% de los ingresos de explotación durante las tres primeras temporadas analizadas. En la temporada 00/01 casi alcanzó el 50% de la cifra de ingresos. Sin embargo, en la última temporada cayó drásticamente hasta poco más del 20%. La razón se puede encontrar en la crisis generalizada a raíz de los problemas financieros atravesados por las televisiones. Al no haber dinero, el mercado de jugadores se constriñó. Con la reducción de los traspasos, se redujo la posibilidad de crear plusvalías y, consecuentemente, afloraron las pérdidas.

No se puede ignorar que los clubes se venden los jugadores entre sí, generando una cadena: con la venta de un jugador se invierte en otro, mientras tanto se realiza una plusvalía. El problema aflora cuando el mecanismo se detiene. No obstante, se puede entender que este constante ir y venir de jugadores forma parte del negocio en sí. Es más, algunos dirigentes de equipos de fútbol plantean incluso que el tratamiento contable correcto de los jugadores sería considerarles como mercaderías, aplicando a final de ejercicio la variación del valor de las “existencias de jugadores” oportuna.

De nuevo, al analizar la evolución del resultado de explotación ajustado de la temporada 01/02, se debe recordar que está afectada muy negativamente por la dotación acelerada de amortización por parte del Real Madrid.

Por último, el tercer eje está ligado a los resultados extraordinarios. Una vez excluidos los beneficios procedentes del traspaso de jugadores, configuran este resultado, del lado de los ingresos, la parte de las subvenciones en capital que se aplican a resultado del ejercicio, los ingresos extraordinarios y los procedentes de la enajenación de activos. En Primera División, la cifra de subvenciones en capital es poco importante en proporción a los ingresos. Sin embargo, no ocurre lo mismo con los ingresos extraordinarios que promedian un 8,8% respecto a los ingresos. Por el lado de los gastos, en líneas generales, los gastos extraordinarios y las pérdidas procedentes del inmovilizado vienen a estar equilibradas con los ingresos de forma que los resultados extraordinarios no representan un volumen importante respecto a los ingresos. No obstante, en las temporadas 00/01 y 01/02, los resultados extraordinarios del Real Madrid desvirtúan todo el análisis pues a 30 de junio de 2001 presentó un “Beneficio procedente de Derechos de Imagen e Inmovilizado Inmaterial” de casi 115 millones de euros¹¹², es decir el 99,99% del total de este tipo de beneficios de toda la 1ª División, y, a 30 de junio de 2002, esa cifra se elevó hasta casi 374 millones de euros¹¹³ (99,62%). Si se tiene en cuenta esto,

¹¹² Este beneficio es consecuencia de un acuerdo alcanzado entre, de un lado, el Club y, de otro, el Grupo Caja Madrid y Sogecable, S.A. en virtud del cual se produce la venta del 20% y 10%, respectivamente, de la explotación de derechos de *merchandising*, imagen del club y jugadores, Internet y distribución durante un periodo de 11 años por un importe ligeramente superior a los 117 millones de euros. El Club tenía activado dichos derechos en 1,8 millones de euros. Los da de baja y registra un beneficio extraordinario de 115.995.336 euros (notas 6 y 18 de la Memoria del Real Madrid CF correspondiente a la temporada 00/01).

¹¹³ En mayo de 2001, la Comunidad y el Ayuntamiento de Madrid formalizaron un convenio urbanístico con el Real Madrid que conlleva la transformación de la Ciudad Deportiva en un desarrollo urbanístico. A consecuencia de la modificación del Plan General de Ordenación Urbana, el Club pasó a ser titular de una importante extensión de suelo edificable. En diciembre de ese mismo año, el Club vendió un par de parcelas que supusieron un beneficio extraordinario de 373.973 miles de euros (nota 20 de la Memoria del Real Madrid CF correspondiente a la temporada 01/02).

el resultado extraordinario –excluidos los beneficios por traspaso de jugadores- sería prácticamente nulo en todas las temporadas.

4.2.2.- Segunda División

La cuenta de resultados de los equipos de Segunda División difiere notablemente de la de sus homólogos de Primera. En primer lugar, la cuantía de las cifras es, por término medio, muy superior en los clubes de Primera a los de Segunda División. En la Tabla 4-6 se aprecia claramente la diferencia de los valores medios que toman las principales magnitudes de la cuenta de resultados entre las dos divisiones. Así, la media de ingresos de los clubes de Primera viene a ser seis veces la de Segunda. Además, mientras en la máxima categoría la tendencia ha sido ascendente, en la categoría de plata se ha mantenido más o menos estable.

Tabla 4-6. Comparación de los importes medios de las principales magnitudes de la Cuenta de Resultados (euros).

Temporada	Ingresos		Bfo. Traspaso Jugadores	
	1ª Div.	2ª Div.	1ª Div.	2ª Div.
98/99	30.519.548,96	4.390.639,24	10.421.207,81	2.328.805,91
99/00	34.564.382,86	6.283.234,81	11.977.816,99	2.154.648,27
00/01	37.617.556,38	5.494.829,86	18.184.611,48	2.318.309,73
Temporada	Gastos Personal		Rdo. Explotación Ajustado	
	1ª Div.	2ª Div.	1ª Div.	2ª Div.
98/99	16.870.381,75	4.640.353,76	2.912.384,22	-2.981.860,85
99/00	19.790.890,16	5.000.331,94	3.084.367,47	-1.613.157,17
00/01	25.498.319,44	4.973.044,58	655.085,16	-2.640.555,95
Temporada	Dotación Amortización		Beneficio Neto	
	1ª Div.	2ª Div.	1ª Div.	2ª Div.
98/99	12.764.700,28	2.785.423,05	1.652.848,18	-2.101.575,85
99/00	14.337.262,73	2.453.474,27	8.534,75	332.830,79
00/01	17.540.030,21	2.627.405,80	3.142.506,93	-3.523.918,76

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

Respecto a los gastos de personal, hay dos aspectos destacables: el gasto medio de personal en Segunda división viene a ser entre la cuarta y la quinta parte del de Primera; pero, además, es prácticamente igual a los

ingresos medios. Con una estructura de gasto de este estilo, la tarea de obtener beneficios se convierte en un imposible.

La media de la dotación a la amortización y del beneficio procedente del traspaso de jugadores es bastante paralela en ambas categorías. En Segunda división es más estable, oscilando entre la sexta y la novena parte de los valores medios de Primera.

El resultado de explotación medio de los equipos de Segunda División es negativo como consecuencia lógica del peso de los gastos de personal. Sin embargo, debido a la existencia de Resultados Extraordinarios en la temporada 99/00 el beneficio neto medio resulta positivo.

La estructura porcentual de la cuenta de resultados de la muestra de clubes de Segunda División queda recogida en la Tabla 4-7. Aparte de lo comentado con anterioridad, destaca el menor peso de los ingresos deportivos –los ingresos procedentes de televisión son muy inferiores a los que reciben los clubes de Primera- y lo negativo de los resultados.

Por otro lado, el resultado extraordinario negativo de la temporada 2000/01 requiere una explicación. Dicho resultado está altamente influido por los gastos extraordinarios que presentan el Sevilla FC y Real Betis. El Sevilla incluye dentro de “Gastos y pérdidas de ejercicios anteriores” 2.788 miles de euros correspondientes a la contabilización de Actas de Hacienda y 1.173 miles de euros por la anulación de la activación de bases imponibles negativas (nota 17 f de la Memoria del Sevilla FC correspondiente a la temporada 00/01).

El Betis presenta unos gastos extraordinarios con Hacienda por casi un millón de euros y 2.428 miles de euros de pérdidas en la enajenación de inmovilizado inmaterial. Estas pérdidas son consecuencia de la venta o baja de los derechos federativos de cuatro jugadores. Hay que tener en cuenta que el club descendió a Segunda al finalizar la temporada anterior procediendo a una importante reestructuración de la plantilla. Aunque, en este caso, la pérdida derivada del traspaso de jugadores es considera-

ble, sólo representa el 17,4% de los beneficios derivados de traspasos de jugadores.

Tabla 4-7. Evolución de la composición de la cuenta de resultados (2ª Div.)

Temporadas	98/99	99/00	00/01
Ingresos	100,0%	100,0%	100,0%
<i>Ingresos Deportivos</i>	58,7%	46,8%	44,1%
<i>Ing. Abonos, Socios y Palcos</i>	26,2%	18,1%	15,4%
<i>Otros Ing. de Explotación</i>	15,1%	35,1%	40,5%
<i>Aprovisionamientos</i>	4,8%	3,6%	3,9%
<i>Gastos Personal</i>	105,7%	79,6%	90,5%
<i>Variación Provisiones</i>	2,8%	1,9%	13,5%
<i>Otros Gastos Explotación</i>	44,3%	35,9%	34,5%
Rdo. Operativo antes Amortizaciones	-57,5%	-20,9%	-42,4%
<i>Dot. Amortiz. Dchos. Jugadores</i>	42,3%	31,8%	39,6%
<i>Dotación Amortización</i>	63,4%	39,0%	47,8%
Rdo. Operativo después Amortizaciones	-121,0%	-60,0%	-90,2%
<i>Bfo. Traspaso de Jugadores</i>	53,0%	34,3%	42,2%
Resultado Explotación Ajustado	-67,9%	-25,7%	-48,1%
<i>Intereses e ingresos asimilados</i>	2,0%	0,8%	1,4%
<i>Gastos Financieros</i>	7,9%	6,0%	9,6%
Rdo. Financiero	-5,9%	-5,3%	-8,2%
Rdo. Act. Ordinarias Ajustado	-73,8%	-30,9%	-56,3%
Rdo. Extraordinario	23,1%	39,0%	-5,6%
Bfo. Antes de Impuestos	-50,7%	8,0%	-61,9%
<i>Impuesto Sociedades</i>	-2,8%	2,7%	2,3%
BENEFICIO NETO	-47,9%	5,3%	-64,1%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

El resultado extraordinario de la temporada 98/99, está influido por los ingresos extraordinarios de los clubes, siendo de tal magnitud que superan al total de ingresos de explotación. Por ejemplo, el Rayo Vallecano registra unos ingresos extraordinarios –no especifica su origen- que representan el 139% de los ingresos de explotación; el Sporting de Gijón, en esa temporada declara unos ingresos extraordinarios 1,2 veces superiores a los de explotación. Situaciones similares se producen en todas las temporadas. Este tipo de ingresos y su alta volatilidad llevan asociada una complicación importante de cara a la estimación de los flujos de caja para la valoración de los clubes.

Las subvenciones, en concreto a la explotación, tienen una relevancia especial para los clubes que militan en la Segunda División. Los casos más destacados, tanto por el valor absoluto de la subvención como por su importancia relativa respecto al total de ingresos de explotación son: el Málaga CF que en la temporada 98/99 recibió 579.598 euros (10,91% de los ingresos de explotación) y consiguió ascender a Primera; el Getafe que, procedente de 2ª B, recibió 2.032.953 (57,55%) euros en la temporada 99/00 y 974.337 (35,18%) euros en la 00/01; y el Leganés con una ayuda pública de 1.036.073 (24,58%) euros que le permitieron declarar un beneficio neto de 44.277 euros en la temporada 00/01.

Las cifras que los clubes registran como subvenciones no siempre se corresponden con ingresos de esa naturaleza. Así, en el citado caso del Getafe, presentan como subvención cantidades recibidas de la LNFP. En las temporadas 99/00 y 00/01 incluyen importes procedentes de la RFEF y la FFM¹¹⁴. Las cantidades percibidas por los clubes procedentes de la LNFP tienen principalmente dos orígenes: lo que este organismo cobra de las quinielas y de la *UEFA Champions League*. Por lo tanto, no parece oportuno que los clubes registren como subvenciones las cantidades recibidas de la LNFP. Incluso, la propia Liga, al contabilizar su gasto – ingreso para los clubes– lo hace bajo la denominación de “Derechos Clubes” o “*Champions League*” (LNFP, 2002).

4.3.- ESTRUCTURA ECONÓMICO-FINANCIERA

Analizamos ahora los aspectos más relevantes de la estructura económico-financiera de los clubes profesionales de fútbol españoles. Al igual que en el apartado anterior, en primer lugar, repasamos los estudios sobre clubes europeos –principalmente ingleses– y los clubes españoles en temporadas anteriores. Este apartado finaliza con un estudio más pormenorizado de los aspectos relevantes de la financiación de los clubes y sus principales inversiones.

¹¹⁴ Federación Madrileña de Fútbol

Deloitte & Touche (2000 a), en su informe sobre las finanzas del fútbol inglés, apunta dos características significativas respecto a la estructura financiera de los clubes ingleses. La primera es que, después de haber conseguido una posición de tesorería favorable en la temporada 97/98, en la 98/99 volvieron a una situación neta de endeudamiento bancario importante. Esta evolución la ligan a las inversiones efectuadas en la mejora de los estadios de los equipos de la *Premiere League*. Al mismo tiempo, aclaran que la mayoría de los clubes empeoraron su situación de tesorería y, sólo el Manchester Utd. acumulaba importantes depósitos, que contribuyen a mejorar el aspecto global de la situación de endeudamiento bancario del conjunto de los clubes. Muestran además que el importe de los préstamos bancarios recibidos por los equipos de la *Division One* es superior a los de la *Premiere League*.

La segunda característica es una importante variación en los fondos propios, ocasionada principalmente por los cambios en las políticas contables a consecuencia de la introducción de la FRS¹¹⁵ 10, sobre Fondo de Comercio y Activos Intangibles que, según explica Morrow (1999; 126-132), fue de obligado cumplimiento para las empresas a partir de los ejercicios acabados el 23 de diciembre de 1998. Esta norma supone el mismo planteamiento previsto por la adaptación sectorial del PGC a las SAD, es decir, los jugadores se contabilizan como inversión cuando se adquieren sus derechos a título oneroso, amortizándose a lo largo de la vida del contrato. Con anterioridad a esta norma, algunos clubes ingleses no tenían registrados en su activo los derechos de jugadores con contrato en vigor lo que se tradujo, al aplicar la nueva norma, en un incremento del activo con el correspondiente aumento de las reservas que aparecen en el balance.

La emisión de acciones también supone una importante fuente de financiación para los clubes ingleses. Además, los grandes medios de comunicación han ido tomando posiciones en el accionariado de estos clubes.

En cuanto al activo de los clubes ingleses, como se ha indicado previamente, la aplicación de la norma FRS 10 ha supuesto un incremento del peso del inmovilizado inmaterial en las inversiones. Desde el punto de vista financiero, es de destacar que normalmente, cuanto más alto es el valor del activo, mayor ha sido la inversión en jugadores y, por lo tanto, los flujos de caja se reducen. No obstante, los clubes proceden a la venta de jugadores cuando tienen necesidades de tesorería apremiantes (Deloitte & Touche, 2000 a; 46).

Finalmente, resaltan la desproporción entre el importe de la inversión en jugadores en la *Premiere League* y el resto de las categorías.

Pocos datos aporta el estudio de las finanzas del fútbol portugués (Deloitte & Touche, 2000 c) en cuanto a datos de balance. Sólo hace una breve referencia a las inversiones en jugadores de los tres clubes de mayor tamaño y a la evolución en bolsa de los dos equipos cotizados –Sporting de Lisboa y Oporto-. Pero, a la luz de los resultados tan negativos que presentan, y de que la trayectoria bajista de la cotización, cabe intuir una situación patrimonial, cuanto menos, delicada.

En lo que respecta al fútbol español, los estudios (Deloitte & Touche, 1999 y 2000 b) se centran en algunos aspectos de la financiación, con análisis del Fondo de Maniobra y del endeudamiento tanto a largo como a corto plazo. Por lo que respecta al activo, se centran en el estudio de la incidencia de los estadios en el activo.

Tabla 4-8. Evolución del Fondo de Maniobra (total extrapolado de 1ª Div)

Temporada	Fondo de maniobra (euros)	% Var.
96/97	-195.993.112,40	
97/98	-334.715.745,32	70,8%
98/99	-304.063.040,16	-9,2%
99/00	-354.273.848,50	16,5%
00/01	-333.390.527,45	-5,9%

Fuente: Deloitte & Touche (96/97 a 98/99). Elaboración propia

¹¹⁵ FRS *Financial Reporting Standard*. Viene a ser el equivalente a una norma del PGC en España.

Destacan la situación de fondo de maniobra negativo del fútbol español que es similar al de la serie A de la Liga Italiana. En la Tabla 4-8 se recoge la evolución del fondo de maniobra a lo largo de las últimas cinco temporadas. Es notable el aumento –en valor absoluto- experimentado en la temporada 97/98.

Respecto al endeudamiento, manifiestan la elevada posición de endeudamiento a corto plazo que presentan los clubes de Primera División y apuestan por un fortalecimiento de los recursos propios.

4.3.1.- El Balance de la Primera División

Las principales inversiones de los clubes de primera división son los derechos de adquisición de jugadores que aparecen en la Tabla 4-9 bajo el epígrafe de “Inmovilizado Inmaterial Deportivo”. Aunque tanto la inversión en jugadores como los gastos que originan se analizará con detalle más adelante, aquí hay que hacer alguna alusión a su importancia dentro de las inversiones de los clubes. La inversión bruta en jugadores ha ido aumentando y adquiriendo un peso mayor en las últimas temporadas. Sirva como ilustración que, en la temporada 97/98, el porcentaje de los derechos brutos de adquisición de jugadores era del 51,6% del Activo Total para un equipo promedio, mientras que en la 2001/02 ascendía al 75,1%. No obstante, simultáneamente se ha producido un incremento en la amortización, de manera que el importe neto de la inversión en jugadores, hasta la temporada 2000/01 ha fluctuado entre el 32% y el 41%. Una vez más, aquí afecta el cambio de criterio de amortización del Real Madrid en la temporada 2001/02 pues influye notablemente en la reducción del peso del importe neto de la inversión en jugadores hasta situarla en el 30,5%.

Dentro de la partida de Otro Inmovilizado Inmaterial Neto tienen especial importancia los “Derechos de Explotación” y “Derechos de Inversiones en Estadios” (cuando estos no son propiedad del club). En ocasiones, se producen prácticas contables encaminadas a mostrar un balance más sólido que hacen más complicada la comparación entre clubes e influyen

en los datos del conjunto. Por ejemplo, el Rayo Vallecano, que en las temporadas 99/00 y 00/01 jugó en Primera, con fecha 30 de junio de 1999, decidió registrar contablemente, en una partida denominada “Derechos cesión Estadio”, por un importe ligeramente superior a los 12 millones de euros, el valor del convenio que refrendó con la Comunidad Autónoma de Madrid y que recoge la cesión del uso de las instalaciones del Campo de Fútbol de Vallecas -actualmente Teresa Rivero- hasta el año 2.019.

Tabla 4-9. Activo agregado de los equipos de Primera División¹¹⁶ (euros)

Temporada	98/99	99/00	00/01
Acc. Desemb. No exigidos	0,00	5.441.227,03	247,48
Gtos. Establecimiento	241.942,17	349.446,47	260.146,32
Inm. Total Neto	1.344.692.635,75	1.239.035.616,34	1.440.667.865,16
Inm. Inmat. Deportivo	589.072.500,36	670.517.421,15	856.761.150,71
Otro Inm. Inmat. Neto	123.348.049,05	120.677.119,09	115.533.810,37
Inmovil. Material Neto	300.205.183,06	321.741.388,23	336.146.044,87
Inversiones Financieras	332.066.903,28	126.099.687,88	132.226.859,21
Gtos Distrib. Varios Ej.	22.037.989,75	16.875.579,47	11.473.728,05
Activo Circulante	464.304.018,63	533.770.472,06	633.172.205,48
Existencias	4.546.425,21	4.857.146,09	5.399.494,28
Deudores	330.425.944,27	386.376.759,49	462.021.565,83
Inver. Financ. Temp.	58.080.128,19	72.205.631,58	103.435.815,52
Tesorería	35.734.839,23	38.320.108,45	25.537.977,03
Ajustes Periodificación	35.516.681,74	32.010.826,45	36.777.352,82

Fuente: Elaboración propia a partir de Cuentas Anuales.

El Inmovilizado Material Bruto viene a suponer, de media, algo más del 20% de las inversiones totales de los clubes de Primera. Dentro de esta partida, los estadios, en los casos de que la propiedad corresponda al club, tienen especial importancia. También influyen los terrenos y otras instalaciones deportivas.

La otra partida importante dentro del balance es la de deudores que explica, en gran medida, el comportamiento creciente del activo circulante. Además éste ha cobrado una mayor ponderación en la composición del

¹¹⁶ El agregado global se obtiene extrapolando de los datos de 19 y 17 equipos en las temporadas 98/99 y 00/01 respectivamente.

activo de los clubes de Primera, pasando del 21,4% en la temporada 97/98 al 33,2% en la 2001/02.

En el pasivo, destaca el creciente endeudamiento de los clubes, aumentando, año tras año, la proporción de los recursos ajenos respecto al pasivo total. En la Ilustración 4-4 se observa como el endeudamiento total ha aumentado paulatinamente desde el 54,6% en la temporada 97/98 hasta el 62,4% en la 01/02. La deuda a corto plazo creció hasta llegar a representar el 49,5% en la temporada 99/00 pero en las dos siguientes temporadas ha vuelto a reducir su importancia ligeramente. Sin embargo, la deuda a largo ha crecido de forma casi constante desde el 14,6% hasta el 20,4%.

Tabla 4-10. Pasivo agregado de los equipos de Primera División¹¹⁷ (€)

Temporada	98/99	99/00	00/01
Fondos Propios	220.428.244,68	219.907.973,18	277.481.543,44
Ingr. Dist. Varios Ej.	532.539.559,83	334.973.707,78	383.900.888,17
Prov. Riesgos Gtos.	27.664.068,74	63.170.092,76	81.875.695,52
Acreedores Largo Plazo	305.615.170,87	289.376.225,03	375.753.496,14
Acreedores Corto Plazo	745.029.568,00	888.044.320,56	966.562.732,93

Fuente: Elaboración propia a partir de Cuentas Anuales.

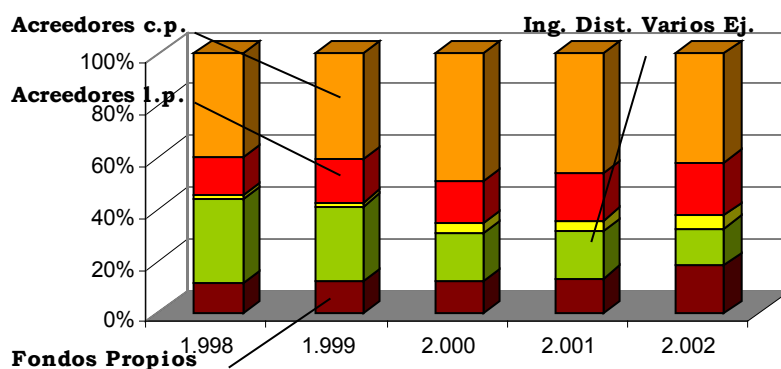
Al analizar la deuda de los clubes de fútbol de Primera División detectamos un hecho llamativo: en clubes que no tienen deudas con entidades de crédito (ni a largo, ni a corto) aparecen importantes gastos financieros. Por ejemplo, el FC Barcelona en la temporada 98/99 indica que tiene líneas de crédito por importe de algo más de 25,5 millones de euros **no utilizadas** a 30 de junio de 1999 y 1998. De ellos 21 millones de euros tienen un vencimiento a largo plazo al 30 de junio de 1999 (Nota 17 de la Memoria de la temporada 98/99 del FC Barcelona). Sin embargo, en la cuenta de resultados aparecen gastos por intereses. Además del Barcelona, en la temporada 98/99, el Celta de Vigo y el Zaragoza presentan sus balances con saldo cero en las cuentas de entidades de crédito acreedo-

¹¹⁷ El agregado global se obtiene extrapolando de los datos de 19 y 17 equipos en las temporadas 98/99 y 00/01 respectivamente.

ras (a corto y largo plazo). Como ocurre con el Barcelona si recogen en sus cuentas de resultados gastos por intereses. En la temporada 99/00, son el Barcelona y el Zaragoza los que no presentan ninguna deuda con entidades de crédito y en la siguiente se les suma el Alavés.

Hay dos razones, entre otras, que justifican ese fenómeno: se están pactando aplazamientos en los pagos de los traspasos de jugadores con el correspondiente coste, y también se devengan intereses por las deudas aplazadas con Hacienda. En cualquier caso, la realidad es que en el pasivo de los clubes existe una deuda con coste y, por lo tanto, entendemos que se trata de Recursos Negociados y entran a formar parte de la deuda del Balance Financiero¹¹⁸.

Ilustración 4-4. Evolución de la composición del Pasivo (1ª Div.)



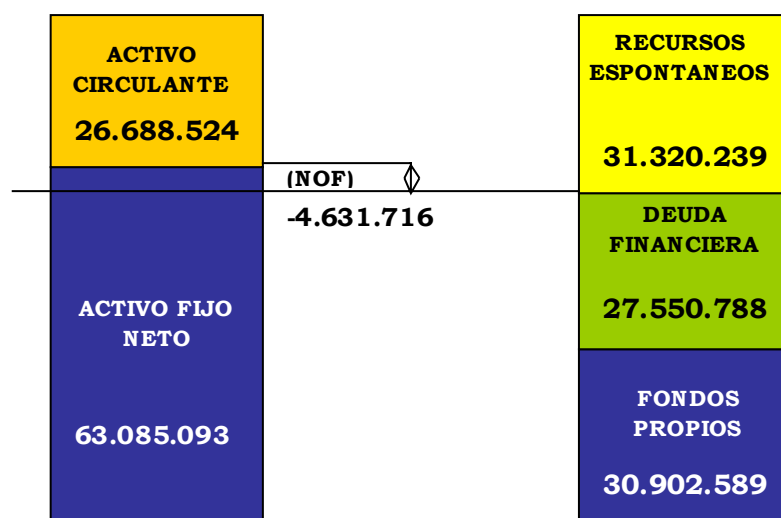
Fuente: Elaboración propia a partir de Cuentas Anuales.

Partiendo del dato de gasto por intereses de los clubes, hemos estimado su Deuda Financiera¹¹⁹ utilizando como tipo de interés medio el EURIBOR a un año -estimado anualmente como media de los tipos mensuales, según se indica en el Boletín del Banco de España- más dos puntos. Teniendo en cuenta que el ejercicio económico de los clubes de fútbol es de 1 de julio a 30 de junio, hemos estimado el EURIBOR medio entre los dos años que comprende cada temporada.

¹¹⁸ Es práctica habitual en el análisis financiero reorganizar los estados financieros de forma que la información que ofrecen se interprete mejor. Una práctica simple es reducir el importe del Activo Circulante en el importe de los recursos ajenos a corto sin coste (ver Copelan *et al.*, 2000; 158 y ss.; Faus y Tàpies, 1996; 48; Fernández, 1999; 42)

Junto con el dato de la Deuda Financiera estimada e incluyendo dentro de los Fondos Propios los Ingresos a Distribuir en Varios Ejercicios y las Provisiones por Riesgos, se ha determinado el volumen de los Recursos espontáneos (sin coste) de que disfrutaban los clubes. Los ingresos a distribuir en varios ejercicios¹²⁰ dado que se incorporarán a los resultados en los ejercicios venideros serán asimilables a los Fondos Propios. En ese sentido pensamos que se expresan Copelan *et al.* (2000; 162) al denominar a esos ingresos como *cuasi* recursos propios. Dichos autores también recomiendan incluir dentro de los recursos propios a las Provisiones¹²¹ que, además, tienen una cuantía poco relevante y no afecta mucho al análisis. Por este motivo, seguimos la recomendación de Copelan *et al.* (2000; 179) de tratarlas como recursos propios.

Ilustración 4-5. Balance Financiero Medio de 1ª División (Temp. 99/00)



Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, se han determinado las Necesidades Operativas de Fondos¹²² y descubrimos que, en la temporada 99/00, éstas son negativas. Lo que significa que los clubes de fútbol de la Primera División española, de me-

¹¹⁹ Es la relevante de cara a la valoración de la empresa. El esquema que presenta Fernández (1999; 42) resulta muy clarificador.

¹²⁰ En la mayoría de los casos recogen subvenciones de capital o acuerdos de carácter plurianual.

¹²¹ Se podría haber optado por disminuir el valor del Activo Fijo Neto.

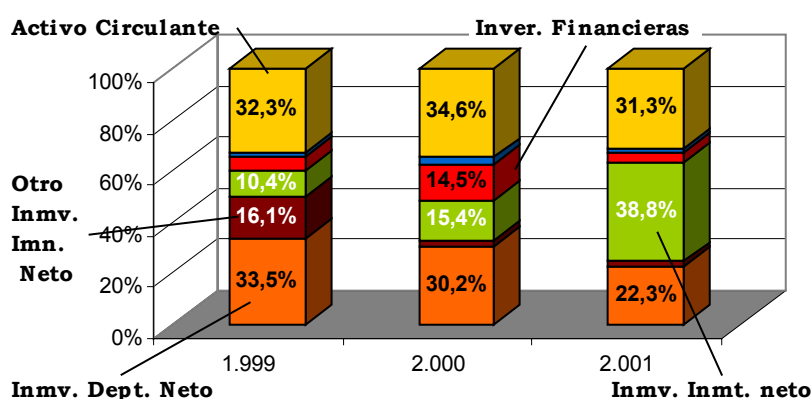
¹²² Representa la inversión neta en activos circulantes derivadas de las operaciones de la empresa. Se habla de inversión neta porque parte del activo circulante está cubierto ya por recursos espontáneos (Faus y Tàpies, 1996; 27-28).

dia, financian parte de su Activo Fijo mediante recursos espontáneos, es decir, sin coste y fruto de la operativa normal del negocio (ver Ilustración 4-5).

4.3.2.- El balance de la Segunda División

La estructura de inversiones y la forma de financiación de los equipos de Segunda División difieren considerablemente de los de Primera. No sólo en cuanto a lo referente al tamaño, sino también a la composición. Aunque los equipos que componen la muestra varía de una temporada a otra, sobre todo por la existencia de equipos que ascienden y descienden, puede ser ilustrativo ver, en líneas generales, las características de los balances de los equipos de la división de plata.

Ilustración 4-6 Estructura de inversiones.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales.

En la Ilustración 4-6 aparece la composición del activo de lo que sería un equipo promedio de Segunda División, pero los datos correspondientes a la temporada 00/01 están muy sesgados pues, en esa temporada, tres equipos con una historia y unas dimensiones sociales y económicas más propias de Primera, como son el Atlético de Madrid, Sevilla y Betis, compitieron en Segunda. En particular, dentro de la muestra que hemos manejado, en la temporada 00/01, el Sevilla y el Real Betis representan el 48% del Inmovilizado Material Neto y el 43% del Activo Total de la muestra. Por ese motivo, en concreto por incluirse el valor de los estadios Ramón Sánchez Pizjuán y Manuel Ruíz de Lopera, la proporción que repre-

senta el inmovilizado material neto se eleva hasta representar casi el 40% del Activo Neto Total.

Independientemente de esa salvedad, y con las limitaciones de la calidad de la información disponible, cabe destacar que, en líneas generales, en la Segunda División el Activo Circulante pesa más que la Primera y que las inversiones en jugadores son superiores –en términos absolutos y relativos- en la División de Honor. Además existe una tendencia a incrementarse la diferencia entre ambas.

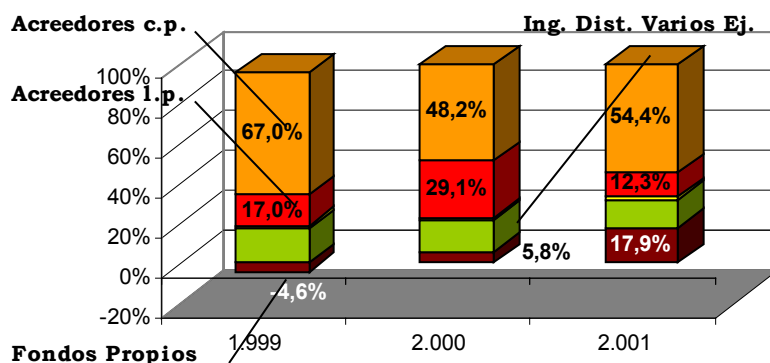
Al igual que en Primera, también en esta categoría, es frecuente que los clubes adopten criterios, contrarios a los comúnmente aceptados, en especial al de prudencia, con objeto de mostrar un aspecto más saneado de sus balances. Por ejemplo, el Sevilla Fútbol Club, SAD, de acuerdo con valoraciones llevadas a cabo por la Gerencia de Urbanismo del Excmo. Ayuntamiento de la ciudad, procedió a la revalorización contable de los terrenos del Estadio Ramón Sánchez Pizjuán y de su Ciudad Deportiva. El importe ascendió a 43.113.236,13 y 2.877.359,87 euros, respectivamente, en la temporada¹²³ 2000/01. En la siguiente temporada, a la luz de nuevas tasaciones, se incrementó el valor de esos terrenos en 12.495.048,57 euros (nota 8 de la Memoria del Sevilla Fútbol Club S.A.D. correspondiente al ejercicio 01/02).

Un caso similar ocurrió con el Elche que, amparándose en la imposibilidad de conocer con exactitud el coste de adquisición (valor histórico) de su estadio “Martínez Valero”, optó por una revalorización del mismo en función de una tasación elaborada por una sociedad de tasación. El resultado fue un aumento del valor del estadio de algo más de 3,5 millones de euros. Paradójicamente, el informe de auditoría menciona esta operación pero no presenta ninguna salvedad (Informe de gestión e Informe de auditoría del ejercicio 99/00, Elche Club de Fútbol, S.A.D.).

¹²³ Aunque en esta temporada estaba en Primera División, la revalorización afecta a los siguientes ejercicios.

A la hora de analizar el pasivo nos encontramos con el mismo problema que en el activo: los datos de la temporada 2000/01 están sesgados por la presencia del Real Betis y Sevilla. El 92% del conjunto de los Fondos Propios de la muestra corresponde a los de esos dos equipos. Por este motivo, centramos los comentarios en los datos de las otras dos temporadas.

Ilustración 4-7. Estructura del Pasivo.



Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuentas Anuales.

El peso de los Fondos Propios de los equipos de Segunda División es, en términos medios, muy inferior a los de Primera. No es infrecuente que los clubes presenten recursos propios negativos: en la temporada 99/00 un 31% de la muestra y en la 98/99 el 40%. El otro hecho destacable es el alto nivel de endeudamiento, en especial a corto plazo.

Al igual que en Primera División hemos elaborado el Balance Financiero de la Segunda División. Los Recursos Espontáneos cobran aún más importancia de manera que las Necesidades Operativas de Fondos tienen un mayor peso negativo. No es de extrañar que buena parte de esos recursos sean forzados, es decir, fruto de incumplimiento en los plazos de pagos. En concreto, la deuda con Hacienda y otros organismos públicos es muy elevada. También es habitual leer en prensa, a final de cada temporada, que los jugadores denuncien el impago de sus emolumentos.

En la Tabla 4-11 se muestra la importancia que puede llegar a tener en algunos equipos las cantidades pendientes de pago a sus jugadores. Casi un 15% del pasivo total del Sporting de Gijón era deuda con sus jugado-

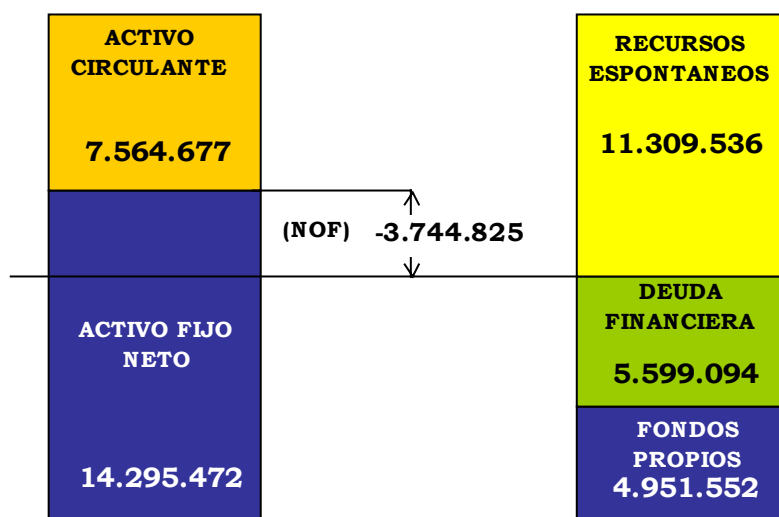
res, pero además había otros 3 equipos que rondaban el 10%. La situación se agrava en la temporada 00/01, hasta el extremo de que la deuda del Compostela ascendió al 42,43% de su pasivo total.

Tabla 4-11. % Remuneraciones Pendientes de Pago sobre Pasivo Total

Equipo (99/00)	%	Equipo (00/01)	%
Sport. Gijón	14,62%	Compostela	42,43%
U.D. Las Palmas	12,40%	Sport. Gijón	17,87%
Leganés	9,93%	Levante	11,24%
Levante	9,61%	Leganés	10,57%
Córdoba	8,32%	Córdoba	6,70%
Compostela	5,73%	Sevilla	5,48%
CD Tenerife	2,76%	Albacete	3,42%
U.D. Salamanca	2,54%	Real Betis	3,15%
Albacete	1,31%	U.D. Salamanca	2,41%
Villareal	0,00%	Murcia	0,01%
Recreativo Huelva	0,00%	Elche	0,00%
Elche	No informa	Recreativo Huelva	0,00%
Getafe	No informa	Getafe	No informa

Fuente: elaboración propia a partir de Cuentas Anuales.

Ilustración 4-8. Balance Financiero Medio de 2ª División (Temp. 99/00)



Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuentas Anuales.

5.- FINANCIACIÓN DE LOS CLUBES DE FÚTBOL

Una vez vista, de forma genérica para el conjunto de los clubes, como es la estructura financiera del agregado o la media de sendas divisiones profesionales, en este capítulo vamos a ver algunos detalles más específicos de la financiación del fútbol.

De acuerdo con el planteamiento de Deloitte & Touche (2000 a; 39), las principales fuentes de financiación de que disponen los clubes de fútbol son las siguientes:

- a) Capital: pueden proceder de inversores que persiguen un rendimiento económico o de aquellos que toman participación en la sociedad por motivos sentimentales.
- b) Autofinanciación: recursos generados por la sociedad que no se distribuyen entre los accionistas.
- c) Financiación bancaria o de entidades de crédito en general: principalmente ofrecerán préstamos o líneas de crédito, descuento y otras formas de financiación; en este conjunto se incluiría la financiación por medio de leasing o arrendamientos de carácter financiero.
- d) Otros préstamos: incluirían los fondos procedentes de accionistas o sociedades del grupo o asociadas. Tendrían carácter casi de capital, por su reducida exigibilidad. En numerosas ocasiones se producen ampliaciones de capital con cargo, al menos en parte, contra esos créditos.

Además de estas vías de financiación, por nuestra parte, a la vista de las Cuentas Anuales de los clubes, añadiríamos:

- e) Recursos operativos: comprendería toda la financiación derivada de la propia operativa de los clubes. La mayoría será sin coste y constituirán los recursos espontáneos. Pero también se incluirían en este apartado los acreedores principalmente deportivos que acuerdan financiaciones para sus ventas o prestación de servicios.

Cualquier enumeración sería limitada pues existen numerosos matices a contemplar en este rico negocio, no sólo por las importantes cantidades que se mueven sino por lo innovador que se muestra en el terreno financiero. Sirva de ejemplo que el club argentino Boca Juniors creó un fondo de inversión denominado Fondo Boca Juniors con quien comparte los derechos de sus jugadores.

En esta sección vamos a ver en primer lugar los principales aspectos ligados a los fondos propios, comenzando por el capital social, analizaremos como es dicho capital, después abordaremos la posible salida a Bolsa de los clubes de fútbol tomando como referencia la experiencia de los clubes europeos. Posteriormente se analizará el comportamiento de los recursos ajenos.

5.1.- RECURSOS PROPIOS: CAPITAL SOCIAL

A diferencia del fútbol británico, donde los clubes históricamente fueron empresas privadas poseídas por algunos pequeños empresarios locales y algunos centenares de aficionados (Morrow, 1999; 75), los equipos españoles nacieron con un carácter asociativo. A raíz de la Ley del Deporte, se ha producido su transformación en empresas.

El proceso de transformación de los clubes españoles en SAD comenzó a consecuencia de la situación económica de los clubes que integraban la Primera División, Segunda y Segunda "B", que en enero de 1985, había llegado a unos niveles de endeudamiento muy elevados: los pasivos exigibles superaban los 120 millones de euros¹²⁴.

En 1987, en el Consejo Superior de Deportes, se comenzó a hablar de la conveniencia de proponer un modelo de Sociedad Anónima para los clubes que desarrollaran una actividad deportiva profesional (Gómez Navarro, 1992; 13). La Ley del Deporte apostó por la conversión de los clubes en sociedades anónimas con una serie de medidas de control económico para los mismos.

Javier Gómez-Navarro, Secretario de Estado de Deporte en la época de la implantación de esta figura societaria, achacaba, principalmente, la crisis del deporte profesional al anterior modelo jurídico de los clubes deportivos: un tipo de asociación deportiva sin fines de lucro que podría ser válido para el deporte amateur pero que se había mostrado incapaz para la gestión del deporte profesional. Uno de los principales defectos de esta configuración era la falta de elementos claros de responsabilidad –en especial económica- que sumió a muchos clubes en una política de gastos muy superiores a sus ingresos con un creciente volumen de endeudamiento –tal y como se menciona previamente- que, en numerosas ocasiones, produjo la dimisión de los dirigentes que llevaron a algunos clubes a una situación difícil de resolver (Gómez-Navarro, 1992; 13-14).

La nueva figura jurídica supone una serie de condicionantes a la hora de plantearse la gestión de los Clubes de Fútbol Profesional. Aumentan las medidas de control por parte de los organismos competentes y, en el caso de que las S.A.D. se planteen su salida a Bolsa, las exigencias de los socios pueden ir más allá de los resultados deportivos de los equipos ya que pueden plantearse la obtención de un rendimiento económico. Aquellos clubes que han optado por conservar su naturaleza jurídica -al cumplir los requisitos previstos en la Disposición Adicional Séptima de la Ley 10/90- también se ven sometidos a las mismas reglas de control económico, incluso se le aplican las normas de adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad.

También aparecen factores que antes no era necesario considerar como los efectos derivados de la composición del accionariado y de las expectativas de un inversor en una SAD.

5.1.1.- Composición accionarial

Las SAD, aunque poseen una serie de particularidades, no dejan de ser, ante todo, sociedades anónimas. La Ley del Deporte, en su artículo 19,

¹²⁴ <http://www.lfp.es>

especifica claramente que las SAD “quedarán sujetas al régimen general de las Sociedades Anónimas” aclarando posteriormente que se considerarán las particularidades que se prevén en la propia Ley 10/1990 y en las normas que la desarrollen. En este sentido, podemos afirmar con Menéndez (1992; 87-88) que las SAD se deben considerar como sociedades anónimas especiales.

Ese “estatuto” de especial se manifiesta claramente en el tipo de inversores que van a participar en el capital de las SAD. Arnold y Webb (1986) afirman que la inversión en clubes de fútbol sólo proporciona una “renta psicológica”, en forma de influencia o poder para sus propietarios. Por esto es frecuente que el rendimiento esperado de sus inversiones no lo obtengan principalmente en términos financieros sino que les llegará por otras vías menos cuantificables.

No tendrá la misma importancia el rendimiento económico para un socio que persiga el control de una sociedad por motivos estratégicos o personales, o para los pequeños inversores que esperan obtener una rentabilidad para sus ahorros. Se podría distinguir entre las sociedades donde unos pocos socios particulares –personas físicas o jurídicas privadas– controlan la mayoría del capital de una sociedad, de aquellas con una composición accionarial más repartida. En el primer caso, estaríamos ante el caso de una **propiedad concentrada** mientras que en el segundo hablaríamos de una **propiedad diversificada**.

La experiencia británica nos indica que en los casos que se ha pretendido mantener un control sobre la sociedad –dominando el capital– se ha restringido la posibilidad de obtener un soporte financiero suficiente y han provocado que muchas de estas empresas estén infracapitalizadas. En consecuencia, descansan su financiación en otras fuentes de fondos –en el caso inglés, principalmente bancarias–, incluso financiando proyectos a largo con recursos a corto (Morrow, 1999).

Cuando la propiedad está más diversificada y, a su vez, ligada a una inversión de carácter institucional, que con un menor porcentaje permite el

dominio de la sociedad, puede derivar en un mayor control financiero y de gestión, y a una mejora en la calidad de la información. Este sería el caso de clubes como el Manchester Utd. en el cual los inversores institucionales controlan la mayor parte de las acciones de la sociedad.

Tabla 5-1. Estructura de Capital del Manchester según tipo de propietario.

Datos a 31 de julio de 2000

Tipo de propietario	nº de accionistas	% del nº total de accionistas	nº de acciones ordinarias	% de acciones ordinarias
Inversores institucionales	129	0,42%	184.251.388	70,93%
Directivos	7	0,02%	24.145.397	9,29%
Pequeños accionistas	30.328	99,55%	51.371.255	19,78%
	30.464	100,00%	259.768.040	100,00%

Fuente: Annual Report 2000, Manchester Utd.

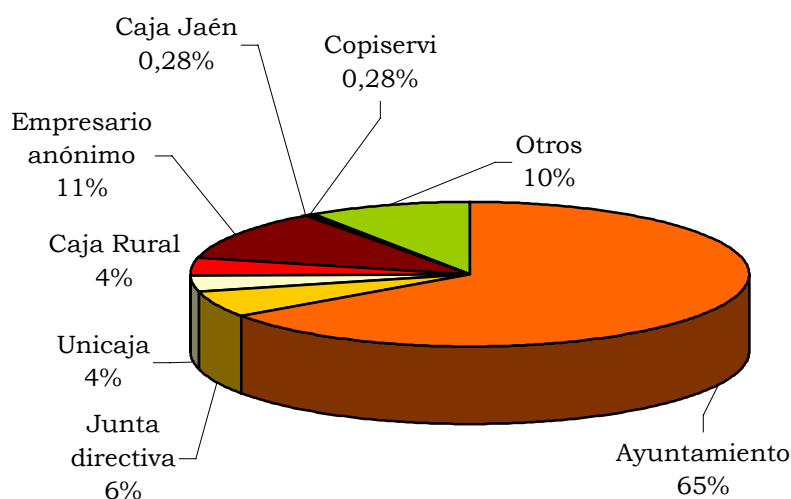
En ocasiones, los directivos de los clubes, han orientado el proceso de transformación a SAD precisamente a este tipo de propiedad diversificada con una situación accionarial que reflejara, en cierta medida, la composición social previa, de manera que, sin paquetes accionariales voluminosos, pudieran seguir llevando las riendas del club.

En España, ante la falta de inversores particulares, no deja de ser frecuente -de especial importancia en clubes de poblaciones con menor número de habitantes- que las instituciones de una ciudad o comunidad autónoma se involucren con el club que representa ese territorio. Sirva de ejemplo el caso del Real Jaén CF que tuvo que transformarse en SAD durante el verano de 2001. Por este motivo tenía que reunir una elevada cifra de capital social que sólo se pudo completar gracias a la participación del Ayuntamiento de la ciudad y varias cajas de ahorros. En la Ilustración 5-1 se muestra como resultó, finalmente, la composición accionarial de este club.

Cabría distinguir, por otro lado, aquellos inversores que toman parte del club por sacar a flote el equipo del que son aficionados, de aquellos que invierten en un proyecto empresarial. Evidentemente, existen múltiples matices y actitudes intermedias pero no deja de llamar la atención, por

ejemplo, la denominación social del principal socio del Sporting de Gijón: “Por el Futuro y Estabilidad del Club, S.L.”.

Ilustración 5-1. Composición del Capital del Real Jaen CF, SAD



Fuente: MARCA 28/7/01 Elaboración propia

La composición accionarial de los clubes de fútbol españoles que tienen la forma jurídica de SAD es variada. En la Tabla 5-2 se muestran los principales accionistas de los equipos de la muestra en la temporada 1999/00.

Como cualquier sociedad anónima, las SAD deben informar de los accionistas que tienen una participación igual o superior al 10% del capital social. Además, a partir de la entrada en vigor de las normas de adaptación del PGC a las SAD, se exige que figure en la memoria información sobre las participaciones significativas reguladas por el RDL 1251/1999¹²⁵. A partir del 5% del capital se considera participación significativa. Dado que la temporada que hemos analizado es la 99/00, hay clubes que no habían incorporado la información relativa a participaciones significativas. No obstante deberían haber informado de las participaciones superiores al 10%.

¹²⁵ Memoria Nota 12.3, y Memoria abreviada Nota 6 (OM de 27 de junio de 2000)

Tabla 5-2. Principales accionistas de las SAD españolas (a 30/6/2000)

Equipo	Principales Accionistas
Real Valladolid	Cartera Inversiones Somosaguas, S.L. (20%); Palcos Blancos, S.L. (15,9%); Inversiones Incas 2000, S.L. (15,9%); Continental Network Services, S.L. (15,78%)
Levante	Cofiser, S.L. (54,28%)
Celta de Vigo (*)	Disgobe, S.A. (38,5%)
Betis	Farusa ¹²⁶ , S.A. (55,03%); Manuel Ruiz de Lopera (2,56%); Rufino González Navarro (2,55%)
Sevilla	Francisco Escobar Gallego (21,75%)
Numancia	Grupo de Empresa HERCESA (63,5%)
Córdoba (*)	Grupo de Empresas Pra, S.A (23,51%); Familia Gómez Sánchez (37,53%); Construcciones Marín-Hilinger, S.L. (14,03%); C.B.R. Inversiones, S.A. (11,70%); Minoritarios (13,23%)
Racing de Santander (*)	Hormigones Cántabros, S.A. (24,89%); Alauza, S.L. (23,55%); Canteras y Derivados, S.A. (15,9%); Hormigones Santander, S.L. (13,45%)
Recreativo de Huelva	Huelva Deporte, S.L. (97,95%) (Sociedad participada al 100% por el Excmo. Ayuntamiento de Huelva)
Compostela (*)	José María Caneda (29,7%); Ayuntamiento de Santiago (20,3%)
Villareal	Nomar Patrimonial, S.L. (78%)
Mallorca	Panther Kar 3000, S.L. (99%)
Sporting de Gijón	Por el Futuro y Estabilidad del Club, S.L. (49,31%)
Rayo Vallecano	Senero, S.L. (97,48%)
At. Madrid	Sociedad Promotora Inmobiliaria Alhambra, S.A. (85%)

(*) Datos a 30/6/2001

Fuente: Elaboración propia

Aparte de los equipos que aparecen en la Tabla 5-2, el Albacete anota en sus memorias que no existe ningún accionista con participación superior al 10%. Por su lado, en las memorias de Oviedo, Valencia, Deportivo de la Coruña, Tenerife, Elche, Leganés, Alavés, Espanyol, Getafe, Málaga, Real Sociedad, U.D. Salamanca, Zaragoza y U.D. Las Palmas no aparece ninguna información sobre la composición del accionariado. Debería suponerse que eso significa que no hay accionistas que detenten más del 10% del capital. Por lo tanto estaríamos ante sociedades con capital disperso.

¹²⁶ FARUSA, S.A. es el acrónimo de “Familia Ruiz Avalo, S.A.”

Sin embargo, no se puede afirmar con rotundidad. Una vez más se pone de manifiesto la falta de calidad de la información facilitada por los clubes.

En el caso del Valencia, en la memoria se hace referencia a la impugnación del acuerdo de ampliación de capital por parte del club. De hecho, las acciones del principal accionista quedaron bloqueadas mientras se resolvía la actuación judicial.

Analizando la información recogida en la Tabla 5-2 podríamos hablar de clubes ligados a una propiedad con carácter de control. Serían aquellos en los que hay una sociedad o sociedades que controlan más del 50%. A estas le añadiríamos el Celta de Vigo y el Compostela pues tanto Horacio Gómez, a través de Disgobe, S.A., como José María Caneda¹²⁷ tienen el control efectivo de sus clubes respectivos.

En el Córdoba, el control se reparte entre el Grupo de Empresas Pra que, desde agosto de 2001, pasó a controlar –entre participaciones directas e indirectas– el 35,54%, y la familia Gómez Sánchez el 39,56%.

Paradigmáticos son los casos del Betis y el Atlético de Madrid, controlados por Manuel Ruiz de Lopera y Jesús Gil y Gil respectivamente. Muestran un estilo presidencialista de sociedad en la que el máximo accionista –o quien controla las sociedades accionistas de los clubes– es quien gobierna el club. También estarían en este grupo el Celta, Levante, Numancia, Racing, Compostela, Villarreal y Rayo Vallecano.

Distinto es lo sucedido con el Real Valladolid y el Mallorca. En estos clubes unos accionistas, con un planteamiento inversor compraron el club. En el primer caso, varias sociedades se hicieron con un paquete de acciones relevante y en el otro una sociedad adquirió prácticamente la totalidad del capital social. Sin embargo, en estos clubes, a diferencia de los equipos antes citados, han optado por poner al frente del club a un equipo gestor profesional.

El Sevilla presenta en ese ejercicio un esquema atípico pues, aunque aparece como principal accionista Francisco Escobar Gallego, existe una reclamación judicial por parte de un tercero. Como se dictó una resolución del Juzgado de Primera Instancia nº 9 de Sevilla, en virtud de ella, se acordó, como medida cautelar, suspender los derechos políticos de las 22.500 acciones que titulizaba Francisco Escobar (nota 11 de la Memoria del Sevilla FC SAD de la temporada 1999/00). Esta situación persistía en la siguiente temporada. Finalmente, en la 01/02, la Sociedad Sevillistas de Nervión, S.A. aparece como único accionista que supera el 10% del capital social (nota 11 de la Memoria del Sevilla FC SAD de la temporada 01/02).

El máximo accionista del Sporting de Gijón configura un perfil diferente: colectivo de aficionados que preocupados por la situación financiera del club procuran sacarlo adelante. Esta actuación entroncaría con la idea de Ruyter y Wetzels (2000) según la cual, el nivel de afecto del individuo y el grado de eficacia percibida, anima a los aficionados a sentir la obligación personal de proporcionar apoyo financiero al club mediante la compra de acciones de la entidad.

Por último, el Recreativo de Huelva es el modelo de implicación de las instituciones de una localidad para sacar adelante el club que está llamado a representarla. La transformación en SAD del Recreativo de Huelva se produjo en la temporada 99/00. La escritura pública tiene fecha de 29 de julio de 1999. El Capital social está representado por 269.780 acciones nominativas de un valor nominal de 60,10 Euros. El Ayuntamiento de Huelva, por medio de una sociedad unipersonal –Huelva Deporte, S.L.-, controla el 97,95% de las acciones del club (nota 6 de la Memoria del Real Club Recreativo de Huelva S.A.D. correspondiente al ejercicio 99/00).

Las instituciones acaban participando en los clubes de fútbol a consecuencia de la dificultad que encuentran las SAD para lograr cubrir las suscripciones de acciones en el momento de la transformación o en las

¹²⁷ A comienzos del verano de 2003 ha dejado la SAD.

ampliaciones. El proceso de atracción de accionistas al capital de una SAD es complicado. Así, es frecuente que las Juntas Generales aprueben ampliaciones por cifras que nunca se llegan a alcanzar. Por ejemplo, el 18 de mayo de 2001 se cerró el proceso de ampliación de capital de la U.D. Salamanca, aprobado el 2 de junio precedente, después de **cubrirse sólo el 0,78%** de la emisión (Memoria de la temporada 00/01 de la Unión Deportiva Salamanca SAD).

El 1 de septiembre de 2000 la Junta General de Accionistas del Celta de Vigo aprobó un aumento de capital de hasta 7.200.245,21 euros mediante la emisión de nuevas acciones. **Tal como se preveía, la suscripción quedó incompleta** y el capital social se fijó en 9.070.775,21 euros. (nota 9.1 Memoria Económica 00/01 del Real Club Celta de Vigo, S.A.D.).

La retribuciones a los Consejos de Administración y los saldos deudores o acreedores de los miembros de los Consejos o de los socios con la sociedad nos informan de la postura tomada respecto al club. En la Tabla 5-3 se muestra la información que a este respecto aparece en las Cuentas Anuales de los clubes. También hemos incluido a los clubes que no son SAD, en estos supuestos la información se refiere a las Juntas Directivas.

El hecho más destacable es que la gran mayoría (64%) de los Consejos de Administración y las Juntas Directivas no reciben ninguna retribución por su labor. Por otro lado, de los clubes que remuneran a sus Consejos de Administración sólo Atlético de Madrid, Villareal y Compostela se encuadrarían entre aquellos donde el socio mayoritario coincide con el Presidente del club. Además, el Consejo del Compostela, en las siguientes temporadas dejó de percibir ingresos del Club.

Valladolid –el que más pagó- y Mallorca, en su planteamiento de gestión profesional, están entre los clubes que retribuyen a sus Consejos.

El presidente del Deportivo de la Coruña, elegido por un accionariado disperso, ha sido uno de los pioneros a la hora de buscar la gestión profesional del club. Para ello, el presidente, Augusto Cesar Lendoiro, propuso a la Junta General de Accionistas que la retribución del Presidente

fuera un porcentaje del presupuesto de la temporada. Por ese motivo aparece como el tercer equipo que más retribuye a su Consejo.

**Tabla 5-3. Relaciones económicas con socios y Consejos de Admón
(30/6/00)**

Equipo	Remuneración Consejo (miles €)	+ Deudas/ - Préstamos (miles €)
Recreativo de Huelva	no informa	Varios
U.D. Las Palmas	no informa	no informa
At. Bilbao	no informa	no informa
Levante	ninguna	-142
Celta de Vigo	ninguna	Ninguna
Betis	ninguna	Ninguna
Sevilla	ninguna	-2.022
Numancia	ninguna	Ninguna
Córdoba	ninguna	-1.417
Racing de Santander	ninguna	Ninguna
Sporting de Gijón	ninguna	-5.053
Rayo Vallecano	ninguna	Ninguna
Albacete	ninguna	Ninguna
Elche	ninguna	-272
Leganés	ninguna	-120
Alavés	ninguna	Ninguna
Espanyol	ninguna	Ninguna
Getafe	ninguna	Ninguna
Málaga	ninguna	Ninguna
Real Sociedad	ninguna	Ninguna
U.D. Salamanca	ninguna	no informa
Zaragoza	ninguna	no informa
Real Madrid	ninguna	Ninguna
Barcelona	ninguna	ninguna
Real Valladolid	804	no informa
C.D Tenerife	410	Ninguna
Deportivo de la Coruña	386	Ninguna
Villareal	227	-4.584
Valencia	200	no informa
At. Madrid	133	264
Compostela	84	no informa
Mallorca	59	-5.727
Real Oviedo	45	Ninguna

Fuente: elaboración propia.

De otro lado, los clubes con frecuencia pasan por situaciones financieras delicadas. En esos momentos es frecuente que reciba fondos de sus socios. Estas cantidades pueden arbitrarse como préstamos, con el oportu-

no tipo de interés y plazos de amortización, o, simplemente, aparecer en cuentas corrientes con socios. En ocasiones aparecen como préstamos a tipo 0% con el consiguiente riesgo fiscal. También se formulan como préstamos participativos. No es infrecuente que, al final, se transformen en capital. Eso es lo que ocurrió, por ejemplo, con el Elche. La difícil situación financiera por la que atravesaba, al final de la temporada 99/00, supuso la renuncia al cargo del Presidente del Consejo de Administración. La ampliación de capital, en marcha en esos momentos, no terminaba de suscribirse. Al final, un grupo de empresarios, con la colaboración del Ayuntamiento, en las personas del alcalde y el concejal de deportes, accedió a la Dirección del Club y se consiguió cubrir la ampliación de capital el 27 de julio de 2000 (Informe de gestión del ejercicio 99/00, Elche Club de Fútbol, S.A.D.). En la ampliación de capital se incluye “la compensación de créditos por deudas denominadas *ex-directivos y otros aportantes para el Plan de Saneamiento*” por 272.258,48 euros (nota 6.2 Memoria del ejercicio 99/00, Elche Club de Fútbol, S.A.D.).

5.1.2.- Expectativas de los inversores en una SAD

En cualquier sociedad, ya sea limitada o anónima, los socios, por el mero hecho de serlo, tienen una serie de derechos adquiridos con su aportación de capital. Algunos son de carácter político: les confieren capacidad de elegir, recibir información, etc; y otros son de carácter económico: les habilitan para poder percibir dividendos, participar en el haber social, garantizan la transmisibilidad de sus acciones, etc.

Las figuras societarias surgen con el objeto de limitar el riesgo de los socios a su aportación de capital sin afectar su patrimonio personal. No es éste precisamente el caso de las SAD pero, desde el momento que adoptan esa forma, no se puede excluir que existan inversores que se planteen su participación en la sociedad con un objetivo estrictamente económico.

Otro fenómeno que aportan las sociedades anónimas es el de la separación entre la propiedad y la administración. Bodie y Merton (1999; 8-9) señalan cinco razones para que se produzca esta disociación:

1. posibilidad de contratar administradores profesionales con capacidad para dirigir la empresa;
2. posibilidad de reunir recursos de numerosos ahorradores para alcanzar un nivel eficiente en la empresa;
3. facilitar la posibilidad de diversificación de riesgos entre diversos tipos de empresas –sería difícil de conseguir si no existiera la distinción entre propiedad y dirección-;
4. facilitan la reducción de los costes de obtención de información;
5. la separación permite la transmisión de las acciones ya que los gestores, conocedores del negocio, pueden continuar la actividad independientemente del cambio de propiedad.

Además esta dualidad propiedad-administración va a suponer que los administradores deberán satisfacer a los dueños de la sociedad ya que si éstos estuvieran descontentos de su gestión podrían cesarles. Así, los gerentes de las sociedades tendrán muy en cuenta la satisfacción de los socios y a la afición. Al mismo tiempo, desde la dirección de la empresa es necesario que se tenga una visión amplia que no se centre en un objetivo a corto plazo. En este sentido y siguiendo a Termes (1998; 6) hay que resaltar que el objetivo general de la empresa pasa por prestar un servicio a la sociedad, generando rentas suficientes para la satisfacción de todos los que integran la empresa. Principalmente accionistas y trabajadores, pero también, en el proceso de generación de renta y valor añadido, se buscará la adecuada retribución de los suministradores de capital de deuda, a los proveedores y que los clientes estén contentos con el producto o servicio para poder seguir con la actividad. En consonancia con el objetivo general de la empresa, se plantea el objetivo financiero que de manera generalizada se acepta como la búsqueda del mayor valor de mercado de los accionistas.

Lógicamente, este planteamiento es aplicable para las sociedades que han optado por un tipo de gestión más empresarial donde no pesan tanto

otro tipo de intereses. En el fútbol español, hasta nuestros días, no se ha buscado con la figura de las SAD la disociación propiedad-administración. Simplemente ha sido un nuevo ropaje jurídico. La prueba es, como se vio en la Tabla 5-3, el alto porcentaje de consejos de administración que no perciben remuneración. No obstante, al encontrarnos en un contexto de valoración, habrá que seguir considerando los efectos de la actividad empresarial de un club de fútbol para un inversor tradicional.

La idea de la creación de valor para el accionista, consecuencia de la obra de Rappaport, publicada en 1986, "Creating Shareholder Value", se ha convertido en un elemento fundamental para el planteamiento de la gestión de las empresas. Cada día más, se ha pretendido identificar aquellos elementos generadores de valor en las empresas para, a partir de ellos, establecer los sistemas de gestión empresarial. Copelan *et al.* (1994; 92) inciden en la idea de que para poder conseguir ese objetivo, los gerentes se deben centrar en aumentar los flujos de caja libres a largo plazo ya que ello hará que los precios de las acciones se eleven, a la vez de que advierten de que centrarse en los beneficios contables puede suponer una destrucción de valor.

Llegados a este punto, es conveniente definir como se consigue crear valor. Siguiendo a Fernández (2000; 9) se puede afirmar que se creará valor cuando los accionistas obtengan un rendimiento superior al que exijan a sus acciones. Así se puede expresar de la siguiente manera:

$$(11) \quad \text{Creación valor para accta.} = \text{Capitalización} * (\text{Rent. accionista} - k_e)$$

Dicha expresión se plantea para sociedades que cotizan en Bolsa ya que el término capitalización es el resultado de multiplicar el precio de mercado por el número de acciones en circulación. Para los clubes de fútbol españoles, dado que no cotizan, se podría utilizar el precio que pagaron por adquirir sus acciones

Por otro lado, al hablar de la rentabilidad para el accionista –de acuerdo con Fernández (2000; 8)- se considera la relación por cociente entre el

incremento de valor para los accionistas y la capitalización al comienzo del periodo. De nuevo aparece el problema antes mencionado por utilizar la capitalización y porque el incremento de valor para el accionista también incluye la plusvalía de las acciones (aumento de capitalización en el periodo¹²⁸) además de los dividendos y otros pagos a los accionistas descontando los desembolsos por ampliaciones de capital y las conversiones de obligaciones convertibles.

Respecto a la rentabilidad exigida (k_e), por ahora sólo conviene apuntar que, para un inversor racional siguiendo el modelo CAPM, –quizás habría que calificarlo más como tradicional-, vendría determinada por el rendimiento del activo sin riesgo más una prima condicionada al riesgo de la acción.

En un club de fútbol hay numerosos socios que adquirieren sus acciones como una forma de apoyar al equipo del que son aficionados. Este tipo de accionistas no persiguen un rendimiento económico. Esto no es óbice ni cortapisa para que en determinadas ocasiones aprovechen una coyuntura favorable para obtener un rendimiento no buscado a priori. En las elecciones a Presidente del Valencia CF de 2003, uno de los candidatos, accionista con un importante paquete accionarial, hizo una cuantiosa oferta económica por acciones del club. La respuesta por parte del Consejo de Administración del club fue igualar la oferta. Ante tal situación los pequeños socios aficionados vieron la oportunidad de realizar una considerable plusvalía. Exceptuando esta salvedad, que se puede producir y que no contradice el hecho de que esos pequeños accionistas, al invertir, no persiguieran un rendimiento económico, se puede afirmar que los socios aficionados exigirían un rentabilidad nula: $k_e = 0$.

¹²⁸ Para la capitalización al final del periodo habría que hacer una estimación del precio que se puede obtener, o bien a través un precio teórico que fuera resultado del uso de algún múltiplo como puede ser el PER, o utilizando algún método de valoración en función de los dividendos como puede ser el de Gordon, o incluso mediante la estimación del valor de la empresa en ese momento a través del descuento de los flujos de caja libre esperados.

Este hecho supone una situación anómala. Y cabría preguntarse ¿en qué medida afectará a la tasa de descuento, al Coste Medio Ponderado de Capital?

A primera vista, se podría afirmar que el CMPC se reduciría ya que parte de la financiación va a ser gratuita. Pero analicémoslo con más detalle.

Podríamos distinguir dentro de los recursos propios en dos tramos:

$$(12) \quad RRPP_1 \Rightarrow k_{e1}$$

$$(13) \quad RRPP_2 \Rightarrow k_{e2} = 0$$

Dado que la expresión del coste medio ponderado de capital es:

$$(14) \quad CMPC = \frac{RRPP \times k_e + D \times k_i \times (1 - t)}{RRPP + D}$$

en el supuesto que estamos planteando el coste medio ponderado de capital resultaría:

$$(15) \quad CMPC^* = \frac{RRPP_1 \times k_{e1} + RRPP_2 \times k_{e2} + D \times k_i(1 - t)}{RRPP_1 + RRPP_2 + D} = \frac{RRPP_1 \times k_{e1} + D \times k_i(1 - t)}{RRPP_1 + RRPP_2 + D}$$

Llegados a este punto, nos encontramos con una dificultad relevante: los derechos económicos de los socios son exactamente iguales para todos los socios –podrían ser superiores si pierden algunos derechos políticos: acciones sin voto-. Según esto, en un primer estadio, podríamos pensar que $CMPC^* < CMPC$, al considerar a priori que como $k_{e1} = k_e$ y $RRPP_1 < RRPP$, el numerador disminuye mientras se mantiene el denominador.

Por otro lado, el rendimiento obtenido por el inversor, considerando una vida ilimitada de la inversión con una tasa de crecimiento g , siguiendo a Gordon sería:

$$(16) \quad k_e = \frac{d_1}{P_0} + g$$

donde d_1 es el dividendo por acción en el año 1.

Si el gerente de la sociedad, pensando que tiene socios que exigen un $k_{e2}=0$, se plantea que necesita unos flujos de caja inferiores ya que $CMPC^*$ sería menor, llevaría a la empresa a una situación de pérdida de valor ya que si $CMPC^* < CMPC$ con $FCF^* < FCF$ hace que $VAN^* = VAN$.

Si consideramos que la remuneración de la deuda es la misma, los $FCacc$ quedarían reducidos de modo que:

$$(17) \quad P^* = \frac{FCacc^*}{k_{e1}} \Rightarrow P^* < P$$

De este modo, el socio inversor estaría perdiendo valor y tendería a salir de su posición.

Esta situación sólo se puede solventar manteniendo los $FCacc$ con lo que $CMPC^* = CMPC$. En este sentido, el aficionado se ve beneficiado de la presión de los inversores para que la gestión económica sea correcta.

Cabría una fórmula, por otro lado empleada por numerosos clubes, de obtener financiación a $k_e = 0$ por parte de simpatizantes y aficionados. La vía es la creación de Fundaciones ligadas a los clubes que pueden ayudar a financiar actividades no rentables para la empresa pero necesarias. Puede incluso plantearse que dichas fundaciones sean accionistas de los clubes.

Concluyendo, podemos afirmar que, aunque pueden existir socios que no exijan rendimiento a sus inversiones en los clubes, lo determinante para los gestores de la sociedad es el rendimiento esperado por los socios inversores.

5.1.3.- Negociación en Bolsa

Desde enero de 2002, según lo previsto en la Disposición Transitoria sexta de la Ley del Deporte (redacción de la Ley 50/1998) las Sociedades Anónimas Deportivas (SAD) españolas pueden cotizar en Bolsa. En esa fecha se cumplió el plazo de tres años que establecía la citada disposición transitoria. Tanto la mencionada ley, como el Real Decreto 1251/1999

sobre Sociedades Anónimas Deportivas, se han orientado hacia la aproximación del régimen jurídico de las entidades que adoptan esta figura al del resto de las sociedades anónimas, con el objeto, entre otros, de permitir su futura cotización en Bolsa, además de establecer unos sistemas de control económico a fin de velar tanto por los intereses públicos, como los de los posibles inversores y, simultáneamente, garantizar el equilibrio de la competición deportiva.

Ahora bien, una sociedad se puede plantear su cotización en Bolsa por distintas razones, vinculadas en gran medida a las funciones propias de éstas, entre las que pueden destacar, según el Instituto Español de Analistas Financieros (1996; 213), por una parte, las referentes a la canalización del ahorro y, por otra, las relativas a la financiación de la empresa. Dado que estos dos fines se dan de forma inseparable en la inversión bursátil, gracias a que proporciona liquidez a los inversores al permitir el acceso a toda la comunidad inversora, constituye una fuente de financiación muy apropiada para financiar el crecimiento de la empresa. Además, facilita la obtención de recursos a largo plazo, no sólo mediante la posibilidad de emitir acciones, sino también, a través del recurso a las obligaciones.

La delicada situación financiera de los clubes españoles es tal que, según el informe de Deloitte & Touche (2000 b) y a la luz de los datos expuestos en el capítulo previo, la mayoría de los analizados en él presentan un fondo de maniobra negativo y un peso excesivo del endeudamiento, lo que hace recomendable, no sólo alargar los plazos de la deuda, sino también obtener recursos propios. En este sentido, el cauce ideal para atraer inversores a los clubes sería la Bolsa. Por eso, en algunos países europeos con mayor tradición inversora, como Inglaterra, numerosos clubes cotizan en el mercado bursátil. Pero también en otros países europeos, al menos los clubes más importantes, negocian sus acciones en Bolsa.

La salida a Bolsa de clubes de fútbol profesional en España puede verse complicada, no tanto por los requisitos necesarios para cotizar sino, más bien, por las reticencias que plantearán a esta alternativa de financia-

ción. Sin ir más lejos, tanto Barcelona FC como Real Madrid, los dos clubes más poderosos en términos económicos de la Liga española, han rechazado su conversión en SAD y, en consecuencia, su posible cotización en Bolsa¹²⁹. Además, hay aspectos de la cotización que frenarán a los dirigentes de las SAD a la hora de plantearse la posibilidad de que los títulos de la entidad se negocien en Bolsa. Pueden destacarse los siguientes:

- temor a perder el control de la sociedad,
- reticencia a la pérdida de privacidad, consecuencia de la información que las sociedades han de poner a disposición de los inversores,
- pensar que supone elevados costes de salida y por cánones de permanencia,
- recelo a que conlleve gran esfuerzo en recursos humanos y dedicación de tiempo.

Por otro lado, cabe plantearse si existen razones de tipo reglamentario en los distintos mercados bursátiles que incentiven o dificulten el acceso de los clubes a la cotización. En el ANEXO V.1 se presentan las principales normas que afectan a la admisión a cotización de títulos en las bolsas española, inglesa, italiana, alemana y portuguesa. Del estudio de esas disposiciones normativas, dada la similitud entre ellas, se puede afirmar que los requisitos de admisión exigidos por los mercados secundarios de valores no explican la diferencia en el número de clubes de fútbol que negocian sus títulos en Bolsa en cada país.

La regulación de las Bolsas está encaminada, en buena medida, a garantizar la eficiencia del mercado. Para ello, la transparencia y liquidez de los valores es fundamental. En ese sentido, será importante comprobar cual ha sido la experiencia bursátil de los clubes europeos y la calidad de la

¹²⁹ Atlético de Bilbao y Osasuna están en las mismas circunstancias.

información que ofrecen los clubes. Este segundo aspecto ya se analizó previamente y el primero se expone a continuación.

5.1.4.- La experiencia bursátil de los clubes de fútbol europeos

La relación de los clubes de fútbol con los mercados secundarios es más amplia de lo que supondría alguien no introducido en esta materia. Que el Manchester Utd. cotiza en Bolsa no es algo que sorprenda a casi nadie. Sin embargo, si nos dicen que las acciones de seis equipos de la liga danesa se pueden comprar y vender en la bolsa de su país o que el Galtasaray y el Besiktas turco cotizan en su bolsa, más de uno se maravillaría. Pues bien, existen clubes que cotizan en bolsa, además de en las ligas de los países citados, en la italiana, alemana, holandesa, portuguesa y escocesa.

El caso más notable es el del fútbol británico: las acciones de dieciséis equipos ingleses y tres escoceses –recogidos en la Tabla 5-4-, cotizaban en la Bolsa de Londres a comienzos de 2003. Además de éstos, el Leicester City, Queens Park Rangers (Loftus Road), y Nottingham Forest negociaron sus títulos en Bolsa en algún momento.

El Leicester City ha sido el último equipo en abandonar su aventura bursátil. El 15 de enero de 2002 cambió su estatus de cotización en el mercado principal para pasar al AIM y definitivamente dejó de cotizar el 25/11/2002.

La experiencia del fútbol inglés en el mercado bursátil arrancó en octubre de 1983 con el comienzo de la negociación de las acciones del Tottenham aunque es en la década de los noventa y, en especial, en los años 96 y 97, cuando se producen la mayoría de las salidas a bolsa de los clubes ingleses. Sin embargo, aunque son bastantes los clubes cotizados, pocos concentran la capitalización bursátil del conjunto. Por ejemplo, a 31 de enero de 2003, entre cuatro equipos -Manchester, Newcastle, Chelsea y Tottenham- concentraban el 75% de la capitalización bursátil de todos los equipos que cotizaban en ese momento en la Bolsa de Londres. Pero, es más, sólo el Manchester representaba el 58,4% de la capitalización.

Sin embargo, los clubes de fútbol todavía distan de alcanzar las cifras de capitalización de su propio sector (Morrow, 1999; 73-74).

Tabla 5-4. Equipos cotizados en la Bolsa de Londres

Equipo	Mercado	División en fecha salida a bolsa	Fecha comienzo cotizar	Free Float
TOTTENHAM	Principal	Premier	oct-83	41%
MILLWALL	AIM	Premier	oct-89	38%
MANCHESTER UTD.	Principal	Premier	jun-91	38%
CELTIC	Principal	Scot.Premier	sep-95	n.d
PRESTON NORTH END	AIM	3rd.	oct-95	86%
CHELSEA	AIM	Premier	mar-96	n.d
LEEDS UNITED	Principal	Premier	ago-96	60%
SUNDERLAND	Principal	Premier	dic-96	26%
SHEFFIELD UTD.	Principal	1st.	ene-97	42%
SOUTHAMPTON	Principal	Premier	ene-97	100%
WEST BROMWICH ALBION	AIM	1st.	ene-97	100%
BIRMINGHAM	AIM	1st.	mar-97	30%
CHARLTON ATHLETIC	AIM	1st.	mar-97	35%
NEWCASTLE	Principal	Premier	abr-97	28%
BOLTON	AIM	1st.	abr-97	100%
ASTON VILLA	Principal	Premier	may-97	16%
HEART OF MIDLOTHIAN	Principal	Scot.Premier	may-97	39%
WATFORD	AIM	1st.	ago-01	n.d
ABERDEEN	AIM	Scot.Premier	sep-02	n.d

Fuente: Morrow (1999) y Ximénez de Sandoval (2003).

Existe una amplia variedad tanto en el porcentaje de acciones que los clubes lanzaron al mercado en el momento de la emisión: desde los que pusieron en circulación la totalidad de sus acciones como el Southampton, West Bomwich Albion o el Bolton, hasta los que, como el Aston Vila, colocaron un reducido porcentaje. También es de destacar que cotizan equipos que militan en distintas divisiones.

Otra característica apreciada en la Tabla 5-5 es la elevada volatilidad de los precios de las acciones de los clubes de fútbol. A lo largo de un año, las acciones del Bolton (Burnden Leisures) han tenido una volatilidad de más del 926%. Pero no es el único con tan elevada volatilidad, al revés, lo

excepcional es que sea reducida. Sólo el Preston North End tiene volatilidad más baja que el Manchester Utd. pero apenas si se contrata.

Tabla 5-5. Cotización bursátil de los principales clubes europeos (2/4/02 a 17/4/03) (peniques británicos / € resto)

Nombre	Cot. Máx.	Cot. Min	Precio cierre periodo	Precio apertura periodo	Variación periodo	Volatilidad
ASTON VILLA	160,00	100,00	132,00	156,00	-15,38%	60,00%
BIRMINGHAM CITY	31,00	10,00	11,00	17,00	-35,29%	210,00%
BURNDEN LEIS.	5,75	0,56	0,56	4,00	-86,00%	926,79%
CHARLTON ATHLTC	25,63	13,00	20,00	23,00	-13,04%	97,15%
CHELSEA VILLAGE	27,00	13,00	15,48	15,50	-0,13%	107,69%
LEEDS UNITED	7,75	3,00	4,00	6,55	-38,93%	158,33%
MANCHESTER UTD.	141,00	93,15	139,00	128,00	8,59%	51,37%
MILWALL HLDGS	0,85	0,10	0,19	0,65	-70,77%	750,00%
NEWCASTLE UTD.	32,63	18,35	30,85	24,65	25,15%	77,82%
PRESTON NTH.END	125,00	105,00	110,00	117,00	-5,98%	19,05%
SHEFFIELD UTD	12,80	4,00	8,75	4,50	94,44%	220,00%
SOUTHAMPTON LS.	36,85	22,00	35,50	36,85	-3,66%	67,50%
SUNDERLAND	301,25	45,00	59,80	292,50	-79,56%	569,44%
TOTTENHAM HOTSP	30,00	16,00	18,50	28,20	-34,40%	87,50%
WEST BROMWICH	8500,00	4500,00	5880,00	5800,00	1,38%	88,89%
WATFORD LEISURE	1,00	0,10	0,10	0,75	-86,67%	900,00%
A.S. ROMA	3,14	0,88	0,97	3,08	-68,51%	256,82%
S.S. LAZIO	1,51	0,40	0,44	1,47	-70,07%	277,50%
JUVENTUS F.C.	3,61	1,22	2,12	3,24	-34,57%	195,90%
AJAS AFC	5,94	3,25	3,64	4,99	-27,05%	82,77%
ABERDEEN FC	93,00	40,00	55,00	82,00	-32,93%	132,50%
CELTIC	57,00	30,00	33,50	54,00	-37,96%	90,00%
HEART OF MIDLOTHIAN	65,00	33,00	35,00	64,50	-45,74%	96,97%
SPORTING CP	7,85	2,44	2,45	4,80	-48,54%	221,72%
FC PORTO	4,71	2,28	3,81	2,46	56,10%	106,58%
BORUSSIA DORTMUND	5,73	2,65	2,72	5,51	-50,64%	116,23%

Fuente: elaboración propia.

La volatilidad de las acciones de los equipos italianos, en este periodo, es elevada aunque no tanto como la de los ingleses. Menor es la de portugueses, alemanes, escoceses y holandeses.

Un hecho que contribuye a la mayor volatilidad de este tipo de acciones es que, a diferencia de las empresas tradicionales que, al publicar sus resultados cuatrimestrales, pueden experimentar el impacto de esta in-

formación en su cotización, los clubes están generando información todas las semanas a través de sus resultados deportivos. Por esto, Renneboog y Vanbrabant (2000) y Ximénez de Sandoval (2003) han estudiado el efecto que tienen los resultados deportivos en las cotizaciones de los clubes de fútbol. Las principales conclusiones de los primeros son que:

- el primer día de cotización después de un partido supone un rendimiento positivo anormal de casi el 1% si el equipo ganó;
- las derrotas y los empates son penalizados con rendimientos anómalos negativos del 1,4% y 0,6% respectivamente;
- a lo largo de las semanas, las derrotas suponen unas pérdidas anormales del 2,5% y los empates del 1,7%;
- los resultados anómalos son más pronunciados después de partidos de promoción o descenso.

Además indican que salvo raras excepciones –Manchester, Sunderland y Celtic- los clubes de fútbol, desde 1996 hasta la fecha de su estudio, tienen un rendimiento inferior al índice del mercado.

Por su lado, Ximénez de Sandoval (2003), concluye que es generalizada la correlación pasiva a perder, es decir, que si el equipo pierde es muy difícil que la cotización suba al día siguiente y algo similar ocurre con la correlación pasiva a ganar, esto es, que si el equipo gana es poco probable que la cotización caiga.

Otro aspecto destacado es el volumen de contratación de las acciones. Tal y como se recoge en la Tabla 5-6, existe una importante diferencia en la liquidez de unos valores y otros. Por un lado, los títulos de clubes como Manchester y Millwall se negocian con elevados niveles de contratación – en número de acciones- y lo han hecho en todos los días del periodo estudiado. Sin embargo, las acciones del Preston North End y del Aberdeen no se han contratado en más del 80% de las sesiones analizadas, y cuando lo han hecho, ha sido con muy poca contratación. Otros cuatro equipos han pasado sin contratar más de la mitad de las sesiones. Uno de ellos es el Watford que presenta el mayor de los volúmenes de contratación de todo el periodo. Pero el dato puede resultar engañoso pues se tra-

ta de número de acciones contratadas y la cotización de este equipo es la más baja junto con la del Millwall que también muestra un volumen de contratación muy elevado por este motivo.

Tabla 5-6. Contratación bursátil de los principales clubes europeos (2/4/02 a 17/4/03) (nº acciones)

Equipo	Días sin contratación	Vol. Máximo	Vol. Mínimo	Vol. Medio	Mediana Vol.
PRESTON NORTH.END	212	35.414	0	219	0
WEST BROMWICH	183	28.060	0	110	0
CHARLTON ATHLTC	171	3.307.337	0	14.791	0
WATFORD LEISURE	169	91.690.968	0	478.691	0
SUNDERLAND	92	110.135	0	1.841	100
SOUTHAMPTON LS.	81	2.746.153	0	28.269	1.000
BIRMINGHAM CITY	70	404.044	0	9.428	2.000
BURNDEN LEIS.	63	8.553.154	0	125.691	10.452
SHEFFIELD UTD	50	2.063.750	0	48.196	7.980
ASTON VILLA	35	404.000	0	12.188	728
CHELSEA VILLAGE	31	44.611.348	0	183.673	4.673
NEWCASTLE UTD.	5	5.224.475	0	63.939	20.503
TOTTENHAM HOTSP	3	2.192.707	0	29.365	6.322
MILWALL HLDGS	0	41.805.992	1.457	1.977.478	933.070
LEEDS UNITED	0	3.563.864	3.840	292.125	129.099
MANCHESTER UTD.	0	17.900.966	18.708	599.977	315.639
ABERDEEN FC	217	29.240	0	289	0
HEART OF MIDLOTHIAN	170	24.000	0	263	0
CELTIC	20	2.781.890	0	18.767	2.525
S.S. LAZIO	1	6.109.022	0	307.284	137.290
A.S. ROMA	0	393.456	1.635	44.529	30.114
JUVENTUS F.C.	0	4.253.873	17.486	171.538	68.942
BORUSSIA DORTMUND	5	1.590.227	0	70.844	35.336
AJAX AFC	0	67.058	11	3.153	1.272
FC PORTO	2	1.144.774	0	61.413	14.593
SPORTING CP	1	1.856.990	0	89.617	10.834

Fuente: elaboración propia.

Los equipos que cotizan en otras bolsas, tienen un comportamiento más homogéneo con contratación en casi la totalidad de las sesiones. No obstante, esos equipos son de los más importantes dentro de sus respectivas ligas.

Los tres clubes italianos disfrutaban de unos niveles de contratación bursátil con una liquidez aceptable. No llegan a los volúmenes de los grandes equipos ingleses pero tienen un nivel medio de contratación bastante superior al de la mayoría de ellos y al del resto de los clubes europeos analizados. Esto también está influido porque su cotización es bastante más barata que la de los demás.

La contratación de los títulos portugueses, del Ajax y del Borussia, es baja. Este factor se nota más tomando un estadístico más robusto que la media como es la mediana. La mediana de la contratación se mantiene en unos niveles inferiores a los 36.000 títulos diarios. Cueto (1999, 81), refiriéndose al caso portugués, achaca este fenómeno a que las acciones de las sociedades están principalmente en manos de los clubes que las constituyeron y de los aficionados, de tal manera que quedan muy pocos títulos libres en el mercado con lo que la liquidez es escasa y el sistema de formación de precios resulta ineficiente.

A la vista de lo expuesto, cabe afirmar que los clubes de fútbol, excepto algunos de los más grandes por prestigio y presupuesto, cuando cotizan en bolsa se encuentran con un mercado estrecho. Una primera razón se ha apuntado anteriormente: la escasez de títulos para negociarse entre el público. Esto tiene dos componentes: por un lado, el deseo de los dirigentes de los clubes de no perder el control y, por otro, que muchos aficionados se convierten en accionistas para apoyar financieramente al club (De Ruyters y Wetzels, 2000). Pero también se puede encontrar una justificación a esta iliquidez en el escaso interés que despierta en los inversores institucionales por lo volátil de los resultados -dependientes del rendimiento deportivo- y la dificultad que presenta este sector a la hora de realizar estimaciones de valor para la toma de decisiones de inversión.

Una de las principales motivaciones de una sociedad al negociar sus acciones en el mercado secundario es proporcionar a los inversores liquidez suficiente y así facilitar que éstos se animen a adquirir sus títulos. Mediante esta mecánica, si la compañía presenta unos resultados atractivos, cualquier empresa tiene entonces en la Bolsa una fuente de finan-

ciación. Pero el inversor –especialmente el institucional- busca un rendimiento para el dinero que arriesga. Puede lograr la rentabilidad por dos vías: los dividendos y las plusvalías generadas. Los primeros dependen de los resultados que obtenga la empresa y la política de distribución de resultados de la sociedad. Los segundos, serán consecuencia de las variaciones de precio de cotización del título que, a su vez, están condicionados principalmente por las expectativas de generación de flujos de caja futuros actualizados.

5.2.- ENDEUDAMIENTO A LARGO PLAZO: POSIBILIDADES Y EXPERIENCIAS HISTÓRICAS

Dado que en Bolsa se negocian, además de acciones, otros tipos de títulos, en España, los clubes de fútbol ya han tenido experiencias a la hora de acudir a la Bolsa para obtener recursos financieros. Evidentemente, hasta el momento sólo se ha tratado de títulos de deuda. Según Cueto (1998, 37), tanto el Real Madrid Club de Fútbol como el Club Atlético de Madrid –en la actualidad el segundo ha adoptado la figura de SAD-, acudieron a la emisión de renta fija cotizada en Bolsa para financiar la construcción de sus estadios.

El Real Madrid, para financiar la construcción del entonces denominado estadio de Chamartín, hizo una emisión¹³⁰ de 60.101,21 € en 1944. Al tener como garantía los terrenos y las instalaciones del club, se trató de una emisión de Obligaciones Hipotecarias, que, posteriormente, se completó con otras dos: la primera, en 1946, por importe de 90.151,82 €; y, en 1947, la segunda, por 30.050,61 €. Más adelante, en 1953, hizo una nueva emisión de títulos, en esta ocasión Bonos de Tesorería, por importe de 72.121,45 €. Finalmente, en 1957 y 1960, los títulos emitidos fueron Bonos de Construcción de la Zona Deportiva, por un importe nominal de 150.253,03 € y 180.303,63 € respectivamente (Cueto, 1998; 38-39).

¹³⁰ Las emisiones se realizaron obviamente en pesetas, aunque por razones igualmente obvias las cantidades que figuran recogidas aquí son su equivalente en euros.

El Atlético de Madrid hizo en 1958 una emisión de Obligaciones Hipotecarias Indexadas al coste de la vida. El valor nominal de la emisión era de 601.012,10 € y ésta fue incluida en Bolsa el 2 de mayo de 1961 (Cueto, 1998; 40).

Sin embargo, pese a esos precedentes, en los últimos años, los clubes españoles de fútbol han preferido recurrir a otras fuentes de financiación ajena, especialmente bancarias; y, también, han recurrido al endeudamiento con acreedores diversos. La emisión de obligaciones en Bolsa supone un complicado trabajo administrativo necesario para preparar la emisión que en muchas ocasiones encarece sus costes y aún cuando los tipos de interés sean bajos, tornan poco atractiva esta vía para los clubes. Por otro lado, el recurso a la Bolsa exige una transparencia informativa y una continuada publicidad de estados financieros que, actualmente, no estarían dispuestos a facilitar muchos de los clubes (Deloitte & Touche, 2000 b; 50).

5.3.- ENDEUDAMIENTO CON ENTIDADES FINANCIERAS Y POSICIÓN FINANCIERA DE LOS CLUBES

Morrow (1999) sostiene que, tradicionalmente, la financiación bancaria ha cargado con el peso de la financiación de los clubes de fútbol británicos. Esta financiación, principalmente vía préstamos, se dedica a la construcción y mejora de los estadios e instalaciones de los clubes de fútbol, como no podría ser de otra manera pero también, en buena medida, a la adquisición de los derechos de traspaso de jugadores y al pago de sus salarios.

Las necesidades financieras de los clubes han sido constantes a lo largo de la historia, de ahí su habitual posición de demandantes de fondos. Sin embargo, en 1997 se produjo un cambio en la situación de endeudamiento de los clubes. El nuevo estatus puede explicarse por las inyecciones de tesorería que los clubes británicos recibieron al comenzar a cotizar en Bolsa (hasta doce de los equipos que actualmente cotizan salieron a bolsa entre 1996 y 1997, ver Tabla 5-4). También se produjeron importantes

operaciones de reestructuración de capital en otros clubes no cotizados. Sin embargo, los tiempos de recursos excedentarios fueron efímeros. En la temporada 98/99, los clubes ingleses, en conjunto, volvieron a endeudarse notablemente. En el informe de Deloitte & Touche (2000, a) justifican este endeudamiento por las inversiones en el desarrollo de los estadios realizadas por los clubes de la Premier. Buena parte de los fondos recibidos por el inicio de la cotización se destinaron a este fin. Por otro lado, el aumento de los recursos propios robustecía la situación financiera de los clubes facilitando su acceso a la financiación bancaria.

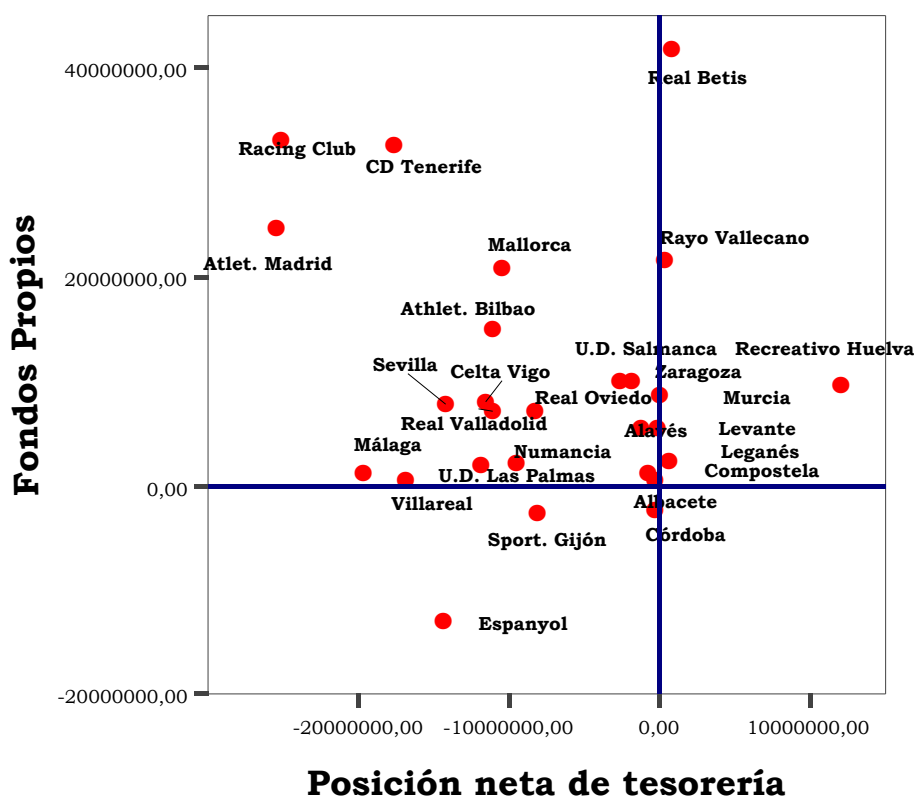
La financiación de los clubes, en Gran Bretaña, varía en función de las categorías en las que participan. Mientras la proporción de recursos ajenos sobre los propios del conjunto de la *Premiere League* es del 42%, ese ratio se eleva al 119% y 349% para la *Division One* y *Two*, respectivamente. Además, aumenta el recurso a la financiación no bancaria según se desciende de categoría (Deloitte & Touche, 2000 a).

Los clubes españoles de Primera División mostraban una situación generalizada de desequilibrio financiero a corto plazo (medido por el Fondo de Maniobra). En cuanto a la financiación a largo plazo, Deloitte & Touche (2000 b) resaltan la fuerte dispersión entre los diferentes equipos de Primera en su análisis de las temporadas 97/98 y 98/99.

Vemos a continuación, con más detalle, cual es la situación del endeudamiento de los clubes de fútbol español. En primer lugar nos centramos en su endeudamiento con entidades de crédito. Para este análisis hemos procedido a ajustar las posiciones de tesorería de los clubes. Es decir, hemos determinado la posición neta que cada club tenía con las entidades de crédito, de manera que dicha posición puede ser deudora o acreedora, en función de si son demandantes netos de recursos o impositores de fondos. El cálculo se ha realizado por diferencia entre la cifra de Tesorería que figura en el balance y las de Entidades de Crédito Acreedoras a Largo y Corto Plazo. No hemos considerado las Inversiones Financieras Temporales aunque es posible que, en algunos casos, se pudieran considerar cuasi-tesorería.

Hemos agrupado los clubes por la división en la que participan en cada temporada. Posteriormente, hemos distinguido entre aquellos con Fondos Propios positivos y saldo neto de tesorería positivo, los endeudados con Fondos Propios positivos y, finalmente, los endeudados con Fondos Propios negativos. En la Tabla A 5-1 se muestran los datos para la temporada 99/00. Por otro lado, hemos representado gráficamente la distribución de los equipos españoles en función de sus fondos propios y la posición neta de tesorería a fin de visualizar la situación de cada club. Se representa en la Ilustración 5-2.

Ilustración 5-2. Mapa de situación de los clubes españoles en función de sus fondos propios y su posición de tesorería¹³¹ (temporada 99/00)



Fuente: elaboración propia

¹³¹ Hemos excluido al Real Madrid y al Barcelona puesto que sus valores son muy diferentes del resto y un problema de escala hacía que no se apreciara la situación del resto de los clubes. El Barcelona se sitúa en el primer cuadrante (posición de tesorería y fondos propios positivos) y el Real Madrid en el segundo (posición de tesorería neta negativa con fondos propios positivos).

5.3.1.- Clubes con Saldo de Tesorería Positivo

Lo habitual en los clubes españoles es que tengan una posición deudora con las entidades de crédito. Sin embargo, hay clubes tanto de Primera como de Segunda División –incluso a título ilustrativo el Murcia militando en 2ª B-, con saldo a su favor. Barcelona, Betis, Rayo Vallecano y Recreativo de Huelva desde la temporada 98/99 a la 00/01 han mantenido una posición positiva de tesorería. El Leganés, que en la temporada 98/99 no informa de su deuda con entidades de crédito, en las dos siguientes también presenta un saldo a su favor. La Real Sociedad pasa de un saldo positivo en las dos primeras temporadas a una importante posición deudora en la 00/01.

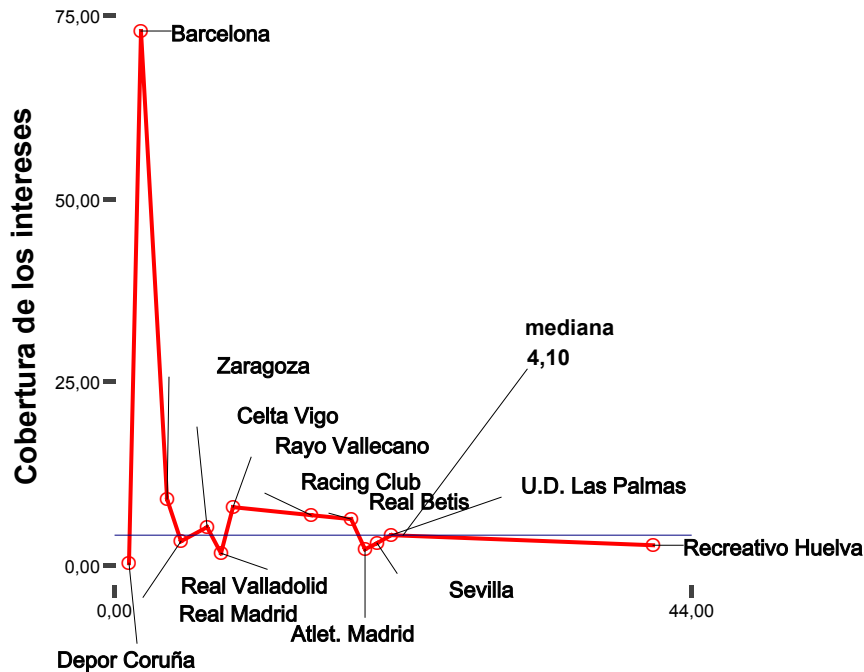
Para este tipo de clubes, no es posible calcular el apalancamiento de tipo crediticio –definido como la relación entre la posición neta de tesorería, en el caso de que sea deudora, y los Fondos Propios-. Pero observamos que su apalancamiento total –calculado según se indica en la nota de la Tabla A 5-1- es bastante inferior al resto de los clubes.

Por otro lado, la cobertura de los intereses con el resultado de explotación ajustado con el beneficio de traspaso de jugadores también es mayor en este tipo de clubes. No obstante, los resultados de los clubes son bastante erráticos y, con ellos, este ratio. Tampoco existe una relación entre los resultados deportivos y la cobertura de intereses. Para contrastar este fenómeno hemos realizado una prueba de rachas. El resultado obtenido es que para los clubes españoles con cobertura de intereses se producen 9 rachas (ver Ilustración 5-3) siendo significativa, por lo que se contrasta que el comportamiento de la cobertura de los intereses no depende de la clasificación: es decir, tiene un comportamiento errático.

Los motivos que explican esta posición varían de unos clubes a otros. El Recreativo de Huelva al final de la temporada 99/00 declara un excedente de tesorería de más de 12 millones de euros y más de 2 millones al final de la 00/01. La transformación del club en SAD el 29 de julio de 1999

supuso una aportación de capital de más de 16 millones de euros originando la citada liquidez.

Ilustración 5-3. Cobertura de los intereses y clasificación en liga



Fuente: elaboración propia

El Barcelona muestra un comportamiento más estable aunque con una tendencia a la reducción de su posición de tesorería que pasa de una media de 1,6 millones de euros en las temporadas 97/98 a 99/00, a 0,9 en la 00/01 y, finalmente, en la 01/02, después de bastantes ejercicios sin utilizar la financiación de entidades de crédito, termina con una posición negativa de 3,9 millones de euros. No extraña mucho esta tendencia si se analizan las inversiones en jugadores realizadas por el club, aumentando, el importe bruto de derechos de adquisición de jugadores en 55,3 y 68,5 millones de euros en las temporadas 00/01 y 01/02 respectivamente.

El Rayo Vallecano manifiesta una posición financiera bastante positiva que, en buena parte, se puede explicar por su empleo de recursos espontáneos. En concreto, en la temporada 99/00, por ejemplo, no tenía deuda con vencimiento superior a los 12 meses y de los casi 14 millones de eu-

ros de Acreedores a Corto Plazo, 10,4 millones correspondían a Administraciones Públicas Acreedoras.

Algo similar ocurre con el Betis. Apenas recurre a las entidades de crédito para su financiación. Por el contrario, en el corto plazo, su principal financiación proviene de los proveedores -59,3%, 64,9% y 36,5% de los acreedores a corto plazo para las temporadas 98/99, 99/00 y 00/01 respectivamente- y de las Administraciones públicas -37,9%, 31,3% y 57,8%-.

5.3.2.- Clubes con endeudamiento con entidades de crédito

La mayoría de los clubes -16 de 20 en Primera División- presenta una situación de endeudamiento con las entidades de crédito. No obstante, dentro de este conjunto, la gama es amplia, desde equipos como el Alavés que sólo en la temporada 99/00 estaba endeudado con instituciones crediticias y por un importe prácticamente irrelevante, hasta el Real Madrid que en la temporada 98/99 duplicaba el endeudamiento con entidades crediticias del siguiente equipo más endeudado, el Valencia; en la siguiente era 2,5 veces el endeudamiento del Deportivo de la Coruña y casi 8 veces el endeudamiento de la media de los clubes; y, en la 00/01 triplicaba la deuda del Valencia. Sin embargo, su situación cambió drásticamente en la temporada 01/02 reduciéndose a 3 millones de euros gracias a los ingresos extraordinarios derivados de la enajenación de la Ciudad Deportiva (nota 20 de la Memoria del Real Madrid CF correspondiente a la temporada 01/02).

En líneas generales, los equipos con endeudamiento presentan un nivel de apalancamiento bancario bastante superior al de los equipos ingleses¹³². Para comprobarlo empíricamente hemos realizado un test de medianas a partir de los datos recogidos en la Ilustración 5-4 e Ilustración 5-5. En ellas se muestra que la mediana del apalancamiento bancario de

¹³² Aunque los valores estimados por Morrow (1999; 111) se calculan sobre el activo neto antes de deducir los préstamos bancarios y las pólizas, y, en consecuencia, resultan inferiores a los calculados por nosotros, aquellos son muy inferiores a los nuestros.

los equipos españoles es muy superior a la de los equipos ingleses y que en España existen valores extraños muy elevados, mientras que en Inglaterra sólo el Leicester presenta un valor extraño.

Ilustración 5-4. Comparativa de apalancamiento bancario entre clubes ingleses y españoles

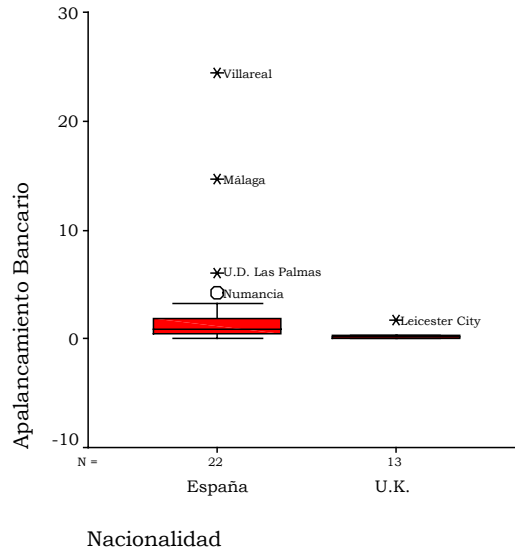
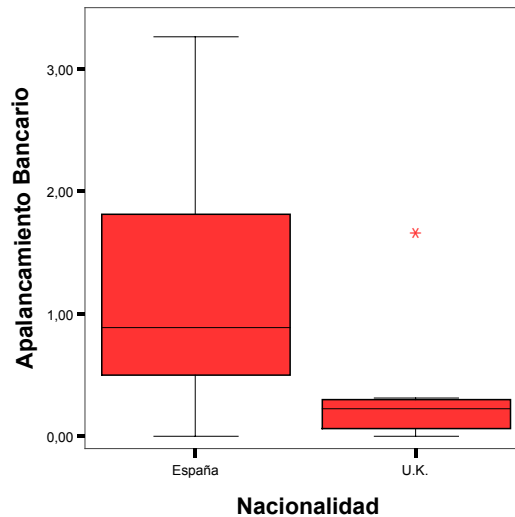


Ilustración 5-5. Comparativa de apalancamiento bancario entre clubes ingleses y españoles (detalle).



Fuente: elaboración propia

Los resultados de esta prueba son que el estadístico normalizado de Mann-Whitney es de $-3,38$ lo cual indica que el test es muy significativo, dato corroborado por las colas de significación que se recojen en la Tabla 5-7.

Tabla 5-7. Resultados de las pruebas no paramétricas

Estadísticos de contraste ^b	
	Apalancamiento Bancario
U de Mann-Whitney	44,000
W de Wilcoxon	135,000
Z	-3,380
Sig. asintót. (bilateral)	,001
Sig. exacta [2*(Sig. unilateral)]	,000 ^a

a. No corregidos para los empates.

b. Variable de agrupación: Nacionalidad

En función del endeudamiento, se puede distinguir entre:

- a) los equipos con niveles de deuda con entidades de crédito inferiores a sus recursos propios, en general los equipos de 2^a (excepto U.D. Las Palmas y Villarreal en la temporada 99/00) y algunos de 1^a;
- b) aquellos con endeudamiento superior a los fondos propios pero sin llegar a duplicarlo, principalmente equipos de Primera División; y
- c) los que poseen niveles de apalancamiento muy elevados. La explicación de estos últimos casos puede encontrarse en una infracapitalización –con escasez de recursos propios, por ejemplo, el Málaga que en la temporada 99/00 amplía capital y, aún así, en la siguiente tiene recursos propios negativos- o en la realización de un importante esfuerzo inversor.

La cobertura de los intereses con los beneficios de explotación ajustados con los procedentes de los traspasos de jugadores, suele ser mejor en los clubes con menor apalancamiento. Al mismo tiempo, son numerosos los clubes que no generan beneficios suficientes para cubrir los gastos de intereses. Este dato resulta llamativo pues las entidades financieras, al analizar los riesgos que asumen con sus clientes suelen examinar este ratio como referencia de la capacidad de recuperación de su inversión.

El apalancamiento total es, lógicamente, más elevado. Considerando los dos tipos de apalancamiento, se puede distinguir entre los equipos que acuden principalmente a la financiación de entidades crediticias y aquellos que recurren a otro tipo de financiación.

Por último, la evolución del apalancamiento de los clubes es difícil de analizar pues depende de los resultados de cada ejercicio que se incorporen a los fondos propios. Sin embargo, es algo más clara la evolución de la posición de tesorería. En la Tabla 5-8 se muestra cómo el 53,6% de los clubes aumentaron su endeudamiento con entidades de crédito o redujeron su posición de tesorería favorable en la temporada 99/00 respecto a la anterior y esa cifra se eleva al 61,5% en la 00/01.

Tabla 5-8. Variación en la clasificación y la posición neta de tesorería (% de clubes).

	99/00			00/01		
	Δ Deuda	∇ Deuda		Δ Deuda	∇ Deuda	
Mejor Clasificación	28,6%	14,3%	42,9%	26,9%	7,7%	34,6%
Peor Clasificación	21,4%	28,6%	50,0%	30,8%	30,8%	61,5%
Igual Clasificación	3,6%	3,6%	7,1%	3,8%	0,0%	3,8%
	53,6%	46,4%	100,0%	61,5%	38,5%	100,0%

Fuente: elaboración propia.

Al mismo tiempo, hemos estudiado si existe alguna relación entre la clasificación y el endeudamiento. Tanto la clasificación en la Liga como su variación en la clasificación están incorrelacionadas o muy poco correlacionadas con la posición neta de tesorería y los cambios producidos en ésta. Sin embargo, hay una cierta concentración de clubes que, para mejorar su clasificación, aumentan su deuda con entidades de crédito –o reducen su posición de tesorería- y clubes que empeoran su clasificación al reducir su endeudamiento. El tercer grupo más numeroso es de los clubes que empeoran su clasificación y se endeudan. Los dos primeros grupos se pueden explicar por la necesidad de invertir y gastar más en jugadores para obtener mejores resultados deportivos. El tercer grupo se explicaría por la necesidad de conseguir fondos que palien las reducciones de ingresos consecuencia de los malos resultados deportivos. Hemos contrastado que existe una asociación lineal significativa entre el cambio en la clasificación y la variación en el endeudamiento mediante un test de independencia χ^2 (ver ANEXO V.3).

En otro orden de cosas, observamos que, en general, las posiciones netas de tesorería, de los clubes de 2ª son muy inferiores a los de la División de Honor. Sin embargo, se produce un salto importante dentro de esta categoría entre los clubes que podríamos denominar “ascensor” y los demás. Por ejemplo, en la temporada 99/00, el endeudamiento de la U.D. Las Palmas, el C.D. Tenerife y el Villarreal, está por encima de los 10 millones de euros y, cerca de esta cifra, también está el Sporting de Gijón. Estos clubes han jugado o juegan en Primera División de forma más o menos habitual. Sin embargo, el resto de los clubes no llega a los 2 millones de endeudamiento. Algo similar se observa en todas las temporadas.

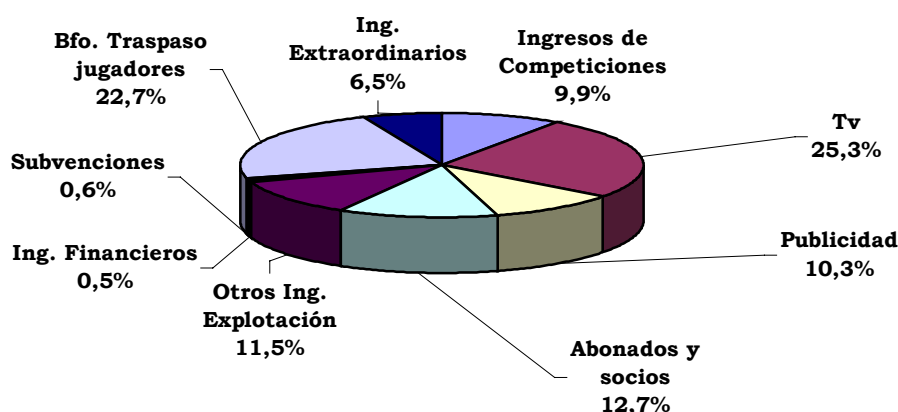
Dentro de los clubes mencionados, también se aprecia una tendencia en el endeudamiento bancario en función de su evolución deportiva. Así, el Villarreal ha ido consolidándose como un club de Primera División en las últimas temporadas; al mismo tiempo, su endeudamiento se ha disparado pasando, de 2,8 millones de euros en la temporada 98/99 -al final de la cual desciende a 2ª- a 16,8 millones en la 99/00 -ascendiendo de nuevo y manteniendo la categoría hasta hoy- y llegando a 25 millones en la 00/01. Por el contrario, el Sporting de Gijón, con larga tradición en la máxima categoría, ha visto como temporada tras temporada se le niega la fortuna para volver a Primera. Coincidiendo con esta trayectoria deportiva, su endeudamiento con entidades de crédito se ha reducido paulatinamente de 9,5 millones de euros en la temporada 98/99 a 8,1 y 5,7 en las dos siguientes.

6.- LAS FUENTES DE INGRESOS DE UN CLUB DE FÚTBOL

Afrontamos el estudio de la actividad empresarial de los clubes de fútbol describiendo, en primer lugar, los ingresos que generan. Para ello, se observan las distintas partidas de ingresos que aparecen en las cuentas de pérdidas y ganancias de los clubes españoles.

En la Ilustración 6-1 se muestra el origen de los ingresos de los clubes de Primera División¹³³ según su naturaleza. Los ingresos procedentes de la venta de derechos de televisión son la partida de mayor peso, superando la cuarta parte de los ingresos totales. En segundo lugar estarían los beneficios procedentes del traspaso de jugadores.

Ilustración 6-1. Distribución de ingresos en clubes de 1ª D. (Temp. 99/00)



Fuente: Cuentas Anuales. Elaboración propia

Los ingresos ligados a las competiciones y la asistencia a los estadios, les siguen en importancia, acumulando un 22'6% entre ambas. Dentro de estas últimas partidas -que analizaremos en primer lugar, por su estrecho vínculo a la función de producción del fútbol- se incluyen conceptos como los ingresos por venta de entradas, participación en competiciones,

quinielas –muy pocos clubes desglosan este concepto- y cantidades percibidas de abonados y socios.

“Otros ingresos de explotación” comprende ingresos procedentes de arrendamientos, cesión de derechos, *merchandising*, cesión de jugadores y otros ingresos.

La publicidad representa un 10% del total de los ingresos. Los ingresos extraordinarios tienen excesivo protagonismo en las cuentas de pérdidas y ganancias de los clubes de fútbol y por eso requieren una breve explicación. Posteriormente, habrá que hacer mención a las subvenciones, tanto a la explotación como de capital que reciben los clubes.

Por otra parte, resulta ilustrativo, observar el peso que, dentro de los ingresos deportivos, tienen las distintas partidas que lo componen, tanto para Primera División como para Segunda¹³⁴. La Ilustración 6-2 muestra como en Primera División, los ingresos procedentes de derechos de televisión tienen mayor peso que en Segunda. Por otro lado, cabe señalar, que según Deloitte & Touche (2000 b, 21) el porcentaje de ingresos de televisión respecto al total de explotación era, para el caso de España en la temporada 98/99, del 51’3%. Esta cifra es algo superior a la obtenida con los datos manejados en este estudio (45’6% para esa temporada). No obstante, sabiendo que las fuentes son diferentes, se puede afirmar que el peso de los ingresos de televisión se ha ido reduciendo paulatinamente en los últimos ejercicios hasta ser del 41’7% en la temporada 00/01. En Segunda División también se aprecia una caída similar.

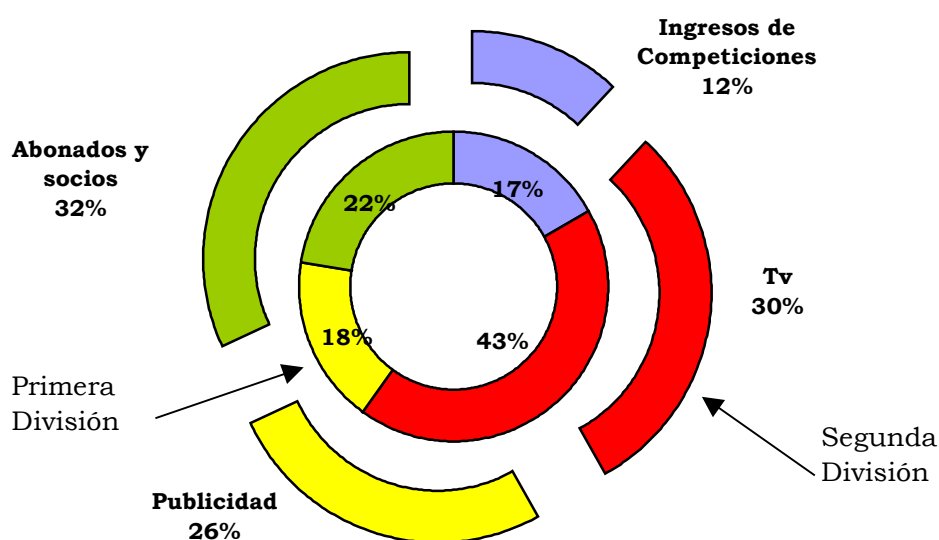
Antes de finalizar esta introducción es preciso destacar que, aunque no figure en ninguno de las citadas ilustraciones, el patrocinio es una fuente considerable de ingresos, sin embargo, se engloba dentro de otros conceptos. Sirva como ejemplo la información facilitada por el Real Madrid:

¹³³ En esta distribución no se incluyen los ingresos de Deportivo de La Coruña puesto que sólo desagrega los ingresos de explotación entre “Ingresos deportivos” e “Ingresos de abonados y socios”.

¹³⁴ En Primera División no se incluye el Deportivo de La Coruña y la distribución de Segunda División se hace a partir de una muestra de 13 equipos.

en la nota de ingresos y gastos de la Memoria del ejercicio anual terminado el 30 de junio de 2002¹³⁵, al desglosar el importe de la cifra neta de negocios, especifica que los ingresos de publicidad son de 22'5 millones de euros y remite a la nota 18 donde se indica que, de ellos, más de 15 millones corresponden a patrocinio de ropa deportiva.

Ilustración 6-2. Distribución de los ingresos deportivos en 1ª y 2ª División (Temporada 99/00)



Fuente: Cuentas Anuales. Elaboración Propia

6.1.- INGRESOS POR ASISTENCIAS A LOS ESTADIOS

Aunque en la actualidad, los ingresos derivados de la asistencia a los estadios, tanto los de competiciones como los de abonados y socios, han perdido importancia relativa frente a otras fuentes de ingresos, no dejan de ser, al menos conceptualmente, una parte fundamental de estos. Directa o indirectamente, el aficionado es la puerta de entrada de casi todas las corrientes de ingresos (Deloitte & Touche, 2000 a; 50). En este sentido resulta gráfica la expresión empleada por Szymanski y Kuypers (1999; 41) al referirse a la venta de entradas como “el pan y la mantequilla del fútbol”. Por su parte, Morrow (1999; 148) recuerda como fueron la prime-

¹³⁵ Ocurre lo mismo en los ejercicios anteriores. Sin embargo, esta información no está disponible en la mayoría de las memorias de los clubes.

ra fuente de ingresos del fútbol, al tiempo que el pago por asistir a los partidos continúa siendo significativo aunque ahora un alto porcentaje se perciba por medio de abonos.

Cada vez más, los clubes buscan incrementar el porcentaje de los abonos respecto a la capacidad de los estadios. La venta de abonos supone ingresos por adelantado reduciendo la inseguridad respecto a los ingresos en esa temporada. Sin embargo, la incertidumbre persiste año tras año. No obstante, los clubes no ignoran la necesidad de dejar localidades sin cubrir con abonados en aras a que se produzca una rotación en los asistentes a los partidos de fútbol que permita aumentar la base de aficionados¹³⁶.

Al analizar los ingresos de los clubes españoles, los denominados de abonados y socios, prácticamente, no presentan posibilidad de equívoco, pues esta partida figura independiente del resto de los ingresos. Sin embargo, por ejemplo, el Real Madrid -parece correcto por la propia naturaleza del ingreso- incluye en esta cifra los designados como “Alquileres de palcos y zonas VIP”¹³⁷.

Tabla 6-1. Conceptos incluidos dentro de taquilla

Real Madrid	taquilla y competiciones ingresos UEFA y FIFA
Barcelona	competiciones: nacionales, internacionales y otras
At. Bilbao	Competiciones
Celta de Vigo	competiciones deportivas torneos amistosos
Valencia	liga competiciones internacionales amistosos

Fuente: Elaboración propia. Cuentas Anuales.

Más complejo es lo sucedido con lo recogido, en este trabajo, como ingresos de taquilla, ya que no todos los clubes emplean la misma terminolo-

¹³⁶ En esta dirección apuntan las declaraciones de José Ángel Sánchez, director general de marketing del Real Madrid (Campos, 2002; 238)

¹³⁷ Resulta llamativo que la cifra correspondiente en la cuenta de pérdidas y ganancias de la temporada 01/02 no coincide con el desglose que hacen en la nota 19 de la Memoria de las Cuentas Anuales por un importe de 1.423 euros.

gía. Así, se citan aquí, a modo de ejemplo, en la Tabla 6-1, conceptos incluidos dentro de “taquilla” por diversos clubes.

Básicamente, se entiende por ingresos de taquilla los obtenidos en las distintas competiciones donde participa cada club. El Barcelona deja claro que el epígrafe de las competiciones internacionales comprende los ingresos contemplados en el art. 24, apartados 02 y 04 de las *Regulations of UEFA Champions League 2002/2003*, es decir, a los ingresos de taquilla, que pertenecen al club. No cabe confusión puesto que en la página 154 de la Memoria correspondiente a la temporada 01/02 especifica que “las retransmisiones y los derechos televisivos incluyen los ingresos derivados de la participación en la Liga de Campeones”. Así, los ingresos de la Liga de Campeones consecuencia de los encuentros disputados (con la prima correspondiente en caso de empate o victoria), al originarse en la negociación colectiva de los derechos de televisión, se aplican a una partida más acorde con su origen.

De cualquier manera, es claro que el aficionado es quien genera directamente los ingresos derivados de las entradas (Deloitte & Touche, 2000 a; 50) que son, a su vez, una combinación de los niveles de asistencia y el precio de las entradas. Queda así planteado el modelo genérico de ingresos de taquilla:

$$(18) \quad \text{TAQ} = f(\text{asistencia}, \text{precio})$$

Por lo tanto, los aumentos en los ingresos de taquilla de un club serán consecuencia de un aumento en la asistencia y/o del precio de las entradas. En esta línea, el crecimiento continuado en los ingresos de taquilla de los clubes de fútbol ingleses, en la década de los noventa, es consecuencia del aumento en la asistencia a los estadios, y en los precios de las entradas (por encima de la tasa de inflación). A su vez, este doble fenómeno, producido simultáneamente, se justifica en el incremento de la demanda por asistir a los partidos en directo y la limitación de la capacidad de los estadios, mientras que el crecimiento de los sueldos de los ju-

gadores no parece ser la causa del aumento de los precios (Deloitte & Touche, 2000 c; 12-13).

Hasta aquí, se han enumerado los factores que condicionan los ingresos de taquillas de forma directa: asistencia y precios. La actuación que los directivos de un equipo de fútbol tienen sobre la afición es indirecta y, como se verá más adelante, son más bien factores exógenos los que le condicionan. Sin embargo, la política de precios de las entradas la suelen establecer los directivos. Por este motivo, en este capítulo profundizamos en el segundo concepto y posteriormente abordaremos, en el capítulo 9, el primero.

6.1.1.- Políticas de precios

Existen dos informes, elaborados por el Grupo de Trabajo sobre el Fútbol¹³⁸ y remitidos al Ministerio de Deportes británico, que aportan una serie de consideraciones importantes sobre la concepción de la política de precios de los clubes de fútbol. Ambos informes difieren en el tratamiento, ya que el denominado “Informe Dos” es emitido por *The Football Association, The FA Premier League* y *The Football League*, a la vista del borrador del “Informe Uno” y tiene una perspectiva más de gestión económica. Algunos de los aspectos destacados por FTF (1999 a) respecto a la política de precios, enunciados como recomendaciones a los clubes, son los siguientes:

- ampliar la gama de precios, de modo que los más caros sirvan para financiar las entradas más baratas,
- no subir los precios de las localidades más baratas por encima de la inflación anual,
- reducir los precios de las entradas a zonas con menor visibilidad,

¹³⁸ *Football Task Force (FTF)*

- ofrecer mejores formas de pago a los aficionados que puedan tener más dificultades económicas siendo más flexibles e imaginativos en la promoción de los partidos menos populares,
- ofrecer entradas a mitad de precio a los menores de 16 años, totalmente escolarizados hasta cubrir el 10% de la capacidad del estadio,
- ofrecer formas de pago aplazado para los abonos,
- limitar el número de abonos para facilitar que puedan asistir aficionados sin capacidad económica para adquirirlos, y
- aumentar el número de entradas disponibles para los aficionados del equipo visitante, siempre que sea posible.

Como es lógico, estas medidas de política de precios están encaminadas a favorecer que los aficionados puedan seguir asistiendo a los partidos, sin perjuicio de que los clubes continúen obteniendo los ingresos necesarios para su actividad. Sin embargo, las instituciones más ligadas al negocio del fútbol matizan que cada club es un negocio individual y debe poder tomar las decisiones que considere oportunas en política de precios teniendo en cuenta factores como el nivel de interés, los costes operativos del club, la visibilidad de los aficionados y la calidad del espectáculo ofrecido (FTF 1999 b, 8). Por otro lado, también resaltan que muchos clubes profesionales ofrecen descuentos a familias, menores, escuelas locales y grupos de la comunidad. Por este motivo, se muestran remisos a aceptar la imposición de las medidas antes enumeradas y abogan por una razonable implantación en función de las características peculiares de cada club. No obstante, resulta de interés que algunas de esas características queden reflejadas en este estudio, pues los clubes españoles las pueden implantar en su modo de gestión o, incluso, algunas ya se vienen realizando.

6.2.- INGRESOS DE ABONADOS Y SOCIOS

Hemos visto la importancia que tienen los espectadores para el negocio del fútbol. Dentro de los asistentes a un partido de fútbol, podemos distinguir dos categorías principalmente: aquellos que pagan la entrada por asistir a ese encuentro en particular y quienes, a comienzo de temporada, reservan una plaza para todos los partidos que el club disputará en su estadio.

La posibilidad de disponer de unos ingresos a comienzo de temporada, garantiza una estabilidad mínima de cara a afrontar la planificación financiera del ejercicio económico. Por este motivo, los clubes buscan atraer a un elevado número de aficionados que paguen por el abono de la temporada. Sin embargo, hay que considerar que los clubes desean ampliar la base de aficionados, en consecuencia, necesitan que existan algunas localidades disponibles para estos espectadores. Esta es la razón para que no ofrezcan como localidades de abono la totalidad de la capacidad del estadio.

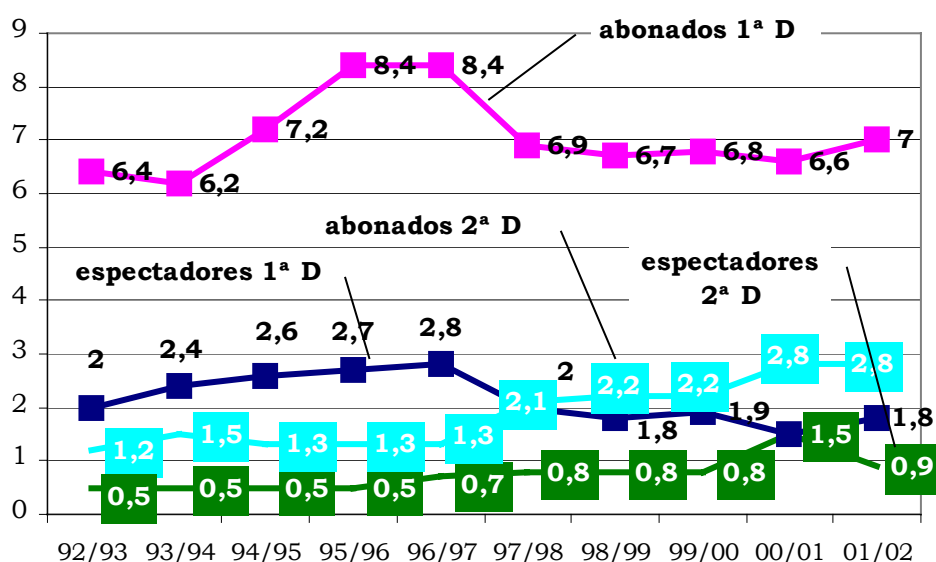
En Inglaterra, existe cierta preocupación por los efectos de la venta de los abonos de temporada, a precios fuera del alcance de los aficionados con rentas más bajas. Por eso, el Grupo de Trabajo sobre el Fútbol recomienda, como se expuso previamente, que los abonos se puedan pagar en varios plazos, sin coste adicional, y que se limite el número de abonos a la venta (FTF, 1999 a).

El equilibrio entre el número de abonos puestos a la venta y las localidades que se dejan disponibles resulta difícil. Algunos dirigentes de clubes han justificado los elevados precios de las entradas fijados para determinados partidos como un premio a aquellos aficionados que pagaron el abono de temporada.

Algunos clubes están intentando implantar el alquiler de las localidades de aquellos abonados que no van a asistir a algún encuentro. De manera que el club y el socio o abonado comparten el ingreso de esa entrada. Con este sistema todas las partes implicadas resultan beneficiadas.

Existe una gran diferencia entre el número de abonados entre la Primera y la Segunda División del fútbol español. En la década que comprende de 1992 al 2002, el número de abonados en primera división ha oscilado entre 6 y 8,5 millones, mientras que en segunda ha alcanzado un techo de 2,8 millones en la temporada 01/02. La evolución de los abonos ha sido dispar entre ambas divisiones (ver Ilustración 6-3). Mientras en Primera se alcanzaron las cotas máximas en las temporadas 95/96 y 96/97, en Segunda, comienza su crecimiento a partir de la temporada 98/99.

Ilustración 6-3. Asistencia a los estadios de fútbol españoles



Fuente: LNFP.

Precisamente, cuando el fútbol crece como negocio, en España, se observa un estancamiento en la asistencia a los estadios. Esto puede ser debido, a los altos precios de las entradas, al aumento de la oferta de ocio alternativo y a la retransmisión de partidos por televisión (LNFP, 2000, 34).

6.3.- INGRESOS POR RETRANSMISIONES

Los ingresos derivados de la retransmisión televisiva de los encuentros de fútbol cobraron una importancia notable en los finales de los 90. La competencia surgida entre las televisiones por hacerse con los derechos televisivos, especialmente con la aparición de nuevas plataformas como las

digitales o alternativas de venta como el “pago por visión”, supuso una afluencia inaudita de fondos para los clubes. Su estructura de ingresos se alteró y condicionó el capítulo de gastos, en particular los ligados a los jugadores (adquisición y remuneraciones).

El incremento de las cantidades que las televisiones destinan a la adquisición de derechos de retransmisión del fútbol ha sido espectacular. Según cita Morrow (1999; 4), mientras el primer contrato por televisar fútbol en Inglaterra¹³⁹ sólo alcanzó la suma de 5.000 libras, en el acuerdo de 1997, las televisiones pagaron a la Premier League 743 millones de libras¹⁴⁰. Algo similar ocurrió en el fútbol italiano, tal como recoge Pons (1999; 3) el valor de los derechos de televisión de la Liga Italiana pasaron de los casi 15 millones de euros pagados por el periodo 1984-87 a algo más de 660 millones por 1996-99.

El fútbol y la televisión han descubierto la sinergia que construyen en común. Para el primero, la segunda supone una incomparable fuente de recursos aportando, en contrapartida, volúmenes de audiencia considerables. No se ha restringido este fenómeno a las competiciones entre clubes, sino que tiene a su vez un destacado relieve en la retransmisión de los encuentros de las selecciones nacionales. Este fenómeno se menciona por lo ilustrativo que resulta al analizar las fuentes de ingresos con las que cuentan los clubes de fútbol. Por este motivo, parece oportuno citar como ejemplo la evolución de los ingresos por cesión de derechos televisivos que ha tenido FIFA en los últimos mundiales. Por los de 1990 percibió 95 millones de francos suizos que ascendieron a 110 por los de 1994 y 135 por los del 98. Finalmente, el grupo alemán Kirch¹⁴¹ se hizo con los

¹³⁹ Dicho contrato data de 1965 y se firmó con la BBC cediendo los derechos para retransmitir los “momentos estelares” de los partidos.

¹⁴⁰ En este caso, el acuerdo se realizó por cuatro años, hasta el 2001, y se cedieron derechos a la *British Sky Broadcasting* por la retransmisión de 60 partidos en directo por temporada por los que ha pagado 670 millones de libras, y a la BBC, que pagó 70 millones de libras por los derechos sobre los “momentos estelares”.

¹⁴¹ El 8 de abril de 2002, Kirch Media, la principal empresa del grupo, presentó suspensión de pagos al no poder hacer frente a los 6.500 millones de euros de deudas (*Expansión*, 9 de abril de 2002, pág. 3). Pocas semanas después, Kirch Pay-TV, empresa del

derechos de los mundiales 2002 y 2006 por 1.300 y 1.500 millones de francos suizos respectivamente (FIFA, 2000).

Sin embargo, la tendencia está cambiando. Las grandes empresas de comunicación, a la vista de lo sucedido con Kirch e ITV¹⁴² están revisando su comportamiento a la hora de pujar por los derechos televisivos y así se está constriñendo esta importante vía de ingresos para los clubes. Al mismo tiempo, las grupos de comunicación han sufrido en sus cuentas de explotación el efecto negativo de los malos resultados deportivos de los equipos por los que han apostado. Puede servir como ejemplo el efecto negativo que tuvo la eliminación en la primera ronda de la selección nacional de Francia en el mundial de Corea-Japón. TF1, la primera cadena de televisión en abierto, pagó 168 millones de euros por la retransmisión de dicho mundial y el que se celebrará en Alemania en 2006. Por otro lado, están los correspondientes gastos de producción y difusión. Como el negocio de la televisión es vender niveles de audiencia a los potenciales anunciantes, dado que Francia no llegó a la final, la tarifa publicitaria que se había fijado en 222.000 euros por un spot de treinta segundos, se rebajó a 100.000 euros. Pero el problema es de mayor alcance, la repercusión se va a trasladar a la negociación de los derechos de los clubes que en la actualidad, y hasta 2004, ostentan Canal + y TPS, pero, a partir de esa fecha, se estimaba que se reducirían¹⁴³. Se calculaba que se rebajaría la puja por los derechos, por los que se habían pagado 380 millones

grupo, matriz de la televisión de pago Premiere, también presentó suspensión de pagos (Expansión, 13 de mayo de 2002, pág. 7).

El grupo llegó a esta situación como consecuencia de una inadecuada estimación de los ingresos que pretendía obtener por la explotación de los derechos sobre los distintos eventos deportivos sobre los que había acaparado los derechos de retransmisión. En concreto, Premiere registró en 2001 unas pérdidas de 989 millones de euros ya que los gastos duplicaron los ingresos.

Sin embargo, los responsables de la liga alemana prevén que, a pesar de todo, no tendrán problemas de liquidez, aunque el grupo Kirch está obligado a pagar 375 millones de euros a los 36 clubes de las dos categorías superiores de la liga. Entienden que los 100 millones de euros que deben recibir en la temporada 2002/03 están garantizados (Expansión, 30 de agosto de 2002, pág. 9).

¹⁴² ITV Digital era el canal de televisión propietaria de los derechos de retransmisión de la *First División* inglesa que suspendió pagos en 2002. El contrato que ha suscrito *British Sky Broadcasting* con la liga inglesa, sustituyendo el de ITV, se ha reducido en un 25% (Expansión, 18 de julio de 2002, pág. 18)

de euros, a una banda entre 250 y 125 millones de euros¹⁴⁴. Sin embargo, al final, el 14 de diciembre de 2002 la liga francesa concedió los derechos de retransmisión por una cifra muy superior a lo previsto, alcanzando los 480 millones de euros. No obstante, Canal +, que fue quien se quedó con los derechos, sólo pujó con 190 millones de euros por los distintos bloques ofertados, mientras que aumentaría 290 millones si se quedaba con la exclusiva.

Los problemas financieros experimentados por las televisiones han repercutido en todas las ligas del continente. Además de los casos aludidos de las ligas francesa e inglesa (en este caso la First Division), la liga italiana ha sido una de las más afectadas: la liga 2002/03 aplazó su inicio al no haber llegado a un acuerdo sobre los derechos de retransmisión de los partidos de fútbol. En este caso, la cuestión se centró en que la RAI, televisión pública italiana, que es quien posee los derechos de los partidos de Copa y competiciones europeas, decidió rebajar a la mitad los casi 89 millones de euros que pagó la temporada anterior por esos mismos derechos¹⁴⁵.

Tras esta panorámica general de lo que suponen los ingresos por derechos de televisión para los clubes, se profundiza a continuación en las distintas facetas que configuran este particular mercado y sus repercusiones en los clubes de fútbol.

6.4.- LA CONTRATACIÓN DE LOS DERECHOS DE RETRANSMISIÓN TELEVISIVA

Existe un amplio debate sobre la forma de contratación de los derechos televisivos. La principal razón de esta discusión está ligada a la propia naturaleza del bien que se negocia: la retransmisión de un encuentro deportivo entre dos clubes, pero, dado que habitualmente ese tipo de confrontaciones están incluidas en una competición –ya sea de liga o de copa, nacional o internacional–, es un evento inserto en un marco específi-

¹⁴³ Cfr. *Expansión*, 12 de junio de 2002, pág. 18.

¹⁴⁴ Cfr. *Expansión*, 18 de julio de 2002, pág. 10.

¹⁴⁵ Cfr. *Expansión*, 30 de agosto de 2002, pág. 9.

co. Así, a la hora de sentarse a negociar, las televisiones se pueden ver abocadas a llegar a acuerdos con un cártel de clubes. No obstante, algunos de los clubes, que participan en las competiciones, especialmente los más poderosos, aspiran a negociar de forma individual para obtener mayores ingresos.

La Comisión Europea, en su planteamiento general sobre el deporte, trae a colación la realidad de que los derechos de televisión son la principal fuente de ingresos de los clubes, especialmente de los más pequeños, puesto que los equipos más importantes, en caso de negociar individualmente, podrían obtener fondos adicionales. De ocurrir esto, se produciría un desfase entre clubes grandes y pequeños que restaría atractivo a la competición. Al mismo tiempo, la venta colectiva de los derechos de transmisión podría representar una restricción de la competencia contraria al primer apartado del artículo 85¹⁴⁶ del tratado de la UE (Comisión Europea, 1998 a; 16). Por lo tanto, existen dos fuerzas enfrentadas:

- la defensa de la exclusividad para una sola cadena de televisión, tan importante para muchos deportes y pequeños clubes, como medio de asegurar la cobertura de las retransmisiones; y
- la posibilidad de que la venta colectiva suponga una restricción de la competencia.

El cuadro descrito inclina la operativa hacia compatibilizar la negociación colectiva de los derechos con las prácticas restrictivas de la competencia –en detrimento de esta última por las especiales circunstancias del deporte-. Mientras la venta de los derechos colectivos puedan proporcionar beneficios a todas las partes implicadas, existe un margen para que los responsables de defensa de la competencia y las autoridades deportivas alcancen acuerdos.

¹⁴⁶ Actualmente es el artículo 81 en su apartado 3 el que establece que la Comisión debe evaluar si los acuerdos que van contra la competencia pueden resultar beneficiosos para el consumidor. En este caso, pueden acogerse a una exención.

Así, según Szymanski (2000; 14 ss.), mientras la Comisión Europea ha impuesto su autoridad sobre los acuerdos de retransmisiones en competiciones internacionales en Europa, las autoridades encargadas de velar por la defensa de la competencia de cada uno de los estados han negociado con los organismos organizadores de las competiciones domésticas. En este sentido, Pons (1999, 16) afirma que no corresponde a las directivas de la Comunidad inmiscuirse en cuestiones que corresponde dirimir a la legislación de los Estados Miembros. Esto se ha materializado en la existencia de diversas opciones según países. He aquí como se arbitra este problema en algunos de los Estados europeos donde el fútbol tiene una mayor repercusión:

- **Alemania:** el Tribunal Federal de Justicia, en 1997, sentenció que los derechos de radiodifusión pertenecen a los clubes, que son sus propietarios naturales. Sin embargo, no se pronunciaba sobre si las federaciones tienen derecho a la propiedad en otras circunstancias. Ante esta indefinición, el Gobierno Federal modificó su legislación antimonopolio contemplando la posibilidad de que la Federación Alemana de Fútbol pudiera vender los derechos de retransmisión de futuras ligas cerradas (Comisión Europea, 1998 a; 16). Como consecuencia, se pueden alcanzar acuerdos colectivos y se ha producido un traspaso total de los derechos de televisión de pago y de PPV.
- **España:** aunque más adelante se describirá con más detalle, cabe resumir la situación actual en que las televisiones autonómicas emiten cada sábado un partido en abierto, una televisión de pago, Canal +, emite un partido los domingos para sus abonados y el resto está disponible para PPV. Los clubes negocian individualmente sus propios contratos (LNFP, 2000; 58). En 2003, se ha producido un pequeño cisma, que amenazó con el retrasar el comienzo de la competición liguera, en la LNFP entre los clubes que pretenden negociar por su cuenta y los restantes, que se han agrupado para vender colectivamente sus derechos.

- **Francia:** el Consejo de la Competencia francés reconoce la posibilidad de exclusividad del campeonato de liga y la legalidad de las ofertas globales. Así, la Liga Francesa ofreció tres lotes: uno para la emisión de dos partidos en exclusiva, otro para un partido y un programa resumen, y, un tercero, para los partidos de pago por visión. En este proceso de negociación, Canal +, realizó una oferta por la exclusividad. Dicha oferta ha sido denunciada por TPS, el otro concursante, y el Consejo de la Competencia ha decidido suspender la concesión.
- **Italia:** el gobierno italiano ha elaborado una legislación para prevenir que cualquier medio de comunicación monopolice el mercado. De manera que ninguna empresa puede controlar más del 70% de los derechos de radiodifusión. Los clubes han optado por la negociación individual de los derechos televisivos para los partidos de competición nacional.
- **Reino Unido:** la *Premier League* continúa realizando la venta conjunta de los derechos y restringiendo las retransmisiones en directo a una reducida proporción del total de los encuentros (sólo 106 de 380). Así, la elección de los consumidores está mucho más limitada que en el resto del mercado europeo. Aunque las autoridades británicas de la competencia han permitido la venta conjunta de los derechos de retransmisión argumentando que este sistema obraba a favor del interés público, la Comisión Europea ha tomado cartas en el asunto al entender que la venta conjunta supone una fijación de precios, que sólo se podría justificar si fuera necesaria para asegurar que todas las partes resultan beneficiadas.

La Comisión entiende que, en el caso de la *Premier League*, se produce la exclusión de medios de comunicación y se reduce la cobertura de los encuentros siendo perjudicado el consumidor. Al mismo tiempo que pone en duda que el sistema de venta de derechos, tal como lo realiza la *Premier League*, garantice la soli-

daridad entre los clubes que participan en las ligas inglesas. Además considera que esa solidaridad se podría conseguir por medio de acuerdos que no dañen a la competencia (IP/02/1951).

- **Holanda:** a raíz del intento de la negociación de los derechos de retransmisión por parte del Feyenoord a un canal de pago, el Ministerio de Economía advirtió a la Federación Holandesa de Fútbol que la venta de derechos colectivos de las retransmisiones colisionaba con las leyes de la competencia e, incluso, la de los “momentos estelares”¹⁴⁷, sosteniendo que se deberían negociar individualmente por cada club (Hoehn y Szymanski, 1999; 212).

6.4.1.- Competiciones domésticas de los clubes de fútbol españoles

La retransmisión de las competiciones deportivas en España, sobre todo del fútbol, tiene una importante relevancia social, hasta el punto que se llegó a debatir en el Parlamento si la retransmisión de un encuentro liguero es o no de interés general. El proceso parlamentario se materializó en la “Ley reguladora de las emisiones y retransmisiones de competiciones y acontecimientos deportivos”, Ley 21/1997, de 3 de julio. Pese a su reducido articulado, en éste aparecen tres conceptos de gran relevancia: el derecho a la información deportiva, el interés general y la titularidad de los derechos de explotación audiovisual.

En primer lugar, la ley establece la existencia de un derecho a la información, en este caso, deportiva que no puede ser cercenado por la cesión de los derechos de retransmisión o emisión (art. 2.1 L 21/1997). Sin embargo, dicha declaración de intenciones quedaría sin efecto si no se arbitran los medios encaminados a facilitar su cumplimiento. Así se hace en el mismo artículo al disponer que los medios de comunicación social podrán acceder libremente a los estadios. La LNFP (2000; 89) entiende que este punto puede resultar abusivo, pues una cuestión son los aspec-

tos noticiables de un encuentro deportivo (que sería el resultado y algunos otros hechos puntuales como, por ejemplo, quiénes fueron los goleadores y en qué minutos se lograron los goles) y otra, que los periodistas entren gratis a los estadios para tomar las imágenes que ellos van a difundir.

No obstante, la LNFP exige, reglamentariamente, que los estadios de los clubes de Primera División cuenten con una dotación mínima de 10 cabinas para retransmisiones de radio y 3 para televisiones, reduciéndose, en el caso de la Segunda División a 4 y 2 respectivamente (art. 17 del Reglamento LNFP). Lógicamente, dichas instalaciones tienen una orientación de negocio más coherente con el planteamiento defendido por la propia LNFP.

Consecuencia del derecho a la información, los clubes no obtendrán contraprestación económica alguna por las imágenes que se ofrezcan en los telediarios, si la duración de los resúmenes emitidos es inferior a tres minutos por partido (art. 2.2 L 21/1997). De este modo, los clubes se ven privados de ingresos derivados de la retransmisión de los resúmenes de los partidos, siempre y cuando dichos extractos se emitan en programas informativos con carácter general –no pueden ser programas exclusivamente deportivos- y no excedan el límite temporal fijado en tres minutos. El problema se ha agravado cuando las televisiones, a la vista del atractivo de la información deportiva, han ido ampliando la proporción de tiempo, dentro de los programas informativos, dedicada a los resúmenes. Actualmente, la mayoría de las cadenas, emplean, a diario, unos quince minutos en cada telediario a la información deportiva. Los días de jornada liguera, especialmente los domingos, además, suele coincidir con un menor caudal de información general con lo cual el peso de los deportes –en concreto el fútbol- se hace mayor. Así las cosas, parece difícil que una televisión se plantee pagar por algo que puede obtener gratis. Sin embargo, todavía existen cadenas que confeccionan sus programas específicos

¹⁴⁷ El término inglés es *highlights* y consiste en un resumen muy amplio de los partidos.

con amplios resúmenes y reportajes sobre los encuentros de la jornada liguera.

Por otro lado, la ley va aún más allá en el caso de las emisiones de radio, pues especifica que para ellas no existe limitación temporal (art. 2.2 L 21/1997). Así se ha eliminado la posibilidad de obtener ingresos de las emisoras de radio. El perjuicio económico para los clubes ha sido considerable pues no debería olvidarse que en las temporadas 93/94 y 94/95 la LNFP firmó acuerdos con seis cadenas de radio por los que, a cambio de la retransmisión en directo y el uso de las instalaciones de los estadios a tal efecto, percibió importantes ingresos (LNFP, 2000; 90).

En segundo lugar, junto con el derecho a la información deportiva, el otro aspecto consagrado por la ley de retransmisiones deportivas es el de interés general. Los legisladores entienden -en consonancia con el sentir de la Comisión Europea que, de acuerdo con los Estados miembros elabora cada año un catálogo de acontecimientos que deberán ser emitidos en abierto- que existen competiciones deportivas que, por su relevancia y trascendencia social deben estar al alcance del público en general. El art. 4 de la Ley 21/1997 define las competiciones que se catalogarán de interés general y establece que se incluirán en el correspondiente Catálogo que se elabora al comienzo de cada temporada. Para que un acontecimiento pueda ser incluido en dicho catálogo deberá considerarse que:

- tiene suficiente atractivo para la audiencia de las radios y televisiones,
- es importante dentro del ámbito deportivo nacional, y
- la competición tiene tradición.

Cuándo un acontecimiento es calificado de interés general se ha de garantizar que se emite en abierto y para todo el territorio del Estado. En concreto, para el caso del fútbol, el art. 5.1 detalla que se considerará de

interés general un encuentro para cada jornada de liga o copa. Establece la condición de que haya un operador de televisión que esté interesado en la retransmisión y, al mismo tiempo, éste tendrá derecho preferente de elección frente a operadores que emitan en otro sistema. Esta restricción, que sólo se da en España, se puede traducir en una disminución de los ingresos de televisión para los clubes. Por este motivo, desde la LNFP se critica la ley, planteando por qué no se incluyen en el Catálogo a comienzo de la temporada los encuentros que se consideran de interés general y quién debería abonar la diferencia de ingresos respecto a lo que se ingresaría por pago por consumo¹⁴⁸ (LNFP, 2000; 91).

Por último, en el art. 3 se cita a los titulares de los derechos de explotación audiovisual y, lejos de concretar quiénes son, enumera como posibles titulares a los clubes, sociedades deportivas, operadores o programadores. Es precisamente este punto de la titularidad de los derechos, en donde existe una interesante discusión, en cierta medida enunciado previamente. Palomar y Descalzo (2001; 108) abordan esta cuestión con amplitud y señalan que es distinto el valor de un partido oficial de uno amistoso. La calificación de oficial, dentro de una competición, genera un valor añadido que se traduce en un valor comercial. Por este motivo surge la cuestión de quién es el propietario de las competiciones y quién puede disponer sobre las explotación de los derechos derivados de las mismas. En el caso de que se entienda que los derechos de explotación corresponden a la Liga y, en consecuencia, ésta pretenda la negociación conjunta de los derechos, aparece entonces la posible colisión con las leyes de defensa de la competencia.

A este respecto, tal como manifiestan Palomar y Descalzo (2001; 117-125) la situación en España se caracteriza por su falta de definición legal. En primer lugar, la Ley del Deporte -aunque en su Disposición Transitoria

¹⁴⁸ La ley define el pago por consumo (art. 6.1 L 21/1997) como “el abono de las contraprestaciones económicas fijas y variables establecidas por la recepción individualizada de determinados programas o retransmisiones”. Es lo que generalmente se conoce, en la terminología inglesa, como *pay per view* (PPV) o, traducido literalmente, pago por visión.

Tercera concreta que, mientras dure el Plan de Saneamiento, la Liga percibirá los derechos que generen las retransmisiones por televisión de las competiciones organizadas por ella- no especifica nada en el sentido de quienes son los titulares de los derechos, salvo por el periodo mencionado. Dado que el Plan de Saneamiento ya se había cancelado a comienzos de 1998, tal como recoge la introducción del Real Decreto 258/1998, de 20 de febrero, parece que la gestión de los derechos económicos de las retransmisiones, reconocida por la Disposición Transitoria de la Ley del Deporte, deja de corresponder a la Liga. No obstante, cabe concluir que, si la Ley del Deporte, para un periodo determinado, afecta los derechos económicos de la retransmisión de partidos a la Liga, los titulares de los derechos son los clubes. Sin embargo, esta deducción no deja de ser una interpretación. En segundo lugar, por otro lado, cabe plantearse si los derechos, derivados de la oficialidad, corresponden a la Federación o a la Liga. Tanto en Liga como en Copa, la RFEF es la que confiere el carácter de competición oficial, aunque cuando existe un organismo como la LNFP, que organiza la Liga, cabría pensar que se produce una cesión de derechos. Así, para los partidos de Liga, la titularidad de los derechos económicos podrían ser reclamada por la LNFP, mientras que los de Copa se atribuirían a la RFEF. No obstante, la LNFP, al detallar los artículos o actividades sobre las que se reserva el derecho de la explotación comercial, deja entrever que permite que la negociación de los derechos de televisión se negocien individualmente por sus miembros¹⁴⁹.

6.4.2.- Competiciones internacionales de los clubes de fútbol españoles

Así como en el ámbito español, la LNFP ha cedido ante los clubes para que éstos puedan negociar por su cuenta los derechos de televisión¹⁵⁰, no

¹⁴⁹ Esta postura contrasta claramente con la tomada por la ACB. Ésta exige a los clubes participantes en la Liga ACB que cedan en exclusiva e irrevocablemente los derechos de televisión de los partidos que organice (Palomar y Descalzo, 2001; 124).

¹⁵⁰ Aunque ha pretendido alcanzar un acuerdo entre sus miembros para realizar una negociación colectiva con el fin de tener más fuerza y que se beneficiaran los clubes más pequeños, no ha podido evitar que Real Madrid, Barcelona, Deportivo y Atlético de Ma-

ocurre lo mismo con la UEFA y con la FIFA. En lo que respecta a la primera, sus estatutos establecen que la UEFA y sus asociaciones, respecto a los encuentros que se celebran en su ámbito, “detentan el derecho exclusivo de autorizar las retransmisiones audiovisuales o radiofónicas, así como cualquier otra explotación y distribución por medio de soportes visuales o de sonido, sean en directo o en diferido, completos o en extractos”¹⁵¹. De manera que exige a los clubes que participen en las competiciones organizadas por ella que reconozcan la titularidad de los derechos de retransmisión. Esto no supone que los clubes vayan a dejar de percibir cantidad alguna por su participación pues la UEFA compensará a los clubes participantes a través de los sistemas que se fijen. Actualmente, la UEFA, para la Liga de Campeones, establece unas cantidades a pagar a cada equipo en función del resultado que obtengan en el encuentro. Las cantidades pagadas tienen su origen en los ingresos generales que la UEFA consigue de la venta de derechos.

A pesar de lo anteriormente expuesto, la negociación de la venta de los derechos de televisión de forma conjunta por parte de UEFA no ha sido admitida pacíficamente por las autoridades comunitarias. El camino recorrido hasta la situación actual ha sido tortuoso. El 1 de febrero de 1999, la UEFA solicitó que se notificara que su actividad –de venta conjunta de los derechos comerciales de la Liga de Campeones- no recaía bajo lo dispuesto en el artículo 81.1 o, en caso de no ser así, acogerse a la exención prevista en el artículo 81.3 del Tratado de la Unión. La Comisión notificó, en ese momento, que la UEFA estaba autorizada a la venta exclusiva de los derechos comerciales de la Liga de Campeones (OJEC, 2002/C 196/3).

Sin embargo, se produjeron reclamaciones por parte de terceros. Ante estas quejas la Comisión, siguiendo el procedimiento habitual, solicitó a la UEFA que aportara argumentos para continuar con el sistema de ne-

drid firmaran acuerdos por su cuenta. Aún así pretende negociar de forma conjunta el resto de los derechos de los clubes que aún no han vendido sus derechos.

¹⁵¹ art. 47 Estatutos UEFA.

gociación conjunta de los derechos comerciales. Las aclaraciones presentadas por la UEFA no satisficieron a la Comisión, entre otras razones, por considerar que los motivos aducidos, principalmente, de solidaridad y equilibrio deportivo entre asociaciones ricas y pobres, no resultara tan claro que se logaran a través de esta vía. Es más, los terceros implicados sostenían, y ésta fue la argumentación que convenció a la Comisión, que la venta conjunta conducía a la inflación de los precios y a menos fútbol televisado (OJEC, 2002/C 196/3). Así las cosas, la Comisión incoó, el 19 de julio de 2001, un procedimiento de investigación sobre la venta de los derechos de retransmisión de la Liga de Campeones. La Comisión descubre indicios de incompatibilidad con la normativa comunitaria de la competencia en que se vendan todos los derechos de televisión, tanto en abierto como de pago, a un único operador en un territorio, por un periodo de varios años, y en exclusividad (IP/01/1043).

En el pliego de objeciones presentado por la Comisión a la venta conjunta se apunta que -aún reconociendo que la UEFA puede ser considerada como copropietaria de los derechos comerciales de la Liga de Campeones- tal como se plantea, restringe la competencia en dos niveles:

- horizontal, impidiendo a los clubes que desarrollen acciones comerciales por su cuenta para la explotación de sus derechos; y
- vertical, al otorgar una sola licencia, en exclusiva, a un operador de televisión en cada Estado miembro.

Además, sostiene que los dos elementos de restricción de la competencia, combinados entre sí, tienen un efecto potenciador de dicha restricción (OJEC, 2002/C 196/3).

Cómo los efectos derivados de la venta centralizada ponían en peligro el acceso al fútbol en televisión, la Comisión tomo cartas en el asunto al entender que:

- sólo los grandes medios de comunicación pueden aspirar a explotar los derechos televisivos;

- se impide satisfacer la demanda de las televisiones;
- se podría retrasar la incorporación de las nuevas tecnologías a la transmisión de imágenes de los encuentros de fútbol; y, en consecuencia,
- se limita la cobertura televisiva del fútbol.

Al mismo tiempo que se aprecia que la venta conjunta no garantiza la solidaridad entre los clubes (IP/01/1043). Como el fútbol es una de las principales fuentes de ingresos para las televisiones –las que emiten en abierto a través de la publicidad que origina y las de pago por medio de los abonados- si se permitía la contratación en exclusiva para cada territorio, se dificultaría en extremo la entrada de nuevos operadores de televisión.

Dadas las objeciones de la Comisión, en noviembre de 2001, la UEFA remitió a la Comisión un primer escrito de réplica, y, posteriormente, en enero, marzo y mayo del año siguiente, las líneas maestras de la nueva política. Este régimen de contratación se plantea de modo global incluyendo, no sólo, los derechos de televisión, sino también los de radio, Internet, UMTS, y derechos en soportes como DVD, VHS y CD-Rom. Al mismo tiempo que proponía una segmentación de esos derechos para dar cabida a que varios operadores pudieran pujar (OJEC, 2002/C 196/4).

El interés de las negociaciones y del resultado final de los “paquetes” ofertados por la UEFA y aprobados por la Comisión, bien merecen un estudio detallado. A este menester dedicamos el siguiente apartado.

6.5.- NEGOCIACIÓN CONJUNTA DE DERECHOS TELEVISIVOS: MECANISMOS DE TRASLADO

En los escritos de la UEFA quedaba de manifiesto que ese tipo de negociación beneficiaría a las otras partes implicadas, en especial a los aficionados. Por este motivo, el 17 de agosto de 2002, la Comisión se pronunció favorablemente hacia la venta conjunta de los derechos de difusión de las fases finales de la Liga de Campeones publicando en el Boletín Oficial

de la Comunidad Europea la notificación del acuerdo. Fruto de las propuestas de la UEFA ante los requerimientos de la Comisión surgió un documento sobre “Acuerdos sobre Derechos de Televisión”¹⁵². En él, se articulan hasta catorce paquetes de derechos a negociar que incluyen desde la retransmisión de partidos en directo por televisión o por Internet hasta archivos de encuentros o resúmenes en distintos formatos como CD-Rom, DVD o VHS. Para cada uno de estos paquetes se detalla su disponibilidad, la territorialidad y las condiciones de venta.

Con el formato de la Liga de Campeones para la temporada 2002/2003, hay un total de 157 encuentros sobre los que se puede negociar la cesión de los derechos. En la Tabla 6-2 se muestra esquemáticamente el número de partidos que se disputan en cada fase para poder ser elegidos según los diferentes paquetes establecidos por UEFA.

Tabla 6-2. Número de partidos para cesión de derechos

Fase	Nº de equipos	Partidos por jornada	Jornadas	Nº total de partidos
Primera Fase	32	16	6	96
Segunda Fase	16	8	6	48
Cuartos	8	4	2	8
Semifinal	4	2	2	4
Final	2	1	1	1
TOTAL				157

Fuente: Regulations of the UEFA Champions League 2002/2003. Elaboración propia.

La UEFA ha diseñado un sistema de oferta por medio de paquetes con el objeto de garantizar el mayor volumen de ingresos posibles, pero al mismo tiempo, que la cobertura televisiva sea amplia y pueda llegar a la mayoría de los aficionados. La Comisión Europea ha velado por esto, así como por garantizar que los diferentes operadores de televisión interesados pudieran acceder a la retransmisión de partidos. Evidentemente, aquellos que paguen más tendrán ventaja a la hora de la selección de encuentros –hablando de la retransmisión televisiva en directo–.

¹⁵² *Tv rights agreement. European Commission & UEFA.*

El primero de los paquetes ofrecidos por UEFA a los operadores de televisión –pueden acudir tanto televisiones en abierto como de pago- es el denominado “Oro”. Los días de partido, los adjudicatarios de este paquete eligen el partido que quieren retransmitir en directo. Además, en la primera y segunda fase, pueden televisar otro encuentro, en directo o en diferido, con dos horas de retraso, que será elegido en tercer lugar. En cuartos de final y en semifinales también tienen la primera opción al elegir. Finalmente, el titular de este paquete será el que tenga los derechos para la retransmisión de la Final de la Liga de Campeones. Por otro lado, también adquieren los derechos sobre los resúmenes de los partidos adquiridos. En total, este paquete, comprende los derechos sobre treinta y un partidos. Hay que tener en cuenta que en Europa hay exclusividad para cada Estado para la retransmisión de los partidos. No existe esa exclusividad territorial para los derechos de los resúmenes.

El segundo de los paquetes ofrecidos responde al nombre de “Plata”. En este caso, una vez que el adjudicatario del paquete Oro hace su primera elección, este operador tiene la segunda opción, y en las dos primeras fases también tiene la cuarta opción. Por otro lado tiene derechos para hacer uso de los resúmenes desde la medianoche del jueves. Las características de territorialidad son iguales a las del paquete Oro. El total de partidos sobre los que adquiere los derechos es de treinta –uno menos que en el Oro al no tener derechos sobre la Final-.

Dado que el número total de encuentros es de ciento cincuenta y siete, que el paquete Oro tiene derecho a treinta y uno, y el paquete Plata a treinta, quedan disponibles los derechos de noventa y seis partidos para los paquetes cuatro y cinco. Así, el primero de éstos está destinado a las televisiones de pago y a las de pago por visión para su retransmisiones en directo, con exclusividad en un contexto territorial –para Europa-. Las características de este paquete se complican, pues los derechos de los partidos que UEFA no venda pueden ser vendidos por el club local que participe en uno de los partidos no elegidos en las cuatro primeras opciones. El paquete cinco también está destinado a televisiones de pago y de pago

por visión para emisión en directo. Este paquete se vende por los clubes locales de acuerdo con las siguientes condiciones:

- que los derechos no hayan sido vendidos por la UEFA en un mercado nacional dado;
- que no colisionen con otros partidos. Para ello los clubes que vendan los derechos de este paquete lo notificarán a la UEFA para que ésta se asegure de que las líneas generales comerciales y de retransmisión se respetan.

El paquete tres vende diez minutos por partido de todos los partidos. Está disponible desde quince minutos después del final de los partidos, la noche en que estos se celebran hasta los seis días siguientes. Está destinado a televisiones que emiten en abierto y de pago.

Finalmente, conviene destacar que los paquetes Oro y Plata pueden ajustarse según las características de cada mercado. El paquete tres, de resúmenes, puede desdoblarse en función de cada mercado en paquetes de Martes y Miércoles.

El proceso de venta, después de los acuerdos alcanzados con la Comisión Europea, se realiza mercado a mercado, es decir, para cada Estado por separado, y los distintos operadores cualificados¹⁵³ podrán, durante un plazo determinado de tiempo –alrededor de un mes, aunque se establecen periodos independientes para cada país–, enviar sus ofertas¹⁵⁴ para los diferentes paquetes (<http://www.uefa.com>).

Tal y como se ha expuesto, la Comisión Europea accedió a la negociación conjunta por parte de la UEFA de los derechos de televisión, después de un año de negociaciones, gracias al cambio de la estrategia de venta de

¹⁵³ La UEFA entiende que, a los efectos de la presentación de ofertas, un operador es cualificado si es una televisión que adquirirá la licencia para retransmitir en todo un territorio y que dispone de los medios y recursos adecuados para retransmitir partidos de la Liga de Campeones (<http://www.uefa.com>).

¹⁵⁴ Se habla de un proceso de Invitación a la Oferta, ya que se invita operadores a que realicen las suyas. En los documentos de UEFA, este proceso se conoce por el acrónimo de la expresión inglesa “*Invitation to Tender*” (ITT) (<http://www.uefa.com>).

los derechos, a raíz del Informe de Objeciones enviado por la Comisión el 19 de julio de 2001. Se elimina el sistema monopolístico, donde se producía la venta a un solo operador, mediante la segmentación de la oferta de los derechos. Además, se suprime el sistema de sub-licencias, y los acuerdos, válidos para tres años y de forma individual para cada territorio, se firmarán directamente entre UEFA y las cadenas¹⁵⁵. Junto a estas medidas para evitar los conflictos con las leyes antimonopolio, un elemento fundamental para que la Comisión accediera a este tipo de negociación fue que el marketing centralizado de los derechos es esencial para mantener la solidaridad en el fútbol europeo.

El mantenimiento de la solidaridad se consigue a través del trasvase de parte de los ingresos de los derechos de retransmisión de la competición a:

- a) las asociaciones miembros de UEFA;
- b) las ligas que no están representadas en la Liga de Campeones;
- c) los clubes que son eliminados en las fases previas;
- d) las ligas representadas en la Liga de Campeones para desarrollar programas para jóvenes de esas ligas y sus clubes.

De acuerdo con el artículo 24.7 de la Normativa de la Liga de Campeones 2002/2003, los ingresos obtenidos de los derechos de los 157 partidos correspondientes a las dos primeras fases, los cuartos, las semifinales y la final se distribuirán según decida, al comienzo de la temporada, el Comité Ejecutivo. Pero, como regla general, el reparto se hará como sigue:

- el 75% de los ingresos totales generados por los contratos firmados por la UEFA se destinarán a los 32 clubes que toman parte en la primera fase, incluyendo un 5% que se pagará a las ligas que tengan un representante o más en la primera fase. El dinero procedente de este porcentaje se distribuye a través de las aso-

¹⁵⁵ Según declaraciones de Philippe Le Floch, director de marketing de la UEFA, el 5 de junio de 2002 y recogidas en <http://www.uefa.com>.

ciaciones nacionales para programas destinadas al desarrollo de los jóvenes y la cantera.

- El 25% restante, la UEFA los destinará a cubrir los costes de organización y administrativos, así como a los pagos solidarios a asociaciones, ligas y clubes. De este porcentaje se extraerán las cantidades para pagar a las ligas que no tienen representación en la Liga de Campeones, y los clubes eliminados en las fases previas y que se incorporan a la segunda ronda de la Copa de la UEFA. Se paga un bonus especial a los campeones de liga que no se clasifican a la primera fase de la Liga de Campeones.

Los ingresos generados que excedan los 800 millones de francos suizos se distribuirán así:

- a) 82% para los 32 equipos que participan en la primera fase,
- b) 18% los retendrá la UEFA para aplicarlos a los destinos previstos en el segundo apartado.

El reparto de las cantidades destinadas a los 32 clubes que participan en la primera fase de la Liga de Campeones se descompone en dos tramos:

a) Cantidad Fija:

- cada uno de los clubes recibe una cantidad de partida;
- además, por cada partido disputado cada equipo recibe un bonus;
- sobre estas cantidades hay que sumar una cantidad por ganar y, en caso de empate, esa cuantía se reparte entre los dos clubes. Las primas para las dos primeras fases suelen ser iguales;
- las primas para los ocho cuartofinalistas son superiores, aumentan para los semifinalistas, el subcampeón y el campeón.

Tabla 6-3. Pagos a los equipos participantes en la UCL 2000/01

(datos en millones de francos de suizos)

Fecha de pago	Tipo de pago	Cantidad por club	Total
octubre	-bono inicial (1'5mill para cada uno de los 32 equipos)	1,5	48
	-bono por partido de la primera fase (0'5 mill por partido - 6 partidos por club)	3	96
noviembre	-primas por los encuentros de la primera fase (0'5 mill por victoria / 0'25 mill por empate)	0 - 3	48
	- 50% <i>market pool</i> (140 millones) (porcentaje fijo basado en la clasificación final en las ligas domésticas)	según mercado	140
marzo	-bono por partido de la segunda fase (0'5 mill por partido - 6 partidos por club)	3	48
	-primas por los encuentros de la segunda fase (0'5 mill por victoria / 0'25 mill por empate) 48x0,5 mill	0 - 3	24
mayo	-prima a los cuartofinalistas (4 mill por equipo)	4	32
	-prima a los semifinalistas (5 mill por equipo)	5	20
junio	-prima de la final (10 mill al campeón y 6 mill al subcampeón)	6 ó 10	16
	- 50% <i>market pool</i> (139 millones restantes)	según mercado	139
TOTAL		mín. 4'5 máx. 32'5 (*)	611

(*) no incluye las cantidades del *market pool*

Fuente: www.uefa.com

Así, cada equipo tiene garantizado un mínimo (4'5 millones en la temporada que se usa como ejemplo y que se muestra en la Tabla 6-3) pudiendo aumentar notablemente en función de los resultados. Esto independientemente de lo que obtenga de taquilla y de su participación en el market pool.

En noviembre de 2002, la UEFA hizo el pago correspondiente a la cantidad inicial, al bono por partidos disputados en la primera fase, las primas y el 50% de los pagos del market pool. La cifra ascendió a 277 millones de euros (<http://www.uefa.com>).

b) Market pool:

Es una cantidad que se distribuye según el valor proporcional de cada mercado televisivo representado por los clubes que participan en la Liga

de Campeones y que se divide entre el número de equipos que provienen de cada asociación. En definitiva, se tienen en cuenta los contratos televisivos que se firman en cada mercado. Lógicamente, parece razonable que los equipos de los países donde las televisiones estén dispuestas a pagar mayores cantidades sean recompensados pues ellos son los que generan la audiencia de esas televisiones.

- La mitad de la cantidad correspondiente a este market pool que representa el valor de cada mercado se reparte entre los clubes, de acuerdo con los resultados previos en su correspondiente campeonato nacional. En la Tabla 6-4 se recoge, a modo de ejemplo, el reparto efectuado, en función de los equipos de los distintos países en la temporada 2000/01. Conviene tener en cuenta que, en esa cita de la Liga de Campeones, el Real Madrid pudo participar gracias a que la temporada anterior había sido Campeón de Europa. Eso supuso un cambio en la atribución de porcentajes para los equipos de la liga española: al campeón de Liga y al Real Madrid se les asignó un 30% del reparto a cada uno, al subcampeón un 25% y al tercer clasificado el 15%.

Tabla 6-4. Criterio de reparto del market pool de tv temporada 2000/01

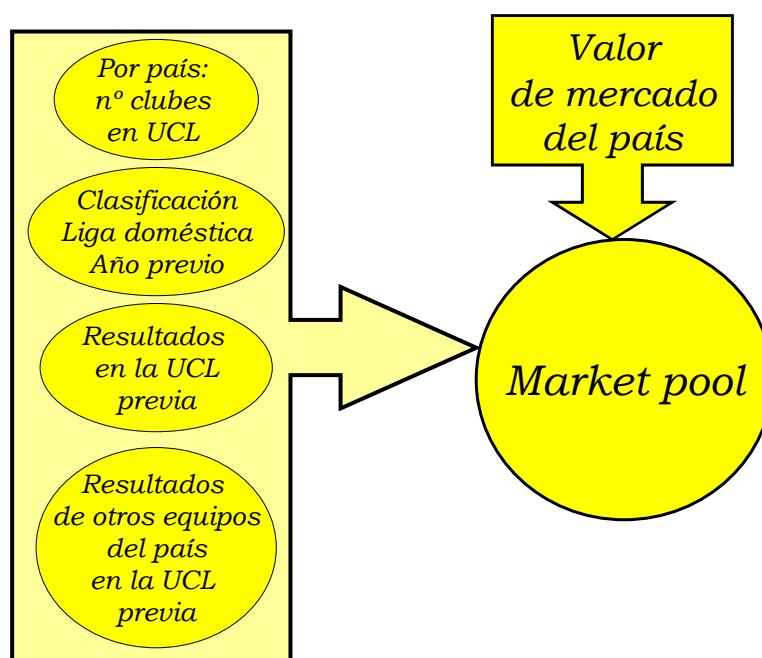
	4 equipos	3 equipos	2 equipos	1 equipo
Campeón	40%	45%	55%	100%
Subcampeón	30%	35%	45%	
Tercero	15%	20%		
Cuarto	15%			

Fuente: www.uefa.com

- El resto se pagará en proporción al número de partidos que cada equipo haya disputado en la edición precedente de la Liga de Campeones.

En la Ilustración 6-4, se esquematizan los factores que condicionan el porcentaje ligado a la parte proporcional al mercado que percibe cada club. Por un lado, está el valor del mercado televisivo de una determinada liga y, por otro, aspectos relacionados con los resultados previos de los clubes, directa o indirectamente, tanto en competiciones nacionales como en la propia Liga de Campeones.

Ilustración 6-4. Factores que determinan el market pool.



Fuente: elaboración propia.

El sistema de reparto seguido por la *Premier League* inglesa es similar, aunque con ciertos matices. Así, como cita Morrow (1999; 5), los ingresos procedentes de la televisión se distribuyen según lo previsto por el artículo 8.1 de las normas de la *Football Association Premier League*, estipulando que:

- el 50% de los ingresos se repartirá equitativamente entre los clubes de la *Premier* (los equipos que hayan descendido en los dos últimos años recibirán la mitad de esa cantidad, es el denominado paracaídas (Gerrard, 2002 b));
- el 25% se divide en función de los méritos: basados en la clasificación final de la temporada; y
- el 25% restante se destinan, como pago por los gastos originados por los partidos retransmitidos y se dividen a partes iguales entre los dos clubes.

Con la nueva negociación de la cesión de los derechos televisivos de los equipos españoles se ha producido una especie de cisma. Un grupo de

clubes contrataron la cesión de sus derechos individualmente. Entre ellos figuraban los clubes con más peso en la liga: Real Madrid, Barcelona, Deportivo, Valencia, Atlético de Madrid, etc. Sin embargo, el denominado G-30 que agrupaba a todos los clubes de Segunda y ocho de primera, ha finalizado negociando un contrato conjunto por el que esos clubes percibirán 84, 88 y 92 millones de euros por cada una de las tres siguientes temporadas. La distribución se realizará de la siguiente forma: el 52% se repartirá entre todos a partes iguales, el 29% en función de la audiencia, un 11% dependiendo de la clasificación de las últimas temporadas y el 8% según la clasificación de la última temporada¹⁵⁶.

Completamos la explicación de este sistema con la asignación de ingresos que sigue la liga inglesa. Tomamos como referencia esta liga pues probablemente sea el modelo de negociación hacia el que se encaminarán los clubes españoles si consiguen ponerse de acuerdo a la hora de negociar conjuntamente los derechos televisivos de la retransmisión de los partidos de liga. En la Tabla 6-5 se recoge la distribución de los ingresos de televisión que la *Premier League* hizo entre los clubes participantes.

Se puede apreciar como los ingresos tienen distintas procedencias. Los equipos con unos mejores resultados deportivos, al final de la temporada, son los que tienen unos ingresos superiores en razón a esos méritos.

Por otro lado, la columna que aparece como “tasas” recoge los ingresos derivados del número de encuentros que se han retransmitido de cada equipo. Parece lógico que aquellos clubes que tengan un mayor número de apariciones televisivas tengan también unos ingresos superiores.

Finalmente, está la cantidad fija que garantiza a cada uno de los clubes unos ingresos. Dicha cantidad es un mínimo. Posteriormente, su atractivo, consecuencia de su juego, hará que sus ingresos puedan acrecentarse.

¹⁵⁶ Según se informa en MARCA del 26 de agosto de 2003, pág. 17.

Tabla 6-5. Reparto de ingresos de derechos de tv. Premier League 98/99

Clasif. 98/99	Equipo	Apariciones en tv			Ingresos (miles de libras)			
		BSkyB	BBC	Total	Méritos	Tasas	Fijo	Total
1	Manchester Utd.	11	16	27	3.708	3.630	3.544	10.882
2	Arsenal	12	15	27	3.523	3.893	3.544	10.960
3	Chelsea	10	9	19	3.337	3.149	3.544	10.030
4	Leeds Utd.	5	5	10	3.152	2.432	3.544	9.128
5	West Ham Utd.	4	9	13	2.966	1.407	3.544	7.917
6	Aston Vila	8	11	19	2.781	2.623	3.544	8.948
7	Liverpool	8	12	20	2.595	2.650	3.544	8.789
8	Derby County	4	3	7	2.410	1.243	3.544	7.197
9	Middlesbrough	6	7	13	2.225	1.933	3.544	7.702
10	Leicester City	4	3	7	2.039	1.243	3.544	6.826
11	Tottenham Hotspur	6	9	15	1.854	1.987	3.544	7.385
12	Sheffield Wednesday	4	4	8	1.669	1.270	3.544	6.483
13	Newcastle Utd.	6	6	12	1.483	1.906	3.544	6.933
14	Everton	4	5	9	1.298	1.298	3.544	6.140
15	Coventry City	3	7	10	1.112	1.062	3.544	5.718
16	Wimbledon	5	4	9	927	1.561	3.544	6.032
17	Southampton	3	7	10	742	1.062	3.544	5.348
18	Charlton Athletic	4	8	12	556	1.380	3.544	5.480
19	Blackburn Rovers	6	7	13	371	1.933	3.544	5.848
20	Nottingham Forest	4	4	8	185	1.270	3.544	4.999
Subtotal					38.932	38.932	70.887	148.751
	Barnsley						1.744	1.744
	Bolton Wanderers						1.744	1.744
	Crystal Palace						1.744	1.744
	Sunderland						1.744	1.744
Total					38.932	38.932	77.865	155.729

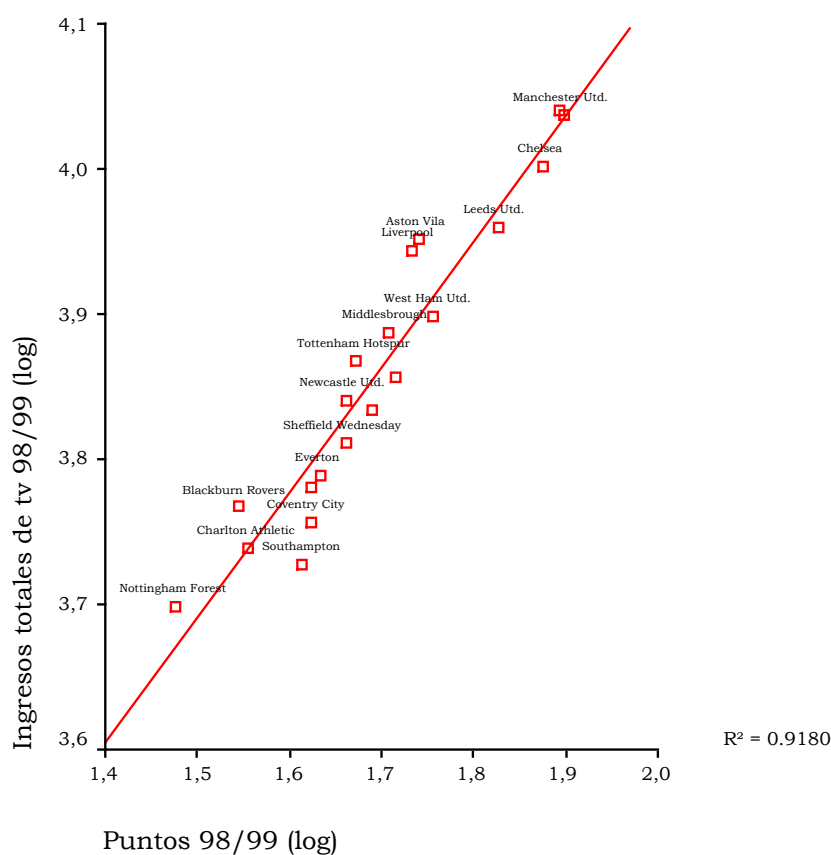
Fuente: Deloitte & Touche, www.rsssf.com, elaboración propia

Un aspecto relevante es el pago de un 50% de la cantidad fija que se hace a los equipos que han descendido en las dos últimas temporadas. Estos ingresos juegan un papel importante para evitar posibles crisis financieras de consideración para los clubes que pierden la categoría. La diferencia de ingresos de televisión entre los equipos de las más altas categorías respecto a las inmediatamente inferiores es abismal. Las estimaciones de Deloitte & Touche (2000 a; 53) apuntan a que un club de la *Premier League* puede tener unos ingresos superiores más de ocho veces a los de un club de la *First División*.

Aunque, tal y como queda explicado, los ingresos de los clubes dependen en un 25% de los méritos y en otro 25% de las apariciones en televisión.

El mérito es una función del resultado deportivo del equipo. Dicho resultado se puede medir según distintos factores como la clasificación, los puntos conseguidos, el número de victorias, los goles metidos o la diferencia de goles. Algunas de estas medidas son estimadores pobres de los ingresos de televisión por méritos, mientras que otras tienen un comportamiento bastante bueno. Así, empleando la regresión lineal, el indicador más débil sería la “diferencia de goles” que presenta nivel explicativo poco superior al cuarenta por ciento ($R^2 = 0'4304$); algo mejor se comporta la variable “goles a favor” con un R^2 de 0'4892. La “clasificación de la temporada”, transformándola, apenas explica los ingresos por méritos en un 50%. Los “partidos ganados” elevan el nivel de explicación hasta el 61'9%, mientras que el logaritmo de los puntos de la temporada explican este tipo de ingresos en casi un noventa y cinco por ciento ($R^2 = 0'9454$).

Ilustración 6-5. Relación ingresos de tv y puntos conseguidos en liga inglesa (temporada 98/99)



Fuente: elaboración propia.

Los ingresos por la cesión de las instalaciones, en la Tabla 6-5 mencionados como tasas, son función de las apariciones en cada una de las cadenas poseedoras de los derechos televisivos. No obstante, esta parte de los ingresos se explica bien a través de la variable “total apariciones”. El nivel de explicación es del 85’24%.

Finalmente, se puede afirmar que los ingresos totales de los clubes de fútbol inglés se explican bien por los puntos obtenidos en la temporada. Así, en la Ilustración 6-5 se aprecia claramente la elevada -casi un 92%-relación lineal existente entre los logaritmos de ambas variables. Este hecho simplifica la estimación de los ingresos de la televisión a partir de una sola variable. Más adelante, se analizará el comportamiento existente en el caso de los clubes españoles.

6.6.- PUBLICIDAD, PATROCINIO Y MERCHANDISING

La publicidad, el patrocinio, el *merchandising* e incluso la explotación de la marca son vías de ingresos que cada vez cobran una mayor importancia en el negocio del fútbol. Puede resultar difícil separar claramente que parte de los ingresos corresponde a cada una de estas fuentes. Por ese motivo, las estudiamos de forma conjunta. Dentro de estos ingresos se incluyen diferentes categorías que, según Barajas y Fraiz (2003, 254) se pueden agrupar en:

- publicidad en vallas, banquillos, terreno de juego, videomarcadores, estadios, etc.;
- patrocinio de la publicidad canalizada en prendas deportivas o elementos necesarios para la competición;
- patrocinio de ropa deportiva;
- venta de productos bajo la marca del club;
- explotación de instalaciones asociadas a la marca del club.

La publicidad que se genera en torno al fútbol no revierte, al menos directamente, en su totalidad en los clubes de fútbol. Es más, gran parte del

volumen de gastos de los anunciantes irán a los medios de comunicación: televisión, radio y prensa (LNFP, 2000). Las televisiones, principalmente, en función de los esos ingresos, plantearán sus ofertas para hacerse con los derechos de retransmisión. Por ese motivo, a los efectos de este estudio, interesará exclusivamente aquel tipo de publicidad que revierte directamente en los clubes. Los soportes publicitarios de los clubes van desde las equipaciones deportivas (lo consideraremos patrocinio) hasta los diferentes espacios físicos de los estadios, e incluso el propio estadio cediendo su nombre a algún patrocinador.

Por otro lado, la repercusión de los medios de comunicación es importante a la hora de estimar el valor de la capacidad de generar ingresos por publicidad y patrocinio de un club. En este sentido, el presidente del Millwall, al analizar los efectos de la quiebra de ITV Digital, manifestaba su preocupación, no sólo por la reducción de ingresos directos, sino también por la reducción del valor del perímetro publicitario y del patrimonio corporativo¹⁵⁷.

En España, el peso de la publicidad respecto al conjunto de los ingresos de los clubes de fútbol ha aumentado de forma paulatina en las últimas temporadas, pasando desde el 3,6% de la temporada 97/98, tanto en Primera como en Segunda División, hasta el 17,1% en la 01/02, también en ambas categorías. Los importes absolutos también han sido crecientes. Sin embargo, la evolución en cada club ha sido heterogénea. La mayoría de los clubes han experimentado un crecimiento en los ingresos de publicidad hasta la temporada 00/01 reduciéndose el importe de los mismos en la siguiente. No obstante, algunos clubes como el FC Barcelona experimentaron un importante incremento de sus ingresos de publicidad en la temporada 01/02. Su crecimiento, y el de algunos otros, hace que el conjunto aumente. Otro hecho a tener en cuenta es la reducción de los ingresos por publicidad que sufren los clubes que descienden de categoría. El ejemplo más llamativo es el del Atlético de Madrid.

Desde el punto de vista de la gestión del patrimonio intangible del club, interesa que los gestores sean conscientes de las diferentes expectativas de las empresas o instituciones a la hora de invertir en publicidad, patrocinio o *merchandising* en un club de fútbol.

El patrocinio, al aparecer, ante los potenciales clientes, como menos descaradamente comercial que la publicidad convencional, se puede beneficiar de esta imagen. Por el contrario, la duración del impacto del mensaje decae dramáticamente en los eventos patrocinados (Bennett, 1999; 292).

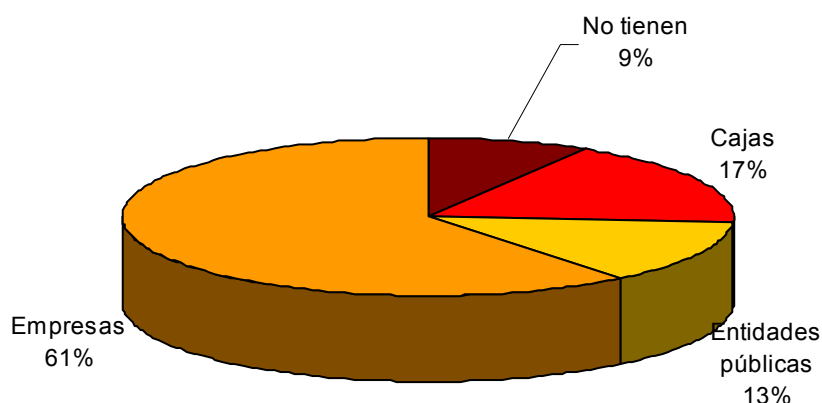
Al mismo tiempo, Meenaghan (1983, 1991, 1999) distingue entre patrocinio y mecenazgo¹⁵⁸. El segundo implica un apoyo financiero realizado de forma desinteresada y sin que el benefactor espere rendimientos a través de la publicidad. El patrocinio, sin embargo exige una contribución, a corto o largo plazo, al éxito comercial de la entidad patrocinadora. Esta distinción tiene relevancia en el caso del fútbol español. Analizando los patrocinadores que aparecen en las camisetas de los clubes en España, se observa que en numerosos casos las instituciones públicas o semipúblicas asumen el papel de patrocinadoras de los clubes de fútbol de su ámbito geográfico.

En la Ilustración 6-6 se muestra como en Primera División del fútbol español, un 30% de los clubes tenían como patrocinadores a entidades públicas o cajas de ahorros. A su vez, este tipo de entidades financieras están estrechamente vinculadas con sus Comunidades Autónomas. Por otro lado, un 9% por ciento de los clubes no tienen patrocinador. En concreto, el Barcelona FC y el Athletic Club de Bilbao siguen una política por la cual no han querido “manchar” sus camisetas con el nombre de un patrocinador. No obstante, los cambios en las directivas y las dificultades económicas le han llevado a replantear su línea de decisión al respecto.

¹⁵⁷ Informe del Presidente, Theo Paphitis, adjunto a los estados financieros de 2002. Obtenidos del servicio RNS de la *London Stock Exchange*.

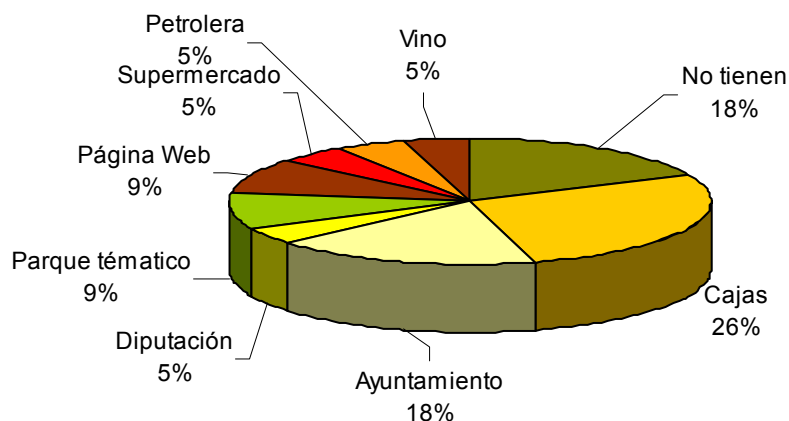
¹⁵⁸ Los términos utilizados por Meenaghan son “*sponsorship*” y “*patronage*”. Por las características que atribuye a uno y otro, hemos optado por traducirlos por patrocinio y mecenazgo respectivamente.

Ilustración 6-6. Tipo de patrocinador (1ª Div. Temporada 01/02)



Fuente: Expansión 25/8/01. Elaboración propia

Ilustración 6-7. Tipo de patrocinador (2ª Div. Temporada 01/02)



Fuente: MARCA. Elaboración propia

La situación en Segunda División es más clara (Ilustración 6-7). Casi un 20% de los clubes de la categoría no había conseguido ningún tipo de patrocinador al comienzo de la temporada 01/02. El problema, en este caso, es la falta de atractivo para las empresas y la carencia de apoyos institucionales dispuestos a sufragar los gastos del club. Además, casi la mitad de los clubes tenían como patrocinador a cajas, ayuntamientos o diputa-

ciones. Pensamos que este sería un caso más próximo al mecenazgo que al patrocinio.

El patrocinio deportivo se haya ampliamente extendido ya que ofrece un elevado grado de impacto visual al beneficiarse de una amplia cobertura en prensa y televisión, abre la posibilidad de alcanzar nuevos nichos de mercado en otras comunidades o países y posee la capacidad de romper barreras culturales (Bennett, 1999; 292). Es lo que lleva a Olkkonen (2001; 317) a describir al patrocinio como una red de intercambio de valor añadido. Las áreas de esa red han sido estudiadas por Barajas y Fraiz (2003; 255).

No todos los clubes atesoran la misma proporción de atractivo para los medios de comunicación, para el público y, en consecuencia, para los patrocinadores. Es más, algunos clubes tienen un alcance mediático limitado por sus resultados, por su entorno socioeconómico, etc. En estos casos su potencial negociador queda notablemente reducido y, en consecuencia, el volumen de ingresos de esta vía.

El patrocinio de un club de fútbol presenta diversas alternativas. Unas de carácter directo y otras indirectas. Howard y Sayce (2002) hablan de patrocinio de las camisetas y de las competiciones. Estas últimas responden a un perfil de patrocinio indirecto y resultan fruto de una negociación conjunta, revirtiendo finalmente en cada uno de los clubes. Se trata del patrocinio de una competición, ya sea de carácter nacional o internacional. En algunos casos, el patrocinio de la competición ha llegado a suponer el denominar dicha competición con el nombre del patrocinador como ocurre en el caso de la Copa Intercontinental: *Toyota Cup*. Sin embargo, lo más frecuente es que los patrocinadores oficiales de la competición se limiten a insertar su publicidad en las retransmisiones deportivas que patrocinan, o en los paneles de las salas de prensa, etc., indicando su condición de “patrocinador oficial”. Al igual que ocurría con los derechos de televisión, los organismos que realizan la negociación conjunta posteriormente trasladan a los clubes su parte correspondiente de los ingresos.

La principal fuente de patrocinio directo, y la más habitual en el fútbol español, es la ligada a la aparición en las camisetas de los jugadores. Quizás se podría entender que es publicidad convencional, con la cesión de un espacio concreto para el anunciante. De hecho, el reglamento de la LNFP, en su artículo 30 afirma que las SAD y los clubes participantes en las competiciones que organiza la LNFP “podrán utilizar publicidad en las prendas deportivas que utilicen sus jugadores”. Matizando, hasta el extremo de regular, que la publicidad del patrocinador no podrá superar los 200 centímetros cuadrados y que figurará en la parte delantera de las camisetas con una altura máxima de las letras de 10 centímetros¹⁵⁹. También la UEFA regula con detalle los aspectos referentes a la publicidad de los patrocinadores de las camisetas (artículo 16 de las *Regulations of the UEFA Champions League 2002/2003*).

Los patrocinadores procuran que sus nombres y logotipos aparezcan, además de en las camisetas de los jugadores, en otros elementos de la equipación, en el perímetro del terreno de juego, en los programas de los partidos, y en espacios de gran visibilidad en el estadio como los videomarcadores. Uno de los objetivos es conseguir la identificación de su marca o sus productos con el club patrocinado. Es frecuente la consecución de esta meta. Incluso se puede llegar al extremo de que muchos jóvenes aficionados identifican las camisetas auténticas con aquellas donde aparece el nombre correcto del patrocinador (Howard y Sayce, 2002).

Los clubes han de procurar seleccionar bien a sus patrocinadores pero, al mismo tiempo, éstos han de ponderar los efectos de la elección de quienes van a ser su imagen frente al gran público. Un comportamiento desafortunado por parte del patrocinado puede traducirse en un perjuicio para el patrocinador. A su vez, pueden surgir efectos indeseados al provocar una reacción negativa hacia una empresa y sus productos en los aficionados de otros clubes. El importe que un club podrá obtener de los

¹⁵⁹ Con la iniciativa del Alavés de exhibir publicidad en la parte trasera de los pantalones de los jugadores, se armó un importante revuelo. Sin embargo, actualmente son varios los equipos que emplean este soporte para anunciar a sus patrocinadores.

patrocinadores dependerá de los aspectos mencionados y algunos otros como: el potencial de mercado del club -ligado a su población y su proyección exterior-, el número de socios, la asistencia al estadio, la historia y el prestigio del club, el perfil de los aficionados, los resultados deportivos, el modelo de gestión del club y la exclusividad del patrocinio (LNFP, 2000; 40).

El coste del patrocinio de las camisetas variará notablemente entre unos clubes y otros. Mientras, como hemos visto, la mayoría de los clubes de Segunda División y los más pequeños de Primera tienen grandes dificultades para encontrar un patrocinador, los clubes más poderosos elevan las cifras a pagar por patrocinar el equipo hasta el punto de que sólo grandes empresas multinacionales pueden plantearse insertar su publicidad en esas camisetas. Por ejemplo, la publicidad de la camiseta del Manchester Utd, para un periodo de cuatro años, le supone a Vodafone un importe de 30 millones de Libras¹⁶⁰ (Burnett y Rennardson, 2002).

Una posible práctica para alcanzar las cifras previstas de ingresos por patrocinio consiste en obtener contratos de patrocinio en función de las competiciones en las que se participa. Así, a modo de ejemplo, hasta 2005, *Tele +* patrocina a la Juventus en los encuentros de la Liga Italiana, los entrenamientos y los partidos amistosos. En esas ocasiones sus jugadores vestirán ropa deportiva con el logotipo de dicho patrocinador. Además goza de los derechos prioritarios de publicidad en el estadio y en la revista del club. Sin embargo, para la Copa de Italia y las competiciones de la UEFA, el patrocinador es el operador de telecomunicaciones *Tu Mobile* (IMI, 2001).

Al mismo tiempo, existe un tipo particular de patrocinio practicado por empresas fabricantes de material deportivo. En este caso, el club cede su imagen a la firma deportiva a cambio de la equipación de sus jugadores y técnicos, de todas las categorías, y el pago de una cantidad fija más una variable en función de las ventas (LNFP, 2000; 38). Este tipo de patrocini-

nio podría denominarse como “técnico”, en el sentido de que por medio del suministro de un material imprescindible para la práctica del deporte, se obtiene una vía de promoción de sus productos. No se restringe a la ropa deportiva, cabe otro tipo de bienes que permitan a los patrocinadores figurar como patrocinadores oficiales. Los jugadores y técnicos vestirán la prendas, beberán determinadas bebidas, etc. y el público identificará esos productos con sus ídolos.

Las grandes multinacionales como Nike, Adidas, Lotto, Puma, Umbro, etc. han pujado por equipar a los equipos estrella de las diferentes ligas europeas. Especial importancia ha tenido el desembarco de Nike en el fútbol. Ha firmado contratos millonarios con clubes como el Manchester Utd. En noviembre de 2000, sustituyó a Umbro como patrocinador de las equipaciones deportivas y del *merchandising* del club. Por ese acuerdo se convirtió en patrocinador oficial del Manchester, suministrador de la equipación oficial, fabricante, promotor y vendedor de los productos licenciados con la marca registrada Manchester United. Por los derechos de la licencia, Nike pagó 302,9 millones de libras¹⁶¹ por un periodo de 13 años. Menos cuantioso es el contrato que el FC Barcelona tiene firmado con la misma empresa, en este caso para la creación de una línea de prendas deportivas –exceptuando el calzado– para las competiciones y entrenamientos. El contrato, actualmente en vigor y hasta la temporada 07/08, supone un mínimo garantizado de 11,5 millones de dólares (Memoria del FC Barcelona temporada 01/02).

Finalmente, hay que hablar del *merchandising*: los clubes comercializan en el mercado todo tipo de artículos con la marca del club. El principal producto para la venta es el uniforme del club. En este caso, la venta de las camisetas estará ligada a su patrocinador técnico. Pero, cada vez más, aparecen numerosos artículos diversos desde relojes, a vajillas, pasando por perfumes o material de papelería.

¹⁶⁰ Casi 50 millones de euros.

¹⁶¹ Cerca de 500 millones de euros.

Una decisión relevante para un club es si va a gestionar directamente su *merchandising* o lo va a ceder a alguna empresa (LNFP, 2000; 40). El club recibirá una cantidad por la cesión de los derechos –pudiendo existir una parte fija y otra variable-, en el primer caso, y en el segundo percibirá unos royalties por el volumen de ventas realizadas.

Las posibilidades de negocio por esta vía varían bastante en función de las características de los clubes. Desde la Liga de Fútbol profesional distinguen cuatro categorías de clubes:

- a) con gran potencial como el Real Madrid y el Barcelona¹⁶²;
- b) en los que supone una importante fuente de ingresos y pretenden potenciarlo. En este grupo estarían clubes como Valencia, Atlético de Madrid, Deportivo de La Coruña, Athletic de Bilbao;
- c) consideran que es una actividad de menor relevancia para la economía del club. Los ingresos se multiplican las temporadas con buenos resultados. El número de artículos que ofrecen es escaso y lo suelen ofrecer en tiendas propias ubicadas en las cercanías del estadio. Lo constituyen el resto de los equipos de Primera División y algunos de Segunda;
- d) los restantes equipos de Segunda tendrían muy pocos ingresos de esta actividad (LNFP, 2000).

Uno de los aspectos en los que el desarrollo del *merchandising* ha tenido más repercusiones ha sido el de la venta de equipaciones del club. Relacionado intrínsecamente con el patrocinio técnico, la venta de camisetas, en concreto, ha evolucionado recientemente de una actividad limitada a una importante industria. Los clubes y los fabricantes de prendas deportivas han hallado un importante filón de ingresos: los aficionados quieren

¹⁶² El FC Barcelona tiene firmado un acuerdo con Nike Europe BV por el que el club le otorga el derecho exclusivo de licencia y comercialización de ciertos productos. También ha cedido la explotación de “la Botiga” (tienda oficial). Como contraprestación recibió, a la firma del contrato en febrero de 2002, 5 millones de euros y además percibirá un mínimo de 2,3 millones de euros por temporada más un variable ligado a los beneficios de Nike Europe BV por el contrato (Memoria del FC Barcelona 01/02).

vestir las camisetas de sus ídolos. El éxito de este tipo de *merchandising* radica en que los aficionados quieren comprar los productos de su club y vestirlos con orgullo, como una expresión de lealtad y apoyo. En ese sentido, los clubes de fútbol cuentan con la inestimable ventaja de la firme resolución de su aficionado de consumir sus “productos”, algo que no ocurre con el resto de los consumidores (FTF, 1999 a). Smith (1997) ejemplifica este efecto resaltando que ningún padre sugiere a su hijo que compre la camiseta de otro club porque está de oferta.

En una encuesta elaborada por *Sir Norman Chester Centre* sobre esta materia, concluyen que casi el 75% de los aficionados que asisten a los estadios han comprado la camiseta oficial en las últimas dos temporadas, de ellos, la mitad pensaban que el precio era bastante caro y casi el 30% que era muy caro. Además, los aficionados se manifestaban a favor de que se mantuvieran, al menos, tres temporadas. Así, sugieren que las equipaciones deportivas de los clubes tengan un periodo mínimo de vigencia e, incluso, que figure en las etiquetas la fecha de la próxima renovación (FTF, 1999 a).

No obstante, los clubes tienen un punto de vista diferente. Teniendo en cuenta que, según Howard y Sayce (2002), vestir las camisetas de los clubes se ha convertido en una moda y, por ese motivo, establecer un periodo mínimo de vida útil para las equipaciones puede ir en contra de los deseos de los aficionados cuando las camisetas, chándales y otras prendas de los clubes, se ha convertido en prendas vestidas de forma habitual, no sólo cuando se practica deporte o se acude al estadio. Un tipo de medida como ésta, no permitiría adecuarse a los cambios en la moda ni a las innovaciones en la confección (FTF, 1999 b).

Por otro lado, el hecho de que una camiseta sea la réplica exacta de la que luce un jugador la avalora. Este es uno de los motivos por los que debe figurar el número y el nombre del jugador en la camiseta. Pero, al mismo tiempo, los derechos potenciales de *merchandising*, a obtener por un club una vez que incorpora a su disciplina a determinado jugador,

van a incluirse en las negociaciones de los derechos de traspaso a pagar por ese jugador.

En España, el Athletic de Bilbao ha llevado hasta las últimas consecuencias la explotación de su marca en su orientación de *merchandising*. Desde septiembre de 2002, treinta comercios venden la marca Athletic Club, con una oferta de prendas que incluyen la ropa de entrenamiento, juego y paseo del primer equipo. En esa fecha trabajaban unas 35 referencias de ropa deportiva y productos para mujeres. El objetivo era alcanzar alrededor de 80 en 2003. Para la manufactura de estas prendas llegan a acuerdos con diferentes fabricantes y orientan su penetración en el mercado a través de la equipación de sus equipos filiales y de otras disciplinas deportivas (Athletic Club, Informe para los Socios Compromisarios 01/02).

6.7.- AYUDAS PÚBLICAS

Las ayudas públicas al fútbol en España tienen un peso inusual en las finanzas del fútbol. En el fútbol inglés, apenas si existen este tipo de ayudas. De hecho, entre las entradas de tesorería de los clubes de la *Premier League*, no aparecen ingresos con este origen. Sólo para los equipos de la *Football League*, registran importes procedentes de ayudas de la *Premier League* (Deloitte & Touche, 2002). En el caso español, estas ayudas se materializan, fundamentalmente, en forma de subvenciones o a través de las apuestas deportivas del Estado.

6.7.1.- Subvenciones

Aunque dentro de las partidas de subvenciones, los clubes incluyen diversos conceptos –alguno de ellos claramente inapropiados–, en líneas generales, las administraciones públicas contribuyen notablemente al sostenimiento económico de los clubes de fútbol españoles. Las subvenciones representa una forma de ayuda financiera directa. Pero habría que añadir los ahorros que supone disfrutar de estadios municipales y que las corporaciones públicas se hagan cargo de los gastos de mantenimiento o mejoras.

En la Tabla 6-6 se reflejan los importes correspondientes a las subvenciones a la explotación y en capital de los equipos de Primera División. El volumen de fondos recibidos es bastante elevado, pero se observa que las subvenciones a la explotación tuvieron un máximo en la temporada 99/00, mientras que las subvenciones en capital han crecido de forma constante en el periodo.

No obstante, el peso de las ayudas públicas canalizadas en forma de subvenciones es mucho más elevado en los equipos de Segunda División. Las subvenciones de explotación representan entre el 0,3% (temporada 01/02) y el 0,5% (temporadas 97/98 y 99/00) de los ingresos de agregados de los clubes de Primera División. Sin embargo, su importancia relativa se eleva considerablemente en los equipos de Segunda llegando a representar el 4,2% en la temporada 99/00. Algo similar ocurre con las subvenciones en capital que en Segunda alcanzaron una importancia relativa del 8,4% de los ingresos en la temporada 99/00 frente al 0,6% de los clubes de Primera División en la temporada 01/02.

Tabla 6-6. Subvenciones¹⁶³ recibidas por los equipos de 1ª Div. (miles €)

Temporada	Subvenciones Explotación	Subvenciones en Capital
97/98	2.980,83	681,98
98/99	2.513,33	1.412,08
99/00	3.540,97	2.234,21
00/01	2.748,44	2.299,72
01/02	2.488,47	5.741,98

Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales

6.7.2.- Apuestas Deportivas del Estado

La popular quiniela corresponde con las Apuestas Deportivas del Estado o Apuestas Mutuas Deportivo Benéficas. El aliciente de este tipo de apuesta radica en la incertidumbre de los resultados de los partidos de la jornada de liga. Dado que el origen de los ingresos percibidos por el Organismo Nacional de Loterías y Apuestas del Estado está en el fútbol, parece lógico que la Liga reciba alguna cantidad de los mismos.

¹⁶³ Datos del conjunto extrapolados a partir de los equipos de la muestra.

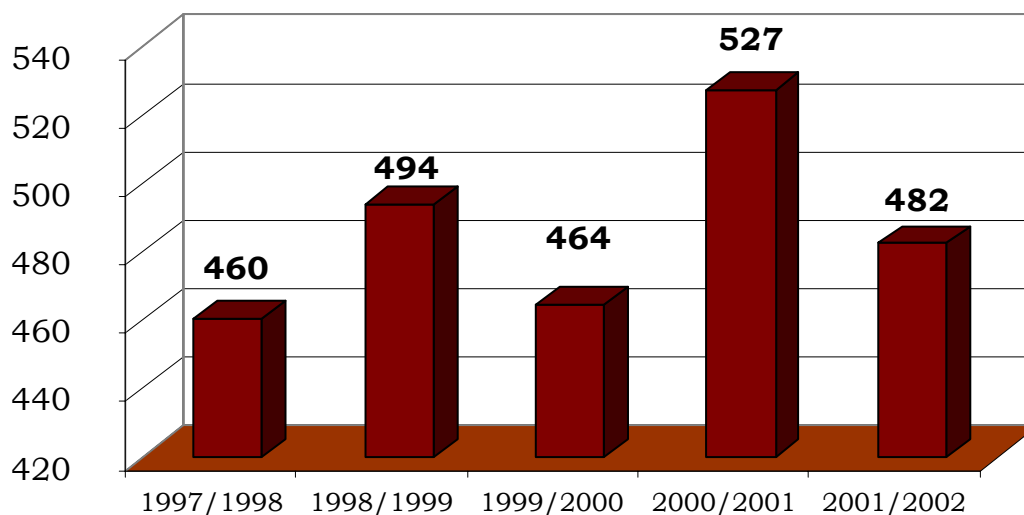
El Real Decreto 258/1998, de 20 de febrero, regula la distribución de la recaudación y premios de las quinielas. En su artículo 1 se indica que el 10% de la recaudación se destinará a la Liga Nacional de Fútbol Profesional y el 1% para el CSD, con destino al fútbol no profesional. En la actualidad, los clubes, ante las dificultades económicas por las que atraviesan, pretenden que la Administración eleve el porcentaje que les corresponde hasta el 15%. Parece probable que este objetivo se pueda alcanzar en breve.

El destino de las cantidades ingresadas por la LNFP se estipula en el artículo 3 del mencionado Real Decreto. Se otorga preferencia a la cancelación de las deudas contraídas por la LNFP a raíz de la cancelación anticipada de Plan de Saneamiento del Fútbol Profesional. En segundo término, deben destinarse a la construcción, remodelación, ampliación, mejora, mantenimiento y conservación de los estadios e instalaciones deportivas donde se celebran competiciones de carácter profesional. El importe dedicado a estos menesteres no debe ser inferior al 30% y está encaminado a que se cumplan los requisitos de seguridad y prevención de la violencia en espectáculos deportivos.

También se indica que el remanente se distribuirá aplicando criterios objetivos entre los clubes y SAD (art. 3.2). Para poder recibirlos, deben estar al corriente de sus pagos con la Seguridad Social y Hacienda. En caso contrario retendrá las cantidades correspondientes que están afectadas al pago de las deudas pendientes.

En la Ilustración 6-8 se recoge la evolución de la recaudación de las quinielas en las cinco temporadas que se analizan en este trabajo. Se aprecia una cierta irregularidad, con un máximo en la temporada 00/01 y un considerable retroceso en la 01/02. De los 482 millones de euros recaudados, a la LNFP le correspondió el 10% (48 millones). El reparto, tal y como prevé el Real Decreto, se destinó, principalmente, a cubrir los créditos de la Liga y a las instalaciones, restando un 33% que se repartió a partes iguales entre los 42 clubes profesionales.

Ilustración 6-8. Recaudación de las quinielas (millones de €)



Fuente: Memorias de LNFP. Elaboración propia.

Aprovechando la afición a las apuestas sobre los partidos de fútbol y la implantación de las nuevas tecnologías, los clubes están preparando un sistema de quiniela a través del teléfono móvil. El público potencial es bastante elevado pues en España existen 35 millones de líneas de móviles. La idea consiste en que los apostantes deben adivinar el número de goles de un partido y el nombre de los goleadores. La intención es que la LNFP gestione este sistema, diseñado por Indra, de forma exclusiva¹⁶⁴.

6.8.- INGRESOS EXTRAORDINARIOS POR LA VENTA DE JUGADORES

En el capítulo 2 ya se explicó extensamente el proceso que ha sufrido el mercado de traspaso de jugadores. Aquí por lo tanto, sólo vamos a reseñar algunos aspectos de carácter económico referentes a este concepto. Pero antes de proseguir debemos matizar que el hecho de la venta de un jugador a otro club tiene un efecto diverso en la cuenta de pérdidas y ganancias y en la tesorería.

En la primera aparecerá el importe de la plusvalía generada en la venta como consecuencia entre el precio de venta de los derechos de traspaso y el valor neto contable de los mismos. En este sentido, es de esperar que

¹⁶⁴ Diario Expansión de los días 6 y 11 de noviembre de 2003.

se produzca una asimetría en los ingresos extraordinarios derivados de la venta de jugadores de aquellos clubes con una política de generación de jugadores mediante la inversión en categoría inferiores y aquellos que acuden mayoritariamente al mercado para componer sus plantillas.

No obstante, no existe evidencia sobre el efecto de la cantidad de jugadores procedentes de la cantera en la generación de ingresos extraordinarios por el traspaso de jugadores. Si bien, cabría esperar que los equipos que con una importante cantera invirtieran menos que los demás y, al no registrar el valor de adquisición de los jugadores -por estar formados internamente-, todo el importe de su venta sería beneficio de traspaso. Por este motivo, sería lógico pensar que los clubes con más jugadores canteranos en su plantilla también presentarían mayores ingresos extraordinarios por la venta de jugadores.

Hemos contrastado esta hipótesis en la temporada 99/00 y el resultado obtenido no es el esperado. No existe relación significativa entre el número de jugadores procedentes de la cantera y el beneficio derivado del traspaso de jugadores (ver ANEXO VI.2), ni en Primera ni en Segunda División. Sin embargo, hemos corroborado que el número de jugadores extranjeros, incluso los jugadores nacionales, en la plantilla sí que tiene una relación significativa positiva con los beneficios procedentes del traspaso de jugadores (ver Anexo VI.2.3).

Respecto al efecto en la tesorería, hay que mencionar su relevancia habiendo sido una importante fuente de financiación para los clubes (Deloitte & Touche, 2002). No obstante, ha presentado un importante paralelismo con las inversiones realizadas en la compra de nuevos jugadores. De esta manera, las entradas de tesorería procedentes de la venta de algún jugador suelen destinarse a la adquisición de otro u otros. Esta práctica, venta antes del 30 de junio y compra en los primeros días del mes siguiente, permite maquillar los estados financieros, al cierre del ejercicio, a los clubes con peor situación de endeudamiento. Cuando han surgido problemas de ingresos -como ha ocurrido con la crisis de las televisiones- se ha producido un parón en la actividad de compraventa de jugadores,

lo que ha supuesto importantes dificultades para numerosos clubes, ya que la falta de liquidez impedía los traspasos.

6.9.- DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES DE INGRESOS A INCLUIR EN EL MODELO DE VALORACIÓN. PECULIARIDADES PARA LOS EQUIPOS ESPAÑOLES DE LA MUESTRA

Una vez explicadas las fuentes de ingresos disponibles para un equipo de fútbol, vamos a seleccionar aquellas con una mayor relevancia y posible influencia en los flujos de caja de los clubes de fútbol. En este apartado vamos a enumerar las variables de ingresos más relevantes para el fútbol profesional español y las relaciones estadísticas existentes entre ellas. Al hilo de la exposición, justificamos su uso o exclusión.

6.9.1.- Variables de ingresos empleadas

Las variables de ingresos están condicionadas por la información que los clubes facilitan en sus cuentas anuales. Así, en función de los datos disponibles, tenemos información sobre 24 variables que aparecen recogidas en la Tabla A-6.1. Algunas están compuestas por otras, por ejemplo los ingresos totales son la suma del total de ingresos de explotación, los ingresos financieros y las variables que recogen los distintos tipos de ingresos extraordinarios.

Algunos clubes han presentado Cuentas Anuales Abreviadas y otros no han realizado todo el desglose previsto por las normas de adaptación del PGC a las SAD. De manera que no todas las variables están informadas por todos los clubes. Por este motivo, las variables con un carácter más agregado comprenden más información. Así, por ejemplo, aunque la variable “Ingresos deportivos” es la suma de los ingresos procedentes de las quinielas, de la venta de entradas de competiciones, de los derechos de televisión y de publicidad, el importe global de aquella variable es superior a la suma de los importes de las variables que la componen.

Las variables de ingresos con las que vamos a trabajar se agrupan dentro de las siguientes categorías:

- Total de ingresos de explotación.
- Ingresos financieros.
- Ingresos extraordinarios.

6.9.2.- **Ingresos de explotación**

Los clubes de fútbol agrupan en el **importe neto de la cifra negocio** aquellos ingresos más directamente ligados a su actividad productiva. Esta variable incluye los **ingresos deportivos** y los **ingresos de abonados, socios y palcos**. Los primeros representan el 77'2% del importe neto de la cifra de negocio y los procedentes de los segundos suponen el 22'8% restante.

Los ingresos deportivos están recogidos en el subgrupo 70 de las normas de adaptación sectorial del PGC a las SAD y bajo este epígrafe se contabilizarán los ingresos que la entidad obtiene de su actividad principal: la participación en competiciones deportivas. También incluye los derivados de esa actividad como los de comercialización, retransmisiones, publicidad y la participación en las quinielas.

Al desglosar este subgrupo, aparecen diferentes denominaciones y los criterios pueden diferir de unos clubes a otros. Las competiciones deportivas son la Liga, Copa, competiciones internacionales y amistosos. Los ingresos procedentes de esas competiciones son principalmente la venta de entradas (taquilla), las primas obtenidas por ganar y la participación en derechos de televisión de esa competición –aunque se paguen al club con otra denominación-. Lo habitual es que los clubes informen de los ingresos de competiciones y aparezca esa denominación. En esos casos, puede estar incluido el importe que los clubes perciben como porcentaje de la recaudación de las Apuestas Mutuas Deportivo Benéficas. Algunos lo denominan ingresos de taquilla.

En la variable **taquilla** (TAQ) hemos recogido los ingresos procedentes de competiciones deportivas. Puede que en algunos casos, además de la venta de entradas, incluya premios por participación y conceptos similares.

Esta variable representa el 15'7% de los ingresos deportivos de la muestra. El porcentaje de casos válidos en la muestra¹⁶⁵ está muy próximo al 70%.

La variable **Apuestas Mutuas Deportivo Benéficas** recoge la participación de los clubes en la recaudación procedente de las quinielas. Sería interesante considerar esta variable pero el nivel de casos válidos es muy bajo (44'1%). Muchos clubes no especifican los ingresos por este concepto, aunque, los reciben. Dado que son ingresos deportivos por naturaleza, claramente diferentes a los derechos de televisión y a la publicidad, los clubes que no informan sobre esta partida deben de incluirla en “ingresos de competiciones”.

Hemos definido una variable que recoge la suma estés dos variables. La hemos nombrado **AMDTAQ**. Los clubes que no informan de los ingresos de quinielas los han incluido en la “taquilla” y para aquellos que las desglosan, la nueva variable recoge una información equivalente a la de los primeros. El porcentaje de casos válidos es el mismo que en la variable “taquilla” pero explica un porcentaje superior de los ingresos deportivos (16'3%). Empleamos ésta en lugar de las dos anteriores.

La variable **derechos de televisión** recoge, en general, todos los ingresos ligados a la cesión de los derechos de radiodifusión, Internet, etc. Es una variable a tener en cuenta, tanto por su importancia dentro del planteamiento conceptual del negocio del fútbol como por su peso dentro de los ingresos (46'7% de los deportivos) y por el número de casos válidos en la muestra (68%). El Sevilla CF, en dos temporadas, informa conjuntamente de los ingresos por derechos de televisión y publicidad. En la muestra, los hemos incluido en su totalidad dentro de esta variable.

La última variable que interviene en la composición de los ingresos deportivos es la **publicidad**. Tienen un porcentaje de validez algo inferior a la

¹⁶⁵ Los estadísticos explicativos de las variables de ingresos se recogen dentro del ANEXO VI.1, en la Tabla A 6-2.

anterior pero sigue muy cercana al 70% y representa casi el 20% de los ingresos deportivos.

Dado que la suma de los importes totales de las variables que componen los **ingresos deportivos** sólo representa el 82'7% del importe total de éstos, y que el porcentaje de valores válidos de esta variable asciende al 87'6%, hemos optado por incluir también esta variable en el estudio de los ingresos. Si no aportara información adicional el modelo nos indicaría su exclusión.

En **ingresos de abonados, socios y palcos** se contabilizan los ingresos derivados de la actividad principal pero en concepto de cuotas sociales, carnés de socios, abonos, etc. Es una variable claramente identificada con un alto nivel de casos válidos y con un importante peso en la cifra de negocio (22'8%).

El resto de los ingresos de explotación se recoge en la variable **otros ingresos de explotación**. Está compuesta a su vez por las subvenciones a la explotación, ingresos de cesión de derechos, cesión de jugadores, arrendamientos, *merchandising* y otros ingresos de gestión. El nivel de desglose por parte de los clubes es muy bajo. Por este motivo, vamos a tener que excluir, por la escasez de datos, los ingresos por cesión de derechos (21'7% de casos válidos), por cesión de jugadores –si bien conceptualmente son importantes¹⁶⁶ sólo el 27'3% de los clubes aportan este dato- y por arrendamientos (24'2%). Al excluir estas variables, sólo se explica el 74'4% de los otros ingresos de explotación con el resto de componentes.

También vamos a incluir las **subvenciones a la explotación** pues más del 75% de los equipos informan sobre la cuantía recibida y, si bien su cuantía es escasa, puede tener un poder explicativo importante para clubes con menor capacidad económica y deportiva.

¹⁶⁶ De hecho en la adaptación sectorial se crea la cuenta 757 para registrar los ingresos que por este motivo se produzcan.

Asimismo optamos por la inclusión de la variable **merchandising** a pesar de que poco más del 26% de los clubes aportan la cifra de ingresos que perciben por este concepto. Sin embargo, representa el 12'8% del total de “otros ingresos de explotación” y se postula como una de las vías de ingresos más pujante.

Finalmente se incluirá también la variable **otros ingresos de gestión** por su alto grado de validez en la muestra y su peso dentro de los ingresos. El Real Betis contabiliza en esta partida prácticamente la totalidad de sus ingresos de explotación¹⁶⁷. Aunque produce una cierta distorsión en los valores de las variables afectadas, pensamos que es preferible incluir este caso con los valores que aparecen en las Cuentas Anuales al no tener posibilidad de realizar estimaciones para una reimputación a las variables correctas. No obstante, en algunos análisis de regresión optaremos por trabajar excluyéndole.

6.9.3.- Ingresos financieros

La única variable correspondiente a este tipo de ingresos es **Intereses e ingresos asimilados** que recoge los diferentes ingresos financieros. Incluye las diferencias positivas de cambio. Aunque casi el 90% de los clubes presentan en sus cuentas ingresos por este concepto, su importancia

¹⁶⁷ El Real Betis Balompié, S.A.D. ha optado por la cesión de los ingresos derivados de sus instalaciones y de su actividad deportiva y atípica. Por este motivo, en las memorias de este equipo, desde 1998 no aparecen conceptos de ingresos tan relevantes como derechos de televisión, ingresos de abonados y socios, taquilla, etc., sin embargo, figura una cuenta de ingresos por “Prestación de servicios” en la que se concentran todos esos ingresos. En agosto de 1997, el Real Betis y Tegasa firmaron el primer acuerdo de cesión de los ingresos. La contrapartida consistía en el 85% de los ingresos que Tegasa obtuviera como consecuencia de la cesión de derechos. Se fijó también una cantidad mínima y una serie de compensaciones en complementos deportivos y mediante el sufragio de gastos de viaje. En julio de 1999, se firmó un nuevo contrato, en esta ocasión con Encadesa. Las condiciones de la cesión variaron ligeramente pues, en esta ocasión, se establecía un pago fijo anual -revisable en función del IPC- y el 40% de los ingresos brutos que Encadesa obtuviera por encima del mínimo. Se mantuvieron las otras compensaciones. En diciembre de 2000 se celebró el contrato de cesión vigente en la actualidad, si bien ha sido mejorado en otro de 20 de febrero de 2002 contemplando las cantidades que se derivarían de la participación del equipo en la copa de la UEFA o en la Liga de Campeones (Memorias del Real Betis Balompié de las temporadas 98/99, 99/00, 00/01 y 01/02).

relativa es muy escasa y, al no ser un ingreso con carácter diferenciador ni específico para este tipo de sociedades, optamos por no incluirla.

6.9.4.- Ingresos extraordinarios

Disponemos de cinco variables ligadas a los ingresos de carácter extraordinario:

- **Subvenciones en capital:** la incluimos pues, aunque sólo representa el 0'4% de los ingresos totales, puede tener un valor discriminante y realizan el oportuno registro el 87% de los clubes.
- **Beneficio por traspaso de jugadores:** se incluye pues en un concepto propio de las SAD, para el cual se crea la cuenta 776, con un importante peso dentro de los ingresos extraordinarios (57'4%) y reflejado en las Cuentas Anuales del 87% de los clubes.
- **Ingresos extraordinarios y Beneficios procedentes de derechos de imagen e inmovilizado inmaterial:** optamos por incluir una variable que sume estas dos y la denominamos ingresos extraordinarios ajustados. Procedemos así porque son muy pocos los clubes que declaran beneficios por derechos de imagen e inmovilizado inmaterial. Además, el 97% de éstos corresponden a un único club (el Real Madrid). La variable suma, ingresos extraordinarios ajustados, recoge información procedente del 85'7% de los clubes y alcanza el 15'6% de los ingresos totales.
- **Ingreso extraordinario por impuesto anticipado de ejercicios anteriores:** esta variable la excluimos porque sólo aparece con valor distinto de cero en una ocasión.

6.9.5.- Relaciones entre las variables de ingresos de los equipos españoles

Inicialmente cabrían varias opciones: o todas las variables de ingresos están muy relacionadas entre sí, indicando que un club que consigue ingresos lo hace por todas las vías posibles, o bien hay ingresos alternativos

en cuyo caso se observarían correlaciones negativas. En la Tabla A 6-4 se recogen las relaciones existentes entre las diferentes variables de ingresos. Al observarla, nos inclinamos por la primera hipótesis pues existe un elevado grado de correlación significativa, en general, entre ellas. Las únicas excepciones se presentan en los ingresos procedentes de subvenciones, tanto en capital (SUBCAP) como a la explotación (SUBV) no muestran correlación significativa con ninguna partida de ingresos¹⁶⁸. Es lógico que estas partidas no tengan relación con los ingresos o si la tuvieran sea negativa puesto que normalmente, los clubes de fútbol reciben subvenciones, en especial a la explotación, cuando no existen ingresos suficientes para cubrir los gastos originados¹⁶⁹.

Por otro lado, posiblemente como consecuencia de presentar menor número de casos válidos dentro de la muestra, tampoco presentan correlación significativa variables como los Ingresos de cesión de Derechos (ICD), Cesión de Jugadores (CJUG) e Ingresos de la quinielas (AMDB).

La información estadística que suministran la mayoría de las variables de ingresos es bastante similar. Sin embargo, desde el punto de vista conceptual nos interesará conservar aquellas que son más importantes. Así lo haremos cuando busquemos el efecto de otras variables como la afición o los resultados deportivos en los ingresos.

¹⁶⁸ Excepto en el caso de las subvenciones de capital con los ingresos extraordinarios.

¹⁶⁹ Además en este caso, muestran una tendencia contraria al resto de los ingresos (el signo del coeficiente de correlación de Pearson es negativo).

7.- EFECTOS DE LOS RESULTADOS DEPORTIVOS EN LOS INGRESOS Y EN LOS RESULTADOS ECONÓMICOS

En el capítulo segundo, hemos analizado el sistema europeo de organización deportiva y las competiciones en las que pueden participar los equipos profesionales españoles. Ahora es el momento de aproximarse a un aspecto esencial del negocio del fútbol: ¿qué relación existe entre los resultados deportivos y los resultados económicos de un club? Al hilo de esta cuestión aflorarán algunas otras.

Tradicionalmente, el fútbol ha sido considerado, fundamentalmente, como un deporte y, por consiguiente, el principal objetivo de un club de fútbol ha sido optimizar los resultados deportivos. Por ejemplo, Szymanski y Kuypers (1999; 281) afirman que, históricamente, no ha existido relación entre el beneficio de los clubes de fútbol y su resultado en el terreno de juego. No obstante, a raíz de los graves problemas económicos de algunos clubes y de una mentalidad más profesional en la gestión económica, la legislación vigente ha ido obligando a establecer un objetivo económico de rentabilidad junto al tradicional de los resultados deportivos.

Para el caso inglés, Szymanski y Kuypers (1999) puntualizan que, desde 1991, cuando algunos equipos comienzan a cotizar en Bolsa, los beneficios y el éxito deportivo han crecido juntos. Esta afirmación debe ser matizada especialmente en los últimos ejercicios, posteriores a la publicación de su obra, como consecuencia de la crisis de las televisiones y sus repercusiones en los ingresos y, por tanto, en la cuenta de resultados de los clubes de fútbol.

7.1.- ¿MAXIMIZACIÓN O SATISFACIÓN?

Normalmente, en cualquier negocio, existe una cierta relación entre calidad del producto y rentabilidad del negocio. Si bien, esta afirmación hay

que matizarla, al no ser la calidad el único factor relevante del valor de mercado de un producto.

Parece lógico esperar, por tanto, una cierta relación positiva entre la calidad del juego de un equipo y sus resultados económicos. Como en todo producto, preocuparse sólo por un aspecto, puede implicar una pérdida de beneficios. Por este motivo interesa encontrar un equilibrio entre la calidad del juego y los recursos necesarios para obtener esa calidad, de forma que siempre se puedan lograr una gestión rentable del club. En este sentido, algunos autores como Szymanski y Kuypers (1999; 125) plantean que el dilema fundamental para los clubes de fútbol es conseguir lograr el equilibrio entre los resultados deportivos y los económicos en sus objetivos a largo plazo. Este planteamiento se engloba en otro más amplio que considera a los clubes como maximizadores de utilidad. Ésta ha sido la postura más extendida en los años 70 y 80 (Morrow, 1999; 18).

Gerrard y Dobson (2000; 147) explican el modelo denominado “resultado del equipo – beneficio del club” (RE-BC). Este modelo sería uno de los exponentes del planteamiento del club como maximizador de utilidad. La expresión formal del objetivo de un club de fútbol profesional sería la siguiente:

$$(19) \quad \max U = f_u(RE, Bfo)$$

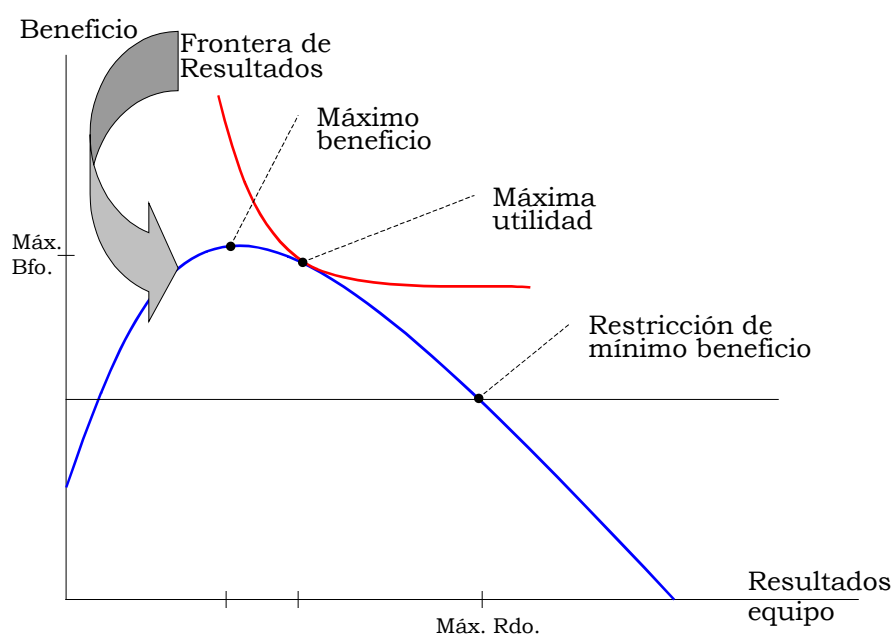
$$Bfo \geq Bfo^*$$

donde U representa la función de utilidad del club o sociedad anónima deportiva y, es precisamente, la función a maximizar. El nivel del rendimiento del equipo es medido por RE y los resultados económicos del club por Bfo . El modelo se completa con la inclusión de una restricción de carácter financiero mediante la cual se exige que el beneficio del club debe ser superior a un beneficio mínimo (Bfo^*).

En la Ilustración 7-1 se representa gráficamente el modelo que relaciona los resultados deportivos y los económicos tal como lo plantean Gerrard y Dobson (2000). En función de los criterios de utilidad de los dirigentes

del club –pulsando el sentir de la afición y los socios- se obtendrán un resultado deportivo y un beneficio. La frontera de resultados representa las combinaciones de resultados deportivos y económicos en situación de eficiencia técnica. Es decir, este modelo entiende que la consecución de cierto resultado deportivo está emparejado con un nivel de beneficio determinado. Si éste no se alcanza, significa que la gestión económica del club ha sido ineficiente.

Ilustración 7-1. Relación de intercambio entre el rendimiento deportivo y financiero



Fuente: Gerrard (2001 b)

En un planteamiento de maximización de la utilidad, el gran debate se centraría en la fijación de este resultado económico mínimo a conseguir. La tendencia mayoritaria en la gestión de los clubes de fútbol ha sido plantear una hipótesis de beneficio nulo, de forma que la igualación de ingresos y gastos se traduce en la puesta a disposición del objetivo deportivo de todos los recursos económicos del club.

A nuestro entender, este planteamiento, peca de simplista, por un lado, al establecer que la relación entre resultados y beneficios tiene un único óptimo. Por otro lado, exige que los gerentes del club sepan elegir el punto óptimo.

Entendemos que, en línea con esta corriente de hipótesis de beneficio nulo, un planteamiento más directo y, al mismo tiempo, con una perspectiva más rica, es el planteado por Simon (1997). Según su concepción, los deseos de los agentes económicos buscan satisfacer, es decir, obtener con sus decisiones, al menos, un grado de satisfacción que consideren suficiente, aunque no sea óptimo.

Consideremos que el resultado deportivo viene recogido por una variable D . Supongamos que el beneficio del club viene medido por B . Sea B_s el beneficio de satisfacción y D_s el resultado deportivo de satisfacción, entonces se debe verificar que

$$(20) \quad B \geq B_s$$

$$(21) \quad D \geq D_s$$

Supongamos que el gerente del equipo debe realizar los gastos G asociados a la plantilla, bien mediante primas y salarios o bien mediante compras de nuevos jugadores -traducida en gasto a través de la amortización de los derechos de traspaso-. Se espera que cuanto mayores sean los gastos en personal, mejores resultados deportivos se obtendrán. Por consiguiente

$$(22) \quad \frac{\partial D}{\partial G} > 0$$

De igual modo, un incremento en los resultados deportivos, se espera que produzcan un incremento en los ingresos, tanto de taquilla, pues la expectativa de aumento de espectadores crece, como de telespectadores, lo que permitirá incrementar a las televisiones, los cobros de publicidad, y en consecuencia, que éstas estén dispuestas a pagar mejor los derechos de retransmisión.

Sean DTV los ingresos procedentes de la venta de derechos de televisión y TAQ los ingresos por taquilla, entonces

$$(23) \quad \frac{\partial DTV}{\partial D} > 0, \text{ y}$$

$$(24) \quad \frac{\partial \text{TAQ}}{\partial D} > 0$$

por consiguiente, los ingresos totales (I) también se incrementarán al mejorar los resultados deportivos,

$$(25) \quad \frac{\partial I}{\partial D} > 0$$

Sin embargo el efecto sobre el beneficio no queda claro, puesto que un incremento de los gastos, implica una disminución del beneficio por un lado, y un aumento de los ingresos, a través del resultado deportivo, por el otro.

El planteamiento neoclásico elegiría los gastos que proporcionen un beneficio marginal nulo. El planteamiento de Simon permite elegir los gastos que brinden un beneficio de satisfacción. Por consiguiente el modelo sería similar, pero la elección es diferente. No obstante, parece que si existiera una actitud de maximización de beneficios (comportamiento neoclásico) los beneficios esperados deberían ser positivos en conjunto, mientras que en una actitud de satisfacción, los beneficios esperados podrían ser nulos. Consiguientemente, una forma de contrastar empíricamente cuál de los comportamientos se ajusta más a lo que se observa en los clubes de fútbol consistiría en contrastar las hipótesis:

$$(26) \quad H_0: \text{Beneficio esperado} = 0$$

$$(27) \quad H_1: \text{Beneficio esperado} > 0$$

Para ello se hace uso de un test no paramétrico de Wilcoxon. Los resultados, recogidos en la Tabla 7-1, al resultar no significativos, no permiten rechazar la hipótesis nula lo que nos lleva a aceptar que el comportamiento sigue un modelo de satisfacción.

Tabla 7-1. Resumen del test no paramétrico de Wilcoxon

Estadísticos de contraste^b	
	HIPÓTESIS DE BFO NULO - BN
Z	-,760 ^a
Sig. asintót. (bilateral)	,447

a. Basado en los rangos positivos.

b. Prueba de los rangos con signo de Wilcoxon

7.2.- RESULTADOS ECONÓMICOS Y DEPORTIVOS

La mayoría de los estudios sobre los aspectos económicos y financieros del fútbol analizan la relación entre los resultados deportivos y los ingresos esperando que ésta sea positiva. Szymanski y Kuypers (1999; 188 y ss.) afirman que la proporción de la variación en los ingresos se explican en un 82 por ciento ($R^2=0,82$) con la posición en la liga¹⁷⁰ al final de la temporada 96/97. Para un periodo más amplio de tiempo (1978-97) y utilizando como variable de ingresos el logaritmo de los ingresos de cada club divididos por la media anual de los ingresos de todos los clubes, el resultado es de un R^2 de 0,89. Concluyendo que los equipos triunfadores, a largo plazo, tienen más probabilidades de atraer más ingresos.

Deloitte & Touche (1999 y 2000 b) realizan estudios similares ajustando mediante regresión no lineal los ingresos totales de cada club de Primera División con el puesto obtenido en la liga española en las temporadas 96/97, 97/98 y 98/99.

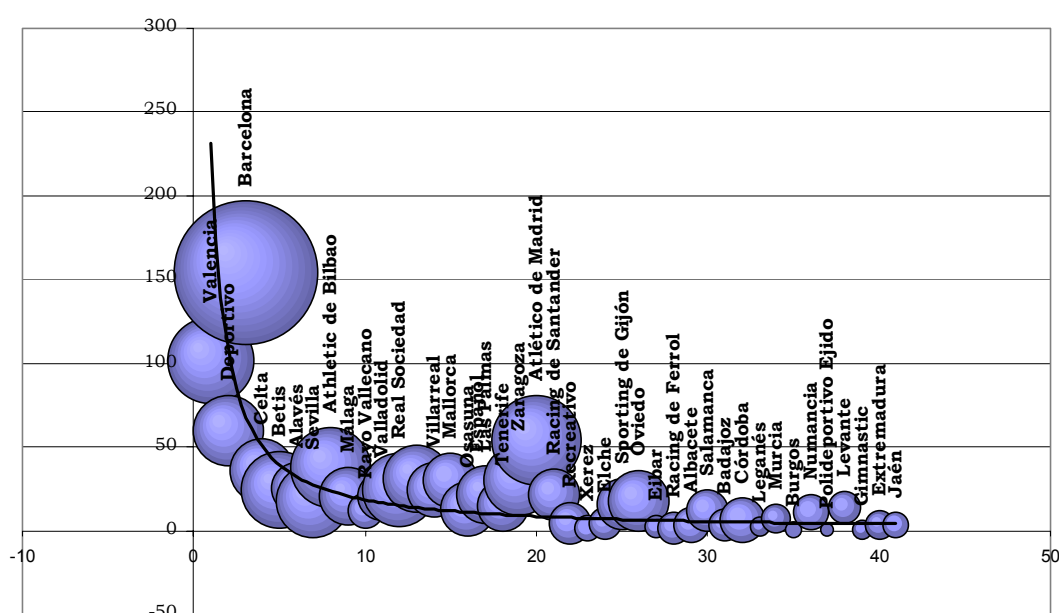
Siguiendo el modelo visual de Deloitte & Touche, nosotros hemos realizado un análisis similar que se recoge en la Ilustración 7-2. En este caso, se reflejan los presupuestos de los clubes en el eje de ordenadas (en millones de euros) y la clasificación en la liga en el eje de abscisas. Además el tamaño de la burbuja indica el número de socios de cada club. Hemos

¹⁷⁰ La posición en la liga la transforman mediante la siguiente expresión:

$$-\log\left(\frac{p}{n-p}\right)$$

excluido el Real Madrid puesto que el presupuesto de la temporada 01/02 estaba muy inflado a consecuencia de la venta de los terrenos de la Ciudad Deportiva. En la ilustración también se incluye la curva de regresión exponencial entre el presupuesto y la clasificación. El grado de explicación es del 55,12%. Sería mejor si equipos como el Atlético de Madrid, Racing de Santander y Oviedo -con presupuestos más propios de Primera División- estuvieran en la máxima categoría.

Ilustración 7-2. Presupuesto, nº de socios y clasificación (01/02)



Fuente: www.lfp.es, elaboración propia

Un problema previo, fruto de las restricciones presupuestarias, surgiría de la insuficiencia de recursos para realizar un determinado gasto, o si los equipos deben endeudarse para hacerlo. En este sentido se puede plantear que una mayor riqueza de un equipo, implicará mayor capacidad de gasto y, por consiguiente, mejores resultados deportivos.

En esta línea, resultan ilustrativos los trabajos de Murphy (1999 a y b) en los que busca las relaciones entre los resultados deportivos y la creciente concentración de la riqueza tanto en el fútbol inglés como en el escocés.

donde p es el puesto ocupado en la liga y n el número total de equipos que participan.

Partiendo de la idea, ampliamente extendida, de que la concentración de recursos económicos inevitablemente tiene su reflejo en los terrenos de juego, y en consecuencia en la clasificación final, procuran contrastar esta hipótesis y determinar si se ha abierto una brecha dentro de las ligas inglesa y escocesa, entre los clubes más poderosos y los menos. Algunas de las conclusiones a las que llega son las siguientes: para el caso inglés, sus datos no niegan que pueda haber una creciente correlación entre los recursos y los resultados deportivos –medido en términos de su clasificación final- de cada club; sin embargo, no hay indicios claros de que la concentración de recursos haya ampliado la brecha entre los clubes. Según Murphy, se observa una tendencia a que ciertos clubes tengan una mayor probabilidad de mantenerse en la *Premiere League*, mientras que otros van hacia una posición más débil y, estos últimos, tendrán más probabilidades de descender. En consecuencia, hay un aumento de equipos “ascensor”¹⁷¹. Para el caso escocés las conclusiones son que se está reduciendo la brecha –en términos de puntos y goles- entre los clubes más poderosos y los más débiles en la primera división. Además, la probabilidad de que uno de los dos principales clubes –Celtic y Rangers- sean campeones de liga está aumentando. En resumen, llega a la conclusión de que, en la liga escocesa, la **relación entre recursos económicos y resultados deportivos es menos directa y más diversa de lo que habitualmente se piensa.**

A raíz de las conclusiones de Murphy, Gerrard (2002 b) profundiza en el impacto que el descenso provoca en las finanzas de un club de fútbol. De esta forma, vuelve al planteamiento original de que los resultados deportivos condicionan los ingresos y no a la inversa como sostenía Murphy. Tras analizar los clubes que perdieron la máxima categoría en la liga inglesa entre 1990 y 2000, llega a la conclusión de que el descenso, desde el punto de vista financiero tiene un doble efecto. Por un lado, la ventaja

¹⁷¹ Denominados en inglés como *yo-yo clubs*, serían aquellos equipos que una temporada suben y a la siguiente pierden la categoría, volviendo a subir en la próxima y repitiendo el proceso sucesivamente.

de contar con mayores ingresos sobre los otros equipos de la categoría¹⁷²; por otro, enfrentarse a la rigidez en los costes salariales y aumento del riesgo financiero si los equipos mantienen los costes salariales elevados con el objeto de lograr un rápido ascenso. También observa un aumento del coste del descenso en los equipos “ascensor” y que pocos clubes en esta situación reducen sus costes salariales.

En el Informe Anual sobre las Finanzas del Fútbol de Deloitte & Touche (2000 a) también se analizan los efectos del descenso. En primer lugar, se refieren a la incidencia en la asistencia a los estadios y afirman, aunque sin una base sólida, que en la temporada posterior al descenso existe una inercia a que los aficionados sigan asistiendo a los estadios. Sin embargo, sostienen que otros ingresos como los procedentes de merchandising o patrocinio se verán afectados de forma más dramática.

La visión que ofrece Noll (2002) en su trabajo es ligeramente diferente, sobre todo, por aproximarse al problema desde otra perspectiva. Utilizando datos del fútbol inglés, concluye que los salarios de los jugadores de equipos implicados en el ascenso o descenso son más elevados, que tanto el ascenso como el descenso tienen un efecto positivo en la asistencia a los estadios y, finalmente, que el efecto del sistema de ascenso y descenso es ambiguo.

Sus dos primeras conclusiones coinciden con el planteamiento de Gerrard (2002 b) pues éste afirma que entre las ventajas del sistema europeo de ligas abiertas destaca el aumento de la relevancia que cobran los partidos por el miedo a perder la categoría y que, al mismo tiempo, aparecen incentivos adicionales para maximizar el esfuerzo. Entre los perjuicios, cita el incremento del coste de capital derivado del creciente riesgo

¹⁷² Como consecuencia de beneficiarse del denominado efecto “paracaídas” por el cual tienen una participación en los derechos de televisión de la *Premier League*. Gerrard (2002 b) observa que, a consecuencia de este efecto, la media de ingresos de estos equipos respecto a la media de todos los clubes de la división ha pasado de ser 28'1% superior en el periodo 1991-96 al 70'3% mayor en el periodo 1997-2001. Este fenómeno se explica con detalle al tratar los derechos de televisión.

financiero, consecuencia del empeño por ganar o conservar la categoría. Por último, apunta el peligro de verse encerrados en un círculo vicioso de declive para los equipos que descienden.

Desde este enfoque nos interesa contrastar si en los clubes de fútbol españoles se produce también un resultado similar, es decir, si mejores resultados deportivos implican mayores ingresos.

Para ello, a continuación, vamos a exponer las diferentes formas de medir los resultados deportivos. Posteriormente plantearemos las diferentes hipótesis a contrastar en función de las cuestiones recién enumeradas.

7.3.- LA MEDICIÓN DE LOS RESULTADOS DEPORTIVOS

El tratamiento de los resultados deportivos depende de la competición analizada y de la perspectiva sobre la que se realiza el análisis. Si se pretende estudiar, por ejemplo, los efectos de los resultados en la afición será más útil emplear variables del tipo porcentaje de victorias (Dawson *et al.*, 2000; Marques, 2002; Boulier y Stekler¹⁷³, 2003), número medio de goles por partido (Palacios-Huerta, 2002), media de goles del equipo ponderada por la calidad relativa del equipo rival (Koning *et al.* 2001) o margen de la victoria (Boulier y Stekler, 2003 y Palacios-Huerta, 2002) e incluso variables que recojan el estilo de juego¹⁷⁴ (Cocco y Jones, 1997).

Si el estudio se centra en competiciones abiertas -con sistemas de ascensos y descensos- y de tipo liga, las variables podrán ser de clasificación o de puntos conseguidos. Estas variables podrán medirse de diversas formas. Algunas pueden ser directas como los puntos obtenidos en liga (Gerrard, 2001). Otras se formulan ajustándolas con algún tipo de referencia, por ejemplo, puntos obtenidos en liga sobre los puntos posibles (Dawson *et al.*, 2000).

La clasificación en liga se puede emplear directamente como variable usando el puesto ocupado en la liga (Magaz, 2002). Sin embargo, esta

¹⁷³ Aplicado a la NFL.

medida resulta poco intuitiva por presentar una relación inversa con la mayoría de las variables a emplear, debido a que se adjudica el valor más bajo al equipo que mejor clasificación ha obtenido. Por este motivo, la mayoría de los autores trabajan con variables modificadas que denominamos medidas de la clasificación $\mu(C_i)$ donde μ es una función monótona decreciente de la clasificación. Dobson y Goddard (2001 b) proponen:

$$(28) \quad \mu(C_i) = \frac{n + 1 - p}{n}$$

donde n es el número de equipos que participan en la competición y p la posición que ocupan en la clasificación.

La formulación de Szymanski y Kuypers (1999) es:

$$(29) \quad \mu(C_i) = -\log\left(\frac{p}{n + 1 - p}\right)$$

como trabajan con 92 equipos, la medida concreta que definen es:

$$(30) \quad \mu(C_i) = -\log\left(\frac{p}{93 - p}\right)$$

Cuando se analiza la tendencia a lo largo de varias temporadas, se emplean valores medios ya sea de la posición (Deloitte & Touche, 2000 a) o de las variables modificadas (Szymanski y Kuypers, 1999).

Nosotros vamos a calcular la clasificación en la liga, como medida del resultado, siguiendo a Szymanski y Kuypers (1999) trabajando con la siguiente expresión:

$$(31) \quad \mu(C_i) = -\ln\left(\frac{p}{n + 1 - p}\right)$$

Las modificaciones respecto a la fórmula de Szymanski y Kuypers se concretan en que, por un lado, hemos optado por emplear logaritmos nepe-

¹⁷⁴ Emplean variables dummy para reflejar la calidad del patinaje

rianos para conseguir una mejor interpretación de los parámetros resultantes de la regresión. Por otro lado, dado que el fútbol profesional español lo configuran los equipos de Primera División (20) y de Segunda División A (22), el total de equipos implicados es de 42. Por ese motivo tomamos 43 ($n+1$) en el denominador. Finalmente, en cuanto a la posición, tomamos la ocupada por el equipo al final de la temporada. Consideramos de forma correlativa la posición de ambas divisiones. Por consiguiente, el primer clasificado de la división de plata ocuparía la posición 21, el segundo la 22 y así sucesivamente hasta el último clasificado que detentaría la cuadragésimo segunda plaza.

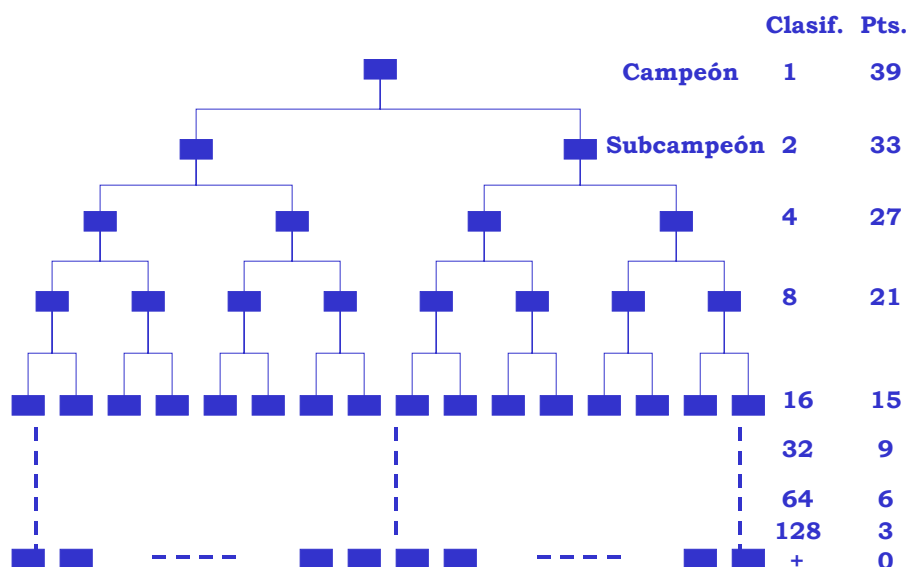
Cuándo se trata de otro tipo de competiciones, en formato de copa, se complica la medida de la variable. De hecho, ningún autor aporta una medida. Prácticamente, la totalidad de los estudios se realizan teniendo en cuenta exclusivamente las competiciones de liga, puesto que es más fácilmente mensurable y, dado que es un trofeo de regularidad, recoge la capacidad más estable de obtener resultados, tanto deportivos como financieros. Además, la clasificación en liga implica las expectativas futuras de participación en torneos continentales, ascender de categoría o perderla.

Baimbridge (1997) realiza un estudio sobre los efectos de un trofeo de sistema de copa, la Eurocopa de 1996, aunque, al centrarse en la asistencia, no crea una variable de medida de los resultados. Por su lado, Koning *et al.* (2001) también estudian un sistema de copa con el objeto de predecir los resultados. Sin embargo, no aportan medidas para las variables que vamos a estudiar. Por esa razón hemos tenido que crear sistemas de medición de las clasificaciones en Copa del Rey, Liga de Campeones y Copa de la UEFA.

Dado que la Copa no sigue un sistema de clasificación, ni se otorgan puntos, hemos diseñado un sistema para reflejar la posición de un equipo en competiciones de tipo copa. Aplicaremos esta clasificación a la participación de los equipos en la Copa de su Majestad el Rey, en la Recopa de Europa –en las temporadas cuando hubo– y en la Copa de la UEFA. La

Copa Intertoto, al ser una competición de menor nivel, disputada en pleno verano, incluso con jugadores de los equipos filiales, sólo se tiene en cuenta si se clasifican para la UEFA.

Ilustración 7-3. Esquema de medida de la variable resultado para sistema de Copa.



Fuente: elaboración propia

En la Ilustración 7-3 se representa el esquema de asignación de posición y de puntos para este tipo de competiciones. Elaboramos la clasificación partiendo de que el equipo ganador de la competición ocuparía la primera posición y el subcampeón la segunda. Desde esos dos puestos, que se deciden en la final, los equipos eliminados están al mismo nivel. Los dos semifinalistas eliminados no juegan entre ellos para saber quién es tercero y quién cuarto. Por este motivo, hemos optado por dar una clasificación de 4º a ambos semifinalistas eliminados. En la ronda anterior se presenta el mismo problema: los excluidos de la competición están al mismo nivel. Por eso, a todos los equipos eliminados en cuartos de final les hemos otorgado una clasificación de 8º. De forma sucesiva, los ocho equipos eliminados en octavos tendrán una posición de 16º, los 16 eliminados en dieciseisavos se clasificarán como trigésimo segundos, los eliminados en la fase anterior como sexagésimo cuartos, etc.

La asignación de puntos se realiza teniendo en cuenta que las primeras rondas se disputan a partido único. En ese caso, el equipo que pasa la eliminatoria habrá tenido que ganar el encuentro disputado. Aplicando el sistema de puntuación de la liga, otorgamos tres puntos a los equipos vencedores en esa ronda. El supuesto anterior no se cumple en las competiciones europeas (UEFA y Recopa). Sin embargo, pensamos que es válido puesto que son competiciones con un reducido número de partidos. Por ese motivo, para remarcar el efecto de avanzar hacia la final, conviene mantener esta ponderación. A partir de dieciseisavos de final, hemos optado por otorgar seis puntos a los equipos clasificados. Esto sería cierto cuando el equipo que continúa en competición hubiera ganado ambos encuentros. Este supuesto no se ha de cumplir necesariamente: un equipo se podría clasificar con dos empates (por el valor doble de los goles como visitante), o con un empate y una victoria. En estos casos les corresponderían, siguiendo el sistema de puntuación de liga, 2 y 4 puntos respectivamente. No obstante, hemos optado por conceder 6 puntos a los equipos triunfadores en la eliminatoria, incluso al vencedor de la final, porque entendemos que lo relevante es marcar la diferencia entre los equipos que avanzan en la competición y los eliminados.

En liga, acumulamos los puntos obtenidos por los equipos de primera división sobre los conseguidos por el primer clasificado de segunda. Además empleamos los puntos de las otras competiciones de acuerdo al esquema previamente explicado.

A la hora de determinar la puntuación para la Liga de Campeones adjudicamos “0” puntos a los equipos que no participan. Por la menor importancia de los encuentros disputados en las eliminatorias previas y para no penalizar a los clubes clasificados de forma directa, otorgamos 1 punto para los partidos ganados en esas eliminatorias y 0,5 para los empatados. La puntuación para los partidos disputados en sistema de liguilla se realiza según los criterios de la UEFA: 3 puntos por partido ganado y 1 por empatar. Para ponderar el paso a la siguiente fase también con sistema de liga, valoramos con 5 puntos el paso a esa nueva fase. Además,

por superar cada ronda superior, concedemos 1 punto adicional –sobre los 5 anteriores-, es decir, 6 puntos por pasar la 2ª fase de liguilla, 7 por los cuartos, 8 por la semifinal y 9 por ganar la final. Por otro lado, cuando comienza el sistema de eliminatorias, otorgamos también 3 puntos a los partidos ganados en las eliminatorias y 1 a los empates.

Los equipos eliminados de la Liga de Campeones y que se incorporen a la Copa de la UEFA tendrán valores en ambas competiciones.

Para incluir el efecto de la clasificación en todas las competiciones importantes, hemos definido un índice compuesto que se construye a partir de los puntos obtenidos en cada una de las competiciones ponderadas por la importancia que esa competición tiene en la valoración global del resultado del equipo.

Sea P_i los puntos obtenidos o estimados en la competición i -sima, donde $i=1$ (Copa), 2 (UEFA), 3 (Liga), 4 (UCL), entonces el Índice Compuesto (IND) vendrá dado por:

$$(32) \quad IND = \sum_{i=1}^4 \alpha_i P_i$$

donde α_i indica la importancia de la competición.

Las ponderaciones elegidas para elaborar el índice compuesto de resultados, que engloba el rendimiento de cada equipo en el conjunto de las competiciones, se determinan en función de su importancia desde el punto de vista económico para los clubes. Así, la Copa del Rey pondera con 1. En la Copa de la UEFA (o Recopa) y la liga la ponderación será 2; mientras que la Liga de Campeones será 3. Pensamos que no es necesario dar mayor ponderación a los puntos de liga, a pesar de ser una competición de gran trascendencia, porque, al disputar todos los equipos un elevado número de partidos, su puntuación ya está primada, en especial para los equipos de primera división que acumulan los del campeón de segunda. La expresión de este índice quedaría, por consiguiente:

$$(33) \quad IND = \text{Ptos. Copa} + 2 \cdot \text{Ptos. UEFA} + 2 \cdot \text{Ptos. Liga} + 3 \cdot \text{Ptos. UCL}$$

Hasta aquí hemos expuesto las variables de resultados deportivos que vienen a reflejar el estado actual del equipo. Este tipo de variables es útil para analizar fenómenos con una perspectiva donde se busquen los efectos en un corto plazo de los resultados. Sin embargo, para analizar algunos aspectos de la actividad económico-financiera de un club nos interesa recoger la influencia del rendimiento deportivo estable del club. Por ese motivo incluiremos en nuestro trabajo variables de resultado que podríamos calificar como históricas o de **prestigio**.

Dado que estas variables recogen la trayectoria histórica desde el origen de la competición de liga, acumulando resultados hasta la temporada de corte, hemos optado por emplear sólo los resultados históricos de cada equipo al final de la temporada 01/02. Por otro lado, el prestigio se puede medir mediante variables absolutas o relativas. Las primeras recogen toda la historia acumulada del equipo, las segundas hacen referencia a aspectos de prestigio medidas en forma de frecuencia. Entre las primeras, un indicador clave de prestigio sería el número de partidos ganados, además incluiríamos las siguientes:

- el **número de partidos ganados** (PG) en Primera División;
- hemos creado otra variable que representa el número de **partidos no ganados** (PNG), es decir, el número de partidos en Primera menos los partidos ganados;
- el número de **goles a favor** (GF) en Primera División;
- los **goles en contra** (GC) recibidos en los partidos jugados en Primera División;
- la **diferencia de goles** (DIFGOL) entre los conseguidos en Primera División y los encajados.

Menos claro, aunque recoge un cierto aspecto de prestigio –continuidad en la máxima categoría- es:

- el **número de partidos jugados en Primera División** hasta la temporada 01/02 según los datos de la Memoria de la LNFP de esa temporada;

Entre las segundas, se encuentran indicadores como:

- los **goles a favor por partido jugado** en Primera División (GF/P);
- los **goles en contra por partido jugado** en Primera División (GC/P).

Estas van a ser las variables que usaremos como medidas de prestigio. Se seleccionaran aquella o aquellas que más impacto tengan sobre los resultados económicos.

7.4.- INFLUENCIA DE LOS RESULTADOS DEPORTIVOS EN LOS ECONÓMICOS

En este apartado, pretendemos presentar una evidencia empírica sobre las teorías enunciadas al comienzo del capítulo. Independientemente de la concepción del negocio del fútbol, ya sea en la línea del equilibrio entre resultados deportivos y económicos a largo plazo (Szymanski y Kuypers, 1999); de la búsqueda del mejor resultado deportivo posible manteniendo la solvencia financiera (Morrow, 1999); de perseguir la maximización del resultado una vez superada la restricción del beneficio mínimo exigido (Gerrard y Dobson, 2000); de considerar el beneficio nulo como objetivo; o que una vez satisfechos unos objetivos económicos, se destinan los recursos a la potenciación de la plantilla. Cualquiera de estos planteamientos implica que no existirá una relación entre los resultados deportivos y los económicos.

La hipótesis a contrastar es la siguiente: ***aún cuando los clubes obtengan un buen resultado deportivo, éste no condiciona el resultado económico o lo hace muy débilmente.*** Para verificar la hipótesis hemos realizado un análisis de regresión lineal univariante tomando como variable de resultado económico el Beneficio Neto de los clubes y SAD, y como

variables explicativas, distintas medidas del resultado deportivo actual, es decir, una medida de la clasificación (LNPOS según la expresión (31)), otra de los puntos (PTOSAC) y el índice compuesto (IND determinado como se indica en (33)).

El resultado del análisis nos muestra que el poder explicativo de las variables independientes respecto al resultado económico es muy bajo. El índice compuesto explica, en un 14%, el beneficio neto de los clubes de fútbol españoles. Las otras dos variables muestran peor poder explicativo pues no llegan al 10%. Consecuentemente es más importante el poder explicativo sobre los resultados económicos de otras causas no incluidas en el modelo que el presentado por los resultados deportivos, por lo que se puede suponer que estos últimos condicionan débilmente a los primeros.

La razón de este fenómeno se descubre al observar que la media del beneficio neto de los clubes de fútbol de la muestra es muy baja, especialmente en relación con sus ingresos. Como se ve en la Tabla 7-2, el beneficio medio neto sólo representa el 1,5% de los ingresos totales medios de explotación. Si tomamos un estimador más robusto como la mediana, el porcentaje se reduce al 0,8%. En definitiva, los clubes de fútbol españoles tienden al beneficio nulo. No obstante, al mismo tiempo, existe una elevada dispersión en los datos lo que nos obliga a ser prudentes a la hora de interpretarlos.

Tabla 7-2. Estadísticos de resultados, ingresos y flujos de caja

(datos en euros)	Media	Mediana	Desv. típ.	Rango
Beneficio Neto	375.963	116.632	7.090.508	74.326.842
Bfo. Antes Impuestos	713.386	144.937	7.862.456	74.326.842
Total Ingresos Explotación	24.355.909	14.853.016	31.503.993	162.241.342
Rdo. Extraordinario	12.441.800	5.674.272	32.636.209	340.094.785
Flujo de Caja Libre	12.553.403	5.923.608	37.509.148	300.623.506

Fuente: elaboración propia

Por otro lado, también nos podemos preguntar si **los clubes de fútbol españoles buscan la creación de valor para sus socios**. Para contrastar esta hipótesis hemos tomado como variable dependiente el flujo de caja libre de los clubes y las mismas variables explicativas que en el caso

anterior. Partimos de la premisa de que la creación de valor es consecuencia de los flujos de caja esperados. Los resultados obtenidos refrendan la idea de que los clubes de fútbol españoles no cuentan entre sus objetivos, al menos de forma prioritaria, con la creación de valor a través de los resultados deportivos. Otros factores diferentes tienen un mayor poder explicativo de los flujos de caja.

7.5.- INFLUENCIA DE LOS RESULTADOS DEPORTIVOS EN LOS INGRESOS

Al comienzo del capítulo, hicimos referencia a que si bien no se puede demostrar en los clubes de fútbol que los resultados deportivos generasen mayores resultados económicos, existe un acuerdo en que buenos resultados deportivos generan mayores ingresos (Szymanski y Kuypers, 1999; Deloitte & Touche, 1999 y 2000 b). Estos no son los únicos autores que consideran los ingresos de un club como una función de los resultados deportivos, en exclusiva o junto con otros factores. Por ejemplo, El Hodiri y Quirk (1971) expresan los ingresos de un club deportivo como una función de la población del equipo y del resultado deportivo medido por el ratio de victorias. Haan *et al.* (2002) los explican según lo recibido por taquilla –consecuencia de los ingresos derivados de la cantidad de talento en el club- y el dinero por ganar ligado a la probabilidad del club de obtener la victoria. Finalmente, Hoehn y Szymanski (1999), en un contexto de análisis del equilibrio de la competición, determinan los ingresos a partir, entre otros factores, del porcentaje de victorias que obtenga cada equipo.

Con base en los mencionados planteamientos teóricos y de los citados estudios empíricos nos proponemos contrastar si **los resultados deportivos de clubes españoles generan mayores ingresos**. Buscamos la verificación de la hipótesis mediante un análisis de regresión univariante simple. Previamente hemos comprobado que la forma funcional más adecuada para las variables de ingresos es la logarítmica. Hemos excluido de la muestra al Real Betis puesto que, al tener cedidos todos los derechos de explotación de su actividad, no contabiliza los importes percibidos en las partidas de ingresos que analizamos.

En la Tabla 7-3 se muestran los resultados obtenidos. A la luz de los mismos podemos afirmar que, en general, las distintas medidas de las variables de resultados deportivos explican en un elevado porcentaje y de forma significativa las principales fuentes de ingresos de los clubes de fútbol en España. El comportamiento del índice compuesto (IND) es especialmente bueno al explicar los ingresos de los clubes.

Tabla 7-3 Estadísticos de la regresión: variables de resultado e ingresos

<i>LNIDEP</i>	<i>R²</i>	<i>t</i>	<i>sig.</i>	<i>LNPUB</i>	<i>R²</i>	<i>t</i>	<i>sig.</i>
LNPOS	0,722	18,143	0,000	LNPOS	0,587	11,735	0,000
PTOSAC	0,775	20,940	0,000	PTOSAC	0,513	10,105	0,000
IND	0,885	29,371	0,000	IND	0,669	13,644	0,000
<i>LNAMDTAQ</i>	<i>R²</i>	<i>t</i>	<i>sig.</i>	<i>LNIASP</i>	<i>R²</i>	<i>t</i>	<i>sig.</i>
LNPOS	0,592	12,102	0,000	LNPOS	0,599	12,872	0,000
PTOSAC	0,496	9,968	0,000	PTOSAC	0,538	11,363	0,000
IND	0,739	16,413	0,000	IND	0,668	14,128	0,000
<i>LNDTV</i>	<i>R²</i>	<i>t</i>	<i>sig.</i>				
LNPOS	0,612	12,497	0,000				
PTOSAC	0,731	16,412	0,000				
IND	0,745	16,400	0,000				

Nota: las variables dependientes aparecen en negrita

Fuente: elaboración propia.

7.6.- INFLUENCIA DEL ENDEUDAMIENTO Y LAS INVERSIONES EN LOS RESULTADOS DEPORTIVOS

Muchos clubes, al diseñar su plantilla de cara a la siguiente temporada, con miras a la mejora de sus resultados deportivos, realizan importantes inversiones y, ante la ausencia de recursos propios, para financiarlas se endeudan. Sin embargo, nosotros pensamos que “**ni el endeudamiento de los clubes y ni las inversiones garantizan unos buenos resultados deportivos**”. Magaz (2002) obtiene una evidencia empírica en el sentido de que las inversiones en jugadores no influyen en los resultados de los equipos.

Para contrastar esta hipótesis hemos realizado, una vez más, un análisis de regresión. Como variable dependiente hemos empleado el resultado

actual medido a través de puntos (PTOSAC), clasificación (LNPOS) y globalmente (IND). Para medir el endeudamiento hemos empleado el ratio de endeudamiento (recursos ajenos entre el pasivo total), el apalancamiento (recursos ajenos sobre recursos propios) y la variación del endeudamiento.

La principal conclusión que obtenemos, respecto a este punto, es que, independientemente de la medida de las variables dependientes y explicativas, prácticamente no hay relación significativa entre las variables, y en caso de haberla, el poder explicativo máximo es del 8% (variación del endeudamiento explicando el índice compuesto).

Respecto a la inversión, hemos empleado como variables independientes la inversión neta en jugadores, inmovilizado material (principalmente recoge las mejoras en estadios e instalaciones) e inmovilizado realizada en cada temporada. Por otro lado, hemos considerado la inversión en jugadores que aparece reflejada en la partida de derechos de adquisición de jugadores (tanto en importe neto como bruto).

Observamos que no es significativa la relación entre la inversión en jugadores, ni en inmovilizado, en cada temporada con los resultados deportivos obtenidos. Sin embargo, contra el resultado obtenido por Magaz (2002), encontramos que existe una relación significativa y positiva entre la inversión realizada por los clubes de fútbol españoles en jugadores, registrada en la partida de derechos de adquisición de jugadores, y los resultados deportivos que obtienen. El poder explicativo es relativamente alto ($R^2=0,537$) si los resultados se miden a través del índice compuesto (IND). Interesa también destacar que, como era de esperar, el comportamiento de la variable es mejor con el valor bruto que una vez descontada la amortización acumulada. Entendemos que esto es así por el hecho de que un jugador, a diferencia de una máquina, sobre todo cuando es joven, con el paso de los años mejora su rendimiento y, al final de su contrato, probablemente tendrá un valor similar o superior al que tenía cuando se le contrató. En el caso de jugadores de más edad, el valor será

similar puesto que la duración de sus futuros contratos será inferior, lo mismo que los derechos de traspaso que se pagan por ellos.

Este es uno de los motivos por los que, a la hora de tener en cuenta la calidad de la plantilla, añadimos la amortización de los derechos de adquisición de jugadores, pues esta partida recoge una parte importante de la calidad de los jugadores que se ve reflejada en los resultados deportivos de la temporada.

Como resumen de este apartado podemos señalar que, efectivamente, el endeudamiento de los clubes no supone un mejor rendimiento deportivo pero que la inversión acumulada en jugadores si lo favorece.

8.- LA CALIDAD DE LAS PLANTILLAS

8.1.- CONCEPTO DE CALIDAD EN EL FÚTBOL

Hablar de calidad es un asunto complejo. En primer lugar porque resulta difícil definirla. Podríamos partir de la idea genérica de que calidad es hacer las cosas bien y a la primera. Cabría un paso más, introduciendo el aspecto subjetivo, y definirla como el conjunto de características de un producto o servicio que satisfacen a los clientes. O, desde un punto de vista del propio producto o servicio, calidad consistiría simplemente en carecer de deficiencias.

Establecer aquellos parámetros que permiten hablar de calidad es más fácil que definirla. Para ello, previamente, cabe establecer dos niveles de calidad. El primer nivel comprendería la producción de bienes o servicios, con características mensurables, que satisfagan un conjunto de especificaciones definidas con anterioridad. Estaríamos hablando de calidad en el sentido de Crosby (1995) que la entiende como una conformidad con unos requisitos. En el segundo nivel estarían aquellos productos y servicios que satisfacen las necesidades de los clientes. El primer nivel constituiría lo que se denomina como “calidad real”, ligada intrínsecamente a las características del producto o servicio: implica trabajar sobre especificaciones. El segundo nivel correspondería con la “calidad percibida” y significa buscar la satisfacción del cliente de modo que la referencia se traslada a la percepción del cliente.

Deming (1989) sostiene que la calidad sólo se puede definir en función del agente. Es decir, en el fútbol, la calidad para un portero se traducirá en disponer bien a su defensa, bloquear todos los balones que no deba despejar, sacar con acierto, etc. Para un delantero se concretará en transformar las oportunidades de gol, etc. Para el presidente o la directiva será realizar la planificación adecuada, con los fichajes, inversiones y financiación oportuna, de modo que la afición se encuentre satisfecha y las finanzas del club garanticen la estabilidad a largo.

Esta filosofía enlaza con el concepto de “Calidad Total”. Se desarrolla en un entorno de satisfacción del cliente al menor coste. Abarca a toda la organización, no se limita a la calidad del producto, sino que persigue la calidad en los procesos, en los suministros, en los recursos – especialmente en los humanos-, etc. (Ishikawa; 1986).

Aunque, desde un punto de vista de la gestión, el directivo de un club, si aspira a un nivel de excelencia –en el sentido de Peters y Waterman (1984)- para toda la organización, se fijará especialmente en los aspectos que hacen referencia a la calidad de su producto y de su principal medio de producción.

El producto principal de un club de fútbol está ligado a la función de producción deportiva: es decir, el espectáculo deportivo y las competiciones. Gerrard (2001 a; 220) afirma que la función de producción deportiva es el núcleo del proceso económico de un club de fútbol. La calidad del producto deportivo se medirá principalmente a través de los resultados y del espectáculo que ofrece a sus aficionados. Por otro lado, un club -cada día más- también ofrece una gama amplia de servicios paralelos al negocio estrictamente deportivo. La evaluación de estos servicios, se realizará de forma similar a como se mide la calidad en otras empresas del sector de ocio.

Cocco y Jones (1997) sostienen que la demanda –ligada fuertemente con la calidad, al menos percibida- de un deporte profesional es una función de la calidad del equipo y su localización geográfica. La primera se refleja a través del registro histórico de resultados –en sentido amplio, con diversas medidas como clasificaciones, títulos, porcentajes de victorias-, y del estilo de juego. Así, el registro histórico tiene un carácter más objetivo y estaría ligado a la “calidad real”. El estilo de juego es un factor mucho más subjetivo y por lo tanto conectado con la “calidad percibida” por los aficionados. La derrota ante un equipo teóricamente superior no se percibe tan negativamente como ante un equipo de menor entidad. El sentimiento de la afición condiciona la “percepción” de la calidad hasta el pun-

to que no duele tanto la derrota si se entiende que se ha luchado y se ha dado todo en el campo.

En la Ilustración 8-1 se reflejan las relaciones que estamos explicando. A la derecha se reflejan los parámetros objetivos relacionados con la calidad tanto del producto como de los medios de producción. Con relación a ellos se fijarían los estándares de medida de calidad que nos situarían en el nivel de la calidad real. Mientras que la afición, en relación con su nivel de satisfacción con, en primer lugar, la plantilla y entrenador del equipo, y, posteriormente, con el espectáculo, los resultados y los servicios que recibe, marcará el nivel de calidad percibida que ofrece el club. Quizás convenga matizar que para un club de fútbol la afición es más que un cliente para una empresa. La razón es que excede el nivel de consumidor de un producto o servicio para convertirse, incluso, en parte del espectáculo.

Ilustración 8-1. Principales ámbitos de calidad en el fútbol.



Fuente: elaboración propia

Por otro lado, para conseguir un producto de calidad –su producción más propia es la deportiva- un club de fútbol deberá perseguir el máximo nivel de calidad en sus principales medios de producción. Scully (1974) y Ge-

rrard y Dobson (2000) plantean modelos que hacen depender los resultados deportivos de los clubes –primordial exponente de la producción deportiva- principalmente de las características de los jugadores de la plantilla y del entrenador. Así, Scully (1974) propone la siguiente expresión:

$$(34) \quad W = f(T, C, X, Y)$$

donde:

- W: representa el rendimiento del equipo medido por los resultados de los partidos,
- T: las cualidades de los jugadores *ex ante*,
- C: la influencia del entrenador,
- X: otros factores, que influyen en el rendimiento de los jugadores
- Y: otros factores.

Gerrard y Dobson (2000) la simplifican en:

$$(35) \quad \text{Resultado Equipo} = f(q, \theta)$$

donde:

- q: representa el nivel de las cualidades de los jugadores, y
- θ : recoge la influencia del entrenador (métodos de entrenamiento, estrategia de equipo, motivación, etc.).

Ambas expresiones se pueden resumir expresando que la función de producción deportiva tiene dos componentes: la función de producción del jugador y la del equipo (Dawson *et al.*, 2000).

De esta manera, podríamos afirmar que la calidad de los medios de producción se concentra principalmente en la calidad de su capital humano deportivo: la plantilla y el entrenador. Por este motivo, nos vamos a centrar en los aspectos relacionados con la calidad de los jugadores en la medida en que ellos van a generar afición (percepción de la calidad: los fichajes de jugadores son un elemento esencial de cara a generar ilusión

en los seguidores) y protagonizar las victorias y derrotas del equipo (los entrenadores siempre aluden a que los partidos los ganan sus jugadores).

8.2.- INDICADORES DE LA CALIDAD DE LA PLANTILLA

La estandarización de indicadores de la calidad de una plantilla no es una tarea fácil. Los factores que afectan son múltiples. Más aún en un deporte como el fútbol donde el resultado final es consecuencia del trabajo de once jugadores que se enfrentan a otros tantos y que, pueden desempeñar funciones diversas –salvo en el caso de los porteros–.

Son muchos los factores que afectan o pueden afectar a la calidad de los jugadores, como pueden ser sus condiciones físicas (edad, lesiones, resistencia, velocidad, etc.), su habilidad técnica (control de balón, pases, goles, posicionamiento, etc.) y su personalidad (capacidad de liderazgo, lucha, esfuerzo, actitud en el vestuario y en el campo, etc.), entre otros. Sin embargo, muchos de estos factores son realmente difíciles de medir y, por otra parte, su medición y su evaluación, en cuanto aquello que aportan a la calidad del jugador, comportan un alto grado de subjetividad. Por esta razón, se han utilizado diversas aproximaciones para estimar la calidad de las plantillas, que se exponen a continuación.

8.2.1.- Aproximación a través del rendimiento del jugador

Este tipo de aproximación tiene su origen en el trabajo de Scully (1974) centrado en la determinación de los salarios que podrían recibir los jugadores de béisbol en función de su rendimiento. En su artículo, Scully propone una ecuación de rendimiento del equipo en la que el resultado –medido en términos de victorias– depende principalmente de las medias de bateos y lanzamientos. A partir de esa ecuación se puede calcular la contribución marginal de los bateos y lanzamientos de cada jugador al resultado del equipo. Esa contribución marginal sería un indicador de la calidad del jugador.

Esta aproximación adolece de dos importantes limitaciones. Por un lado, no proporciona una medida *a priori* de la calidad del jugador. Es una

perspectiva de pasado: muestra la calidad en temporadas anteriores, pero nada asegura que se mantenga. Por otro lado, este tipo de aproximación sólo es viable en el caso de deportes cuyo rendimiento dependa de aspectos concretos, fácilmente cuantificables, y que efectivamente recojan la contribución del jugador al resultado final. En este sentido, puede ser válido para deportes como el béisbol donde el número de carreras, bateos o lanzamientos está claramente definido y se sabe a quien corresponden. Sin embargo, en el fútbol es mucho más difícil cuantificar la contribución al triunfo, por ejemplo, de un centrocampista, que se pasa gran parte del partido corriendo, buscando una posición que descoloque a los contrarios o dando seguridad a los jugadores más creativos.

Para solventar la primera de las limitaciones, es decir, para partir de una aproximación de la calidad *a priori*, Fizel y D'itri (1996) se basan en el denominado *Hoop Scoop Talent Index* que asigna una puntuación entre 1 y 10 a cada jugador perteneciente a las ligas escolares de baloncesto. Dicha puntuación se obtiene a partir de las que otorgan los entrenadores y ojeadores. En este caso, hay una valoración previa a la incorporación de un jugador a la liga profesional. Sin embargo, es una medición subjetiva aunque proceda de expertos en la materia. Estos sistemas de aproximación al valor basados en expertos, entrenadores y ojeadores, también se emplean, no tanto con fines científicos sino para descubrir a los jugadores más valiosos en el fútbol¹⁷⁵.

8.2.2.- Aproximación por el Índice de Calidad del Jugador

Gerrard (2001 a) plantea un modelo con el objeto de elaborar un índice compuesto de la calidad de jugadores (PQI), basándose en un conjunto de características observables de éstos, previas al desempeño de su actividad en el club.

¹⁷⁵ Así se desprende de la entrevista que realiza Murphy (2001) a Peter Taylor, ex-seleccionador sub-21 y absoluto de Inglaterra, hablando del desarrollo de las cualidades de los jugadores en el fútbol.

Posteriormente, determina la calidad del equipo a partir del índice de calidad de jugadores (PQI). Esto lo realiza por dos vías, obteniendo el Índice total de calidad del equipo (TTQI) y el Índice de calidad del equipo utilizado (UTQI). El primero es la suma de las puntuaciones de todos los índices de cada uno de los jugadores de la plantilla. El segundo pondera las puntuaciones por el número de partidos disputados por cada jugador.

La estimación de la calidad del club a partir de los jugadores que componen la plantilla presenta la ventaja de suministrar información tanto de jugadores como del equipo en su conjunto. El inconveniente radica en la dificultad de acceder a la información necesaria para emplear el modelo. En la medida que se multiplican los elementos sobre los que hay que recabar datos se acrecienta la probabilidad de no disponer de algunos de ellos.

Para desarrollar este modelo, el autor identifica el conjunto de variables que recogen las características observables de los jugadores. Posteriormente, emplea la técnica del precio hedónico para combinar las diferentes características en un solo índice compuesto.

La teoría de las funciones de precio hedónico facilita una estructura de trabajo para el análisis de bienes diferenciados cuyas características individuales no tienen precios de mercado observables. Así, un producto diferenciado se puede representar por un vector de características con el precio de mercado dependiendo de ese conjunto de propiedades. De modo que el precio de mercado del producto implícitamente revela la función de precio hedónico relacionando las características con los precios (Janssen *et al.* 2001; 344).

Aplicando esta técnica a los gastos de personal y/o a los derechos de traspaso de jugadores, como precios de mercado o precios observables ($V_{i,t}$ en las expresiones que figuran a continuación), a partir de ellos, se pueden obtener los precios implícitos de las características de los jugadores que se seleccionen como predictores eficientes del rendimiento futuro de los jugadores.

Gerrard justifica el uso de los precios hedónicos basándose en la siguiente argumentación: supone, en primer lugar, que el valor de un jugador i en un momento determinado (t) depende de su rendimiento futuro, por tanto:

$$(36) \quad V_{i,t} = f_v(q_{i,t}^e)$$

donde $q_{i,t}^e$ representa el rendimiento futuro esperado. Este se puede estimar en función de las características observadas X_1, \dots, X_m del jugador i en un momento previo ($t-1$).

$$(37) \quad q_{i,t}^e = f_e(X_{i,1,t-1}, \dots, X_{i,m,t-1})$$

Sustituyendo (37) en (36) se obtendría que el valor de un jugador es función de las características que determinan su rendimiento futuro. Suponiendo una relación lineal obtendríamos la ecuación del valor para un determinado jugador:

$$(38) \quad V_{i,t} = a_0 + a_1 X_{i,1,t-1} + \dots + a_m X_{i,m,t-1} + u_{i,t}$$

Las características $X_1, t-1, \dots, X_m, t-1$ del jugador i son los predictores eficientes del rendimiento futuro esperado del jugador y, en consecuencia, los determinantes del valor actual. Es importante destacar que en este modelo se parte de características *ex ante*. De manera que proporcionan un medio operativo de medir la capacidad del jugador antes de comprobar su rendimiento en la temporada actual. No obstante, al emplear variables de rendimiento de temporadas anteriores, en cierto modo, se supone que el comportamiento del jugador será similar en las venideras.

Los parámetros a_1, \dots, a_m representan los precios marginales implícitos de cada uno de los atributos del jugador. Se asume que son constantes.

Se ha introducido el término independiente a_0 para recoger aquellos factores que contribuyen al valor del jugador pero que no se corresponden con ninguna característica propia de él. Podría recoger las variaciones en el mercado de jugadores a consecuencia de los cambios en la normativa –

como ocurrió a raíz de la sentencia Bosman- o a las restricciones que ha supuesto para el mercado de traspasos la crisis de las televisiones, etc.

El término $u_{i,t}$ representa el error típico ligado a la estimación del modelo por medio de la regresión de mínimos cuadrados¹⁷⁶.

Una vez determinada la calidad de cada uno de los jugadores, se obtiene la del equipo, en términos totales o bien teniendo en cuenta la participación de los jugadores.

Aparte de las dificultades de obtener la información de las características relevantes, y de que no se justifica la metodología para seleccionar esas características, el propio autor del modelo, destaca que pueden existir problemas de correlación entre las características del jugador y el equipo, que la determinación de los derechos de traspaso y salarios pueden estar condicionados por cambios estructurales en el mercado de jugadores (aunque la introducción del término independiente a_0 puede paliar este problema si se le hace depender del tiempo) y que los derechos de traspaso actuales están influidos por la expectativa de realización de un traspaso futuro. En este último caso, la edad puede condicionar especialmente el valor de traspaso de jugadores cuando se aproxima el final de su carrera deportiva.

8.2.3.- Aproximación financiera

Este tipo de aproximación a la calidad, está asociada con el análisis realizado por Szymanski y Kuypers (1999) para establecer la relación existente entre el gasto salarial y el rendimiento que los clubes ingleses tienen en liga.

Parten de la premisa -perfectamente asumible- de que el gasto en sueldos y salarios de un club será directamente proporcional a la calidad de los jugadores empleados. Aceptado esto, se puede entender que el gasto de

¹⁷⁶ Algunos autores han propuesto la aplicación de herramientas más robustas que la de mínimos cuadrados. Por ejemplo, Yoo (2001) propone aplicar las mínimas desviaciones absolutas y Janssen *et al.* (2001) emplean mínimos de los cuadrados de la mediana.

personal sirve para representar la variable calidad del equipo. Esto es así puesto que la función de producción deportiva se expresa en el resultado del equipo y éste se puede determinar como una función de los gastos de personal. El hecho de que el mercado de jugadores sea un mercado competitivo, especialmente a partir de la sentencia Bosman, refuerza esta idea, ya que los clubes estarán dispuestos a pagar más a los jugadores de mayor calidad y, a su vez, es previsible que las plantillas más cualificadas obtengan mejores rendimientos en liga. Esta relación entre sueldo y calidad, en un contexto competitivo, se podría resumir en la siguiente frase de Szymanski y Kuypers (1999; 83): “el precio (o salario) de un futbolista debería reflejar la escasez de las cualidades que aporta”. Es decir, en la medida que un jugador aporta características menos comunes, el club estará dispuesto a pagar más.

Por su lado, Palomino y Rigotti (2000 a) afirman que las capacidades de un club son consecuencia de su potencial para contratar jugadores – medido por su riqueza- al comienzo de la temporada. Esta premisa lleva implícita la idea de que habrá más calidad en los equipos más ricos y que más invierten en jugadores.

Como una evidencia empírica de esta relación, Szymanski y Kuypers (1999; 165) analizan la influencia del gasto salarial sobre el rendimiento en la liga inglesa. Para ello, emplean una regresión logarítmica simple tomando como variable dependiente la media del resultado en liga y variable independiente el gasto en salarios relativo a la media de todos los clubes. Estudian también si los derechos de traspaso explican los resultados deportivos. Concluyen que, así como los gastos de personal presentan una correlación elevada ($R^2=0,92$), los derechos de traspaso son un pobre predictor de los resultados cuando interactúan con los salarios. Lo explican, en parte por la correlación existente entre ambas variables¹⁷⁷.

¹⁷⁷ Szymanski y Kuypers (1999; 175) encuentran una correlación entre salarios y derechos de traspaso de 0,56. Nosotros, para el caso de los equipos españoles analizados, hallamos una correlación del 0,73. Recordamos que hemos encontrado una relación positiva entre los resultados deportivos y el importe de la inversión en derechos de traspaso que aparece en el balance.

Un alto gasto para obtener los mejores jugadores suele conducir también a más altos salarios. Sin embargo, esto, con las nuevas reglas de contratación de jugadores, no tiene porque ser así, pues cuando un jugador hace que su contrato expire –siendo mayor de 23 años- llega al nuevo club sin que éste tenga que desembolsar ninguna cantidad por su traspaso y, en consecuencia, puede tener una mayor remuneración.

La simplicidad de esta aproximación es una de sus principales ventajas. El razonamiento es claro e intuitivo, aunque matizable, pues puede enriquecerse con otros gastos relacionados con los jugadores, en concreto, la dotación a la amortización de derechos de adquisición de jugadores. En este caso, se trabaja con una información disponible, al menos, de forma global para la totalidad de la plantilla y personal deportivo. No obstante para emplearla será necesario hacer algunas precisiones. En el caso español, como los clubes tienen obligación de desglosar el importe correspondiente a lo que pagan a su personal deportivo, este dato figurará en las memorias de los clubes de fútbol. Sin embargo, no se desglosa –al menos no lo hacen todos los clubes- la cantidad correspondiente a las cargas sociales del personal deportivo.

Aproximar con los gastos salariales presenta una seria limitación. Los gastos del personal deportivo están parcialmente condicionados por el rendimiento que han ofrecido los jugadores. Una parte importante de los salarios se condiciona a los puestos. Son las denominadas primas. Por ejemplo, para la temporada 2001/02, el Real Madrid acordó pagar unas primas de 300.000 euros por jugador en caso de ganar la Liga de Campeones, 210.000 euros por ganar la liga, 90.000 euros adicionales por ganar ambas competiciones más otras cantidades menores a repartir con el resto del personal¹⁷⁸. Por otro lado, cada vez más, se plantean las negociaciones salariales en función de objetivos como número de partidos jugados, número de goles, etc. Incluso se fijan condiciones en los dere-

¹⁷⁸ Marca, viernes 19 de octubre de 2001, pág. 3.

chos de traspaso que provocan su aumento si se supera una cifra de goles¹⁷⁹ o si el nuevo equipo consigue determinado objetivo deportivo.

Esta aproximación presenta otra complicación. Las variables de medición de los salarios y otros gastos relacionados con el personal tienen una elevada volatilidad. Por este motivo es posible que exista un alto error de predicción en el modelo de regresión.

El planteamiento de Szymanski y Kuypers (1999) deja de lado algunos factores de coste de las plantillas asociados a la calidad y que tienen una considerable importancia. Desde nuestro punto de vista, el coste de un jugador no se limita a la ficha que percibe, sino que también debemos incluir el importe correspondiente a la amortización de los derechos de traspaso correspondientes a la temporada. El razonamiento es sencillo y ya se expuso al hablar de la contratación de jugadores. El reciente fichaje de Mackaay por el Bayern de Munich puede servir de ejemplo. Ante las posturas inflexibles de ambos clubes respecto a la cantidad correspondiente al traspaso, el jugador acabó renunciando a parte de su salario para que el club comprador dispusiera de esa cantidad en orden a hacer efectiva su contratación¹⁸⁰.

Aparte de los sueldos y salarios del personal deportivo, la amortización de los derechos de traspaso será la partida de coste más importante de cara a determinar la calidad de una plantilla. Recordamos que sólo se recogen en el activo de un club los derechos de adquisición de jugadores incorporados a título oneroso y, por lo tanto, esos derechos serán los que se amorticen anualmente a lo largo de la duración del contrato. Lo habitual es que un club esté dispuesto a pagar más por los jugadores más valiosos, de modo que la amortización correspondiente a un jugador es un indicador de la calidad del mismo.

¹⁷⁹ Diego Tristán resultó 1,8 millones de euros más caro al Deportivo de La Coruña por superar, en la primera temporada con su nuevo club, los goles estipulados en el contrato de traspaso del jugador.

¹⁸⁰ En el diario Marca del 13 de agosto de 2003, pág. 10, se recogen unas declaraciones del presidente del Bayern en las que afirma que el jugador tuvo que renunciar a su salario de julio para que el Deportivo de la Coruña accediera al traspaso.

Un importante problema aparece en relación con los jugadores que se han generado internamente, es decir los procedentes de la cantera¹⁸¹. Por ellos no se ha tenido que pagar una cantidad en concepto de derechos de traspaso, sin embargo, es evidente que tienen un valor. Aquí surge una limitación, ya mencionada en cuando hablamos de la calidad de la información financiera. Algunos clubes, por ejemplo el Rayo Vallecano, han optado por valorar los jugadores procedentes de la cantera y activar ese valor. Evidentemente, estas prácticas irregulares restan homogeneidad a la muestra. Probablemente se traducirán en un menor poder explicativo de las variables respecto a los resultados. Pues este tipo de operativa suele realizarse por los clubes con más problemas financieros y sin alto rendimiento en los terrenos de juego.

Algunos autores como Moreno y Serrano (2002, 2003) proponen su inclusión en el activo de la empresa tomando como referencia la indemnización que prevé la nueva normativa FIFA. Por su parte, Ordóñez (2002; 22) matiza que para jugadores jóvenes adquiridos en el mercado, a la hora de amortizar los correspondientes derechos de traspaso, en vez de tomar un valor residual nulo, quizás habría que considerar la cantidad que se recibirá como indemnización por formación prevista por la normativa FIFA. Si se adoptara esta práctica, lógicamente el importe a amortizar en cada ejercicio disminuiría.

De cualquier forma, ambas propuestas no dejan de ser más que unas orientaciones hacia el tratamiento a aplicar. Sin embargo, nosotros tendremos que trabajar con los datos disponibles: la dotación a la amortización, aún sabiendo que se pierde cierta información sobre la calidad de la plantilla, especialmente en aquellos clubes con un elevado número de jugadores procedentes de la cantera.

En principio, cabría esperar que, un club, cuanto más se abastezca de jugadores procedentes de su cantera, menor inversión en jugadores debe-

¹⁸¹ Sobre este aspecto se pueden consultar los trabajos de Moreno y Serrano (2002 y 2003).

ría realizar. En consecuencia, los derechos de traspaso en el balance serían menores. Así esperaríamos una relación inversa entre el número de jugadores procedentes de la promoción interna y la inversión que el club realiza en jugadores. Sin embargo, hemos observado que, en nuestra muestra, el grado de correlación entre los derechos de adquisición y los jugadores procedentes de la cantera no es significativo (presenta una cola de significación bilateral de 0,87 en 99/00) y es prácticamente nulo (0,0504 y 0,0452 para las temporadas 99/00 y 00/01 respectivamente). Esto significa que la relación entre lo invertido por los clubes en derechos de traspaso y los jugadores procedentes de su cantera es muy débil.

Existe una posible explicación para el fenómeno descrito previamente. Aquellos clubes que tienen una política de promoción de jugadores desde sus categorías inferiores, para mantener un alto nivel competitivo, se ven obligados a realizar fichajes de calidad que contrarresten las carencias de su plantilla. Este tipo de jugadores cualificado será, a su vez, más escaso y su demanda elevará su cotización (tanto en derechos de traspaso como en salarios). En consecuencia, la amortización reflejará información suficiente a los efectos de recoger la calidad de la plantilla y por esta razón la utilizaremos en nuestro análisis.

Las lesiones en el fútbol profesional suponen un importante coste para los clubes¹⁸². En cierta medida, la salud de un futbolista se podría considerar como un aspecto de su calidad. Un jugador lesionado sigue cobrando su salario y sin embargo no contribuye al resultado del equipo. Las normas de adaptación del PGC contemplan la pérdida de valor de los derechos de adquisición de forma reversible y crea una cuenta de “Provisión por depreciación del inmovilizado inmaterial deportivo” (Ordóñez, 2002; 22). Se podría esperar que, en caso de producirse pérdidas de valor

¹⁸² El coste de las lesiones de jugadores se eleva cuando un club tiene que contratar a un jugador adicional para cubrir el puesto del lesionado. Fuller (2000; 57) estima que el número medio de lesiones por jugador al año es de 2,7 y la duración media de la lesión es de 15 días. Waddington (1998) recoge datos de un estudio realizado en Inglaterra que sostiene que el porcentaje de lesiones del fútbol es del 39,3% de los participantes que lo practican durante 4 semanas. A partir de estos datos se podría hacer una estimación de los costes que las lesiones suponen para un club.

por ese motivo, los clubes dotaran las provisiones oportunas, sin embargo, lejos de seguir esa política, los clubes pretenden presentar el mayor valor posible en sus balances. Por este motivo, la pérdida de valor a consecuencia de las lesiones no aparecerá en esta aproximación¹⁸³.

Finalmente, hemos de plantearnos qué ocurre con el caso de la renovación de los contratos de los jugadores. En este caso, se plantean dos posibles alternativas. La primera se produce si el jugador recibe un importe ligado a las temporadas durante las cuales se compromete con el club, dicha suma se podría contabilizar como “gastos a distribuir en varios ejercicios”. En este caso, habría que incluir dentro de la variables proxy de carácter financiero, el importe de esta partida. Sin embargo, no hay información suficiente como para determinar qué cuantía de los gastos a distribuir en varios ejercicios tienen su origen en la renovación de jugadores. Por este motivo, no la emplearemos en nuestro análisis. La segunda consistiría en aumentar el valor del derecho de adquisición. Sin embargo, esta alternativa no parece adecuada pues el jugador realmente negocia su retribución –por las vías que estime más conveniente- y por lo tanto, al no ser un importe pagado a un tercero, propietario del derecho, no procede emplear este tratamiento (Ordóñez, 2002; 23).

8.3.- EFECTO DE LA CALIDAD EN LOS RESULTADOS

En el presente apartado vamos a estudiar los efectos que tiene la calidad de una plantilla en los resultados de un club. Para ello empleamos una aproximación financiera a la calidad. En primer lugar, expondremos las distintas variables dependientes e independientes con las que vamos a trabajar. A partir de ellas, por medio de un análisis de regresión lineal simple, determinaremos aquellas variables de calidad que explican mejor los resultados deportivos. Finalmente, a la luz de los resultados, seleccio-

¹⁸³ En trabajos como los de Dobson *et al.* (2000) y Gerrard y Dobson (2000) donde buscan el valor de traspaso de los futbolistas a partir de sus características, tampoco consideran las lesiones sufridas previamente como variable. A lo sumo, Gerrard y Dobson (2000) incluyen una variable que recoge el estado de forma actual del jugador.

naremos las variables más apropiadas como indicadores de la calidad de la plantilla a los efectos de la valoración de un club de fútbol.

8.3.1.- Variables de resultados influidas por la calidad

En nuestro análisis, entendemos que los resultados obtenidos por un equipo son consecuencia, entre otras cosas, de la calidad de sus jugadores y su cuerpo técnico. Esta hipótesis está en la línea de las enunciaci-ones de Scully (1974); Palomino y Sákovics (2000; 6) “la calidad de los jugadores influye en la probabilidad de que un equipo gane la competi-ción”; Gerrard y Dobson (2000); Dawson *et al.*(2000); Dobson y Goddard (2001 b) y Szymanski (2001).

El objetivo perseguido en este apartado es comprobar si existe algún tipo de relación entre la calidad de la plantilla y el resultado deportivo conse-guido por el equipo a lo largo de toda una temporada. Por este motivo, emplearemos variables de resultados que recojan el rendimiento deporti-vo del equipo en una campaña. Principalmente, usamos variables de puntos conseguidos y de clasificación. No utilizamos las de porcentaje de victorias puesto que, en el fútbol, es frecuente que se produzcan empates de modo que se necesitaría remediar este efecto. Dawson *et al.* (2000) co-rrigen el influjo del empate considerándolo como media victoria¹⁸⁴. Aun-que esta forma de medir solventa, en parte, el problema, nosotros prefe-rimos el sistema de puntos que incorpora, por naturaleza, las victorias, con valor de 3 puntos, y los empates, a razón de 1 punto.

Emplearemos la medida de la clasificación en la liga, como medida del resultado, explicada en el capítulo precedente:

$$(39) \quad \text{LNPOS} = -\ln\left(\frac{\text{posición}}{43 - \text{posición}}\right)$$

¹⁸⁴ La expresión de esta variable sería: $\frac{(\text{PG}+0'5\text{PE})}{\text{PJ}}$, donde PG, PE y PJ serían partidos ganados, empatados y jugados, respectivamente.

Dentro de las variables de puntos, escogemos los puntos acumulados que, como se explicó previamente, suma los puntos al final de la temporada del campeón de Segunda a los puntos de los equipos de Primera División.

Para analizar de forma global los efectos de la calidad de la plantilla en los resultados deportivos, empleamos el índice compuesto de resultados.

8.3.2.- Las medidas de la calidad

Para nuestro análisis, vemos preferible adoptar medidas de calidad de la plantilla acordes con la aproximación financiera, expuesta con anterioridad. Nos inclinamos por esta aproximación, sobre todo porque transmite información de carácter económico: **es un aproximador de la calidad cuantificado en términos monetarios**. Somos conscientes de las limitaciones, en especial, la incidencia que tienen las primas por conseguir buenos resultados en el incremento salarial. Sin embargo, pensamos que incluyendo otras variables como la amortización de los derechos de traspaso de los jugadores se atenúa ese efecto.

Nos interesan medidas de la calidad de la plantilla en su conjunto, incluso incluyendo al personal técnico: entrenadores, preparadores físicos, etc. La calidad global es la que determina los resultados y, por ende, la que influirá, en definitiva, en el valor del club de fútbol.

El gasto en salarios (Szymanski y Kuypers, 1999; Dawson *et al.*, 2000) es una de las variables que emplearemos como aproximación a la calidad. Una de las limitaciones planteadas por Dawson *et al.* (2000) a esta variable es la inclusión de los costes salariales del personal no deportivo. En nuestro caso, esa limitación está atenuada por el hecho de que los clubes españoles informan separadamente de los **sueldos del personal deportivo**. Por consiguiente, también esta será una de las variables que empleemos. En ocasiones excepcionales, algunos clubes no informaban separadamente del importe de los sueldos del personal deportivo. Para esos supuestos, hemos estimado el importe en función de la proporción que re-

presenta respecto al total de sueldos en la siguiente temporada en la que contamos con información.

Ya se apuntó previamente que en esa partida, está también incluido el importe de sueldos y salarios de los jugadores y técnicos de otras secciones deportivas. Sin embargo, el porcentaje que representan es lo suficientemente bajo como para no influir de forma importante.

Por otro lado, las cargas sociales, no están diferenciadas entre personal deportivo y no deportivo. Dado que la incidencia de esta partida es poco relevante pues sólo representa, de media, el 5,4% de los sueldos del personal deportivo, hemos decidido no incluirla dentro de las variables de coste de personal empleadas en nuestro análisis.

Szymanski y Kuypers (1999) emplean también el sueldo pero de forma relativa al gasto medio de los clubes en nóminas de jugadores.

Gerrard (2001 a) habla de dos variables: los salarios y la inversión neta en traspasos. Dobson *et al.* (2000) trabajan con el logaritmo de los derechos de traspaso y Gerrard y Dobson (2000) además lo emplean en términos reales (tomando como base el año 1990). Nosotros pensamos que los derechos de traspaso los podemos introducir en la variable de análisis a través de la amortización de los mismos. Así incorporamos una nueva variable “amortización de derechos de traspaso”. No obstante, también emplearemos el importe de la inversión total en derechos de traspaso de jugadores.

Algunos equipos no informan separadamente de la parte de amortización que se refiere a los derechos de adquisición de jugadores. Por ese motivo, hemos comprobado la importancia que la amortización de jugadores tiene dentro del conjunto de las amortizaciones en nuestra muestra. Como era de esperar, el porcentaje es muy alto, un 85,9%, debido a los elevados importes y los cortos plazos de amortización. En consecuencia, pensamos que podemos aproximar la dotación a la amortización de jugadores a través de la dotación a la amortización global del ejercicio. Emplearemos

ambas variables en sus formas naturales y transformadas por medio del logaritmo neperiano.

También creamos una variable que agrupa todo el gasto originado por el personal deportivo en el ejercicio. Agrega la amortización de los derechos de traspaso y el sueldo del personal deportivo.

Por último, Feess y Stähler (2002) sugieren que los ingresos de televisión pueden representar una variable aproximadora de la calidad de la plantilla. Sin embargo, nosotros pensamos que los ingresos son consecuencia de los resultados y estos de la calidad de la plantilla. Por consiguiente, consideramos mejor no emplear esta variable con estos fines.

8.3.3.- Relación calidad y resultados

En este apartado pretendemos contrastar la siguiente hipótesis:

“La calidad de la plantilla, aproximada con criterios financieros, explica los resultados deportivos del equipo”.

Con este objeto realizamos un análisis de regresión entre las variables de resultados y los indicadores de la calidad de la plantilla que se han enumerado en los apartados anteriores.

En primer lugar, hemos contrastado el grado de explicación de los resultados a través de los indicadores de calidad financieros empleando un análisis de regresión simple. Las variables de resultados elegidas han sido el índice compuesto, en su forma natural y logarítmica; los puntos acumulados en la liga y la variable de clasificación de la liga transformada.

Las variables elegidas para la aproximación de la calidad han sido los sueldos del personal deportivo (SPD), la dotación a la amortización de los derechos de adquisición de jugadores (DADAJ), la dotación a la amortización total (DOTAM), el gasto de personal deportivo conjunto (sueldos más amortización de jugadores o total)(SPD+DADAJ o SPD+DOTAM) y los derechos de adquisición de jugadores (DAJ) como medida de la inversión en

jugadores. En este último caso, hemos optado por el importe bruto pues refleja el esfuerzo inversor de los clubes a lo largo de los años¹⁸⁵.

Una vez realizada la regresión entre las variables enumeradas en los párrafos anteriores, la principal conclusión es que todas las variables financieras aproximadoras presentan una relación positiva con el resultado, siendo a su vez significativas.

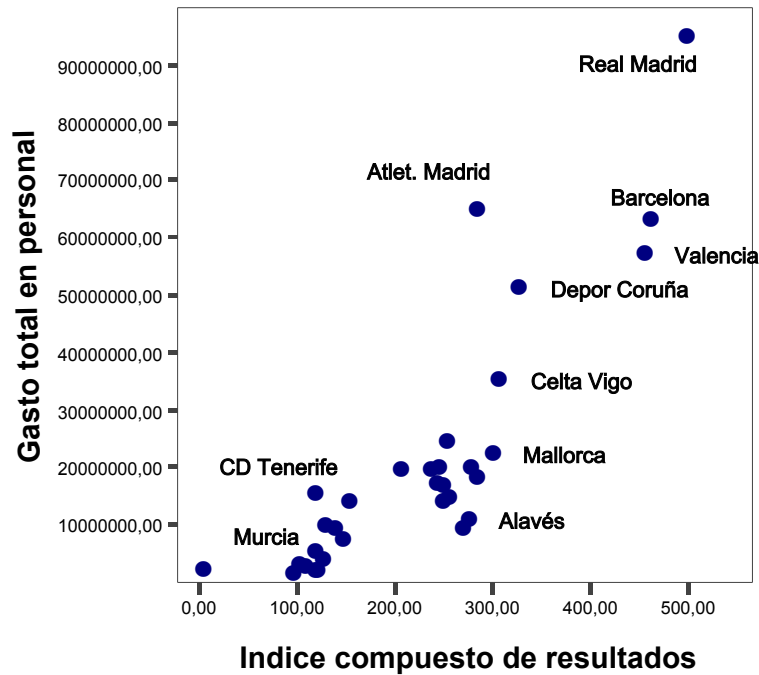
Además, observamos que trabajar con la amortización total no mejora de forma significativa a las regresiones. Por lo cual, nos inclinamos a trabajar con la dotación a la amortización de los derechos de adquisición al ser un concepto más próximo a la calidad del personal deportivo.

Las formas logarítmicas y semilogarítmicas se comportan mejor que las naturales. Esto encuentra su explicación en que los equipos con mejores resultados realizan esfuerzos muy superiores, desde el punto de vista económico, para contar con las mejores plantillas. En la Ilustración 8-2 se aprecia como los equipos con mayores gastos en sueldos y amortización de derechos de adquisición son los que mejores resultados obtienen. Asimismo, destaca la concentración de clubes en la zona con menores gastos y resultados para irse disparando el importe de los gastos, a medida que nos desplazamos en el eje de los resultados. Sólo el Atlético de Madrid se desvía de la tónica general. De hecho, en esa temporada - aunque disputó la Copa de la UEFA, alcanzando los octavos de final - perdió la categoría y descendió a Segunda División. Por lo tanto, estamos ante un club, diseñado con inversiones en plantilla y sueldos pensados para jugadores y técnicos de calidad, cuyos resultados no se correspondieron con ésta. No obstante, en esa temporada, fue subcampeón de la Copa del Rey. Por esa razón, junto a su participación en la Copa de la UEFA, su índice compuesto de resultados le sitúa entre los mejores equi-

¹⁸⁵ Algunos clubes, por ejemplo la Real Sociedad, siguen la política de dar de baja el importe de los derechos de jugadores totalmente amortizados. En ese sentido, esta medida presenta una limitación. No obstante, seguimos pensando que el importe bruto contiene más información que el neto y por eso lo empleamos.

pos aunque con un nivel de gasto en plantilla muy superior a los conjuntos que presentan un índice similar.

Ilustración 8-2 Relación resultados y gasto en plantilla (Temp. 99/00)



Fuente: Elaboración propia

La variable “puntos acumulados en la liga” es la que peor grado de explicación encuentra en las distintas variables dependientes. El R^2 de las regresiones sobre esta variable oscila entre 0,109 y 0,296 en función de las variables independientes empleadas.

La variable clasificación, medida a través de la expresión (39), recoge mejor la relación con la calidad de la plantilla. Su R^2 fluctúa entre 0,454, al emplear como variable dependiente el logaritmo neperiano de los derechos de adquisición de jugadores (LNDAJ), y el 0,673, respecto al logaritmo de la suma de los sueldos del personal deportivo y la dotación a la amortización de los derechos de adquisición de jugadores (LN(SPD+DADAJ)).

La variable independiente que peor explica los resultados y, en consecuencia, refleja con más deficiencias la calidad de la plantilla es la que recoge los “derechos de adquisición de jugadores”.

En la Tabla 8-1 se recogen, a modo de resumen, los principales datos de las regresiones entre las distintas variables. La variable dependiente que nos permite alcanzar los mejores grados de explicación de las plantillas es el “índice compuesto”. Esto resulta razonable pues el rendimiento, medido en resultados, de un equipo va más allá de su rendimiento exclusivamente en la liga. Además, los equipos que participan en competiciones europeas necesitan plantillas más competitivas. Por este motivo, el índice compuesto que hemos elaborado presenta un mayor grado explicativo.

Tabla 8-1. Estadísticos de la Regresión entre variables de resultado y calidad de las plantillas

<i>Índice compuesto</i>	<i>R²</i>	<i>t</i>	<i>sig.</i>
Sueldos personal deportivo	0,555	11,721	0,000
Dchos. adquisición jugadores	0,559	11,813	0,000
<i>ln índice compuesto</i>			
ln (Sueldos personal deportivo)	0,664	14,739	0,000
ln (Dot. amort. dchos. adquisición jugadores)	0,632	12,906	0,000
ln (Sueldos + Dot. amort. jugadores)	0,758	17,605	0,000
ln (Dchos. adquisición jugadores)	0,532	11,135	0,000
<i>índice compuesto</i>			
ln (Sueldos personal deportivo)	0,719	17,229	0,000
ln (Dot. amort. dchos. adquisición jugadores)	0,607	49,636	0,000
ln (Sueldos + Dot. amort. jugadores)	0,794	20,089	0,000
ln (Dchos. adquisición jugadores)	0,479	32,184	0,000
<i>-ln (p/43-p)</i>			
ln (Sueldos personal deportivo)	0,592	13,829	0,000
ln (Dot. amort. dchos. adquisición jugadores)	0,536	11,333	0,000
ln (Sueldos + Dot. amort. jugadores)	0,673	15,317	0,000
ln (Dchos. adquisición jugadores)	0,454	10,393	0,000

Nota: las variables dependientes aparecen en negrita

Fuente: elaboración propia.

La variable independiente que ajusta más la calidad, elevando así el grado de explicación de los resultados deportivos de los equipos, es la que

agrega el sueldo del personal deportivo a la dotación a la amortización de jugadores en la temporada.

Una vez realizado el análisis de regresiones simples, comprobamos si el modelo de regresión alcanza un mayor nivel explicativo al introducir más de una variable independiente en el modelo. Para esto, lo primero que hacemos es estudiar el grado de correlación entre las variables. Ratificamos que existe una elevada correlación entre los sueldos del personal deportivo, la dotación a la amortización de los derechos de adquisición de jugadores y los derechos de adquisición de jugadores. La relación entre los derechos de adquisición y su amortización es evidente y, en consecuencia, lógico que estén correlacionadas. A su vez, parece razonable un mayor gasto salarial paralelo a una mayor inversión en jugadores, pues los clubes que deseen una plantilla de más calidad, están abocados a invertir más para traer a los mejores jugadores, y, además, habrán de retribuirles con salarios más elevados.

Dado que la multicolinealidad es muy elevada, seguimos un proceso de regresión de pasos sucesivos, de manera que se van introduciendo variables independientes, en la medida que aportan una explicación superior.

En primer lugar, empleamos como variable dependiente el índice compuesto y como variables dependientes los sueldos del personal deportivo, la dotación a la amortización de los jugadores y los derechos de adquisición. Todas ellas en forma logarítmica. El modelo resultante es:

$$(40) \quad \text{LNIND} = -0,281 + 0,243 \text{LNSPD} + 0,118 \text{LNDADAJ} + e$$

donde:

- LNIND es el ln del índice compuesto,
- LNSPD es el ln de los sueldos del personal deportivo, y
- LNDADAJ es el ln de la dotación a la amortización de los derechos de adquisición de los jugadores.

La variable excluida es el logaritmo de los derechos de adquisición de jugadores (LNDAJ). El grado de explicación es elevado ($R^2=0,729$) y son significativos los coeficientes.

En una regresión previa habíamos introducido también la dotación a la amortización total dentro de las variables explicativas. Sin embargo, en la regresión obteníamos un modelo en el que se incluían tanto la dotación a la amortización de los jugadores como la total. Por este motivo, al carecer de sentido, en un análisis donde buscamos la calidad de la plantilla, y, habíamos contemplado la posibilidad de aproximar mediante la dotación total, cuando ésta no contribuye a solventar posibles carencias de la variable más adecuada (DADAJ), no vemos oportuno trabajar con esta variable.

Realizamos una nueva regresión de pasos sucesivos, sustituyendo las dos variables LNSPD y LNDADAJ por el logaritmo neperiano de la suma de los sueldos del personal deportivo y la dotación a la amortización de jugadores ($\text{LN}(\text{SPD}+\text{DADAJ})$).

En este caso, al excluir la variable LNDAJ queda un modelo con una sola variable dependiente. Por este motivo, sería mejor realizar la regresión directa entre el LNIND y $\text{LN}(\text{SPD}+\text{DADAJ})$.

Repetimos el proceso para la variable dependiente LNPOS¹⁸⁶. El comportamiento es similar a la variable LNIND. El modelo con dos variables tiene un R^2 de 0,639 siendo significativos los coeficientes de la regresión. La expresión resultante es la siguiente:

$$(41) \quad \text{LNPOS} = -17'011 + 0'781 \cdot \text{LNSPD} + 0'34 \cdot \text{LNDADAJ} + e$$

Ante la anómala política de amortización de jugadores del Real Madrid en la temporada 01/02, nos planteamos si no sería necesario excluir este valor a la hora de calcular la regresión. Una vez excluido, comprobamos que el modelo no gana poder explicativo ni de significación. Sólo se pro-

¹⁸⁶ Su expresión es la de la fórmula (39).

duce una ligera variación en los coeficientes. Por este motivo, optamos por mantener ese caso en la regresión. También estudiamos la posibilidad de excluir de la muestra a los equipos que no presenten inversión en jugadores en su inmovilizado. La razón es que, lógicamente, esos clubes no tendrán dotación a la amortización. No obstante, constatamos que no afectan significativamente a la regresión y por eso los mantenemos.

Finalmente, realizamos el análisis con los puntos acumulados (PTOSAC) como variable dependiente. En este caso, utilizamos la forma natural de las variables independientes. Los resultados obtenidos nos muestran un bajo nivel explicativo, con una relación positiva entre los puntos acumulados en liga y la inversión en jugadores (DAJ). El R^2 es sólo del 0,296. El único modelo resultante, independientemente de emplear en la regresión por pasos sucesivos unas variables u otras, es el siguiente:

$$(42) \quad \text{PTOSAC} = 92,247 + 3,331 \cdot 10^{-7} \cdot \text{DAJ} + e$$

8.3.4.- Conclusiones previas

A la vista de los resultados obtenidos en el análisis expuesto en el apartado anterior podemos concluir que, efectivamente, la calidad de la plantilla, aproximada con criterios financieros, explica en un alto grado los resultados deportivos del equipo.

Podemos afirmarlo porque todas las variables financieras aproximadoras presentan una relación positiva con las variables de resultado y todas las relaciones son significativas.

La variable que peor aproxima la calidad es la de los derechos de adquisición de jugadores.

El **índice compuesto**, elaborado incluyendo además de los resultados de Liga, los de la Copa del Rey y las competiciones europeas, se ha mostrado como la medida más operativa de los resultados. Esto supone una contribución adicional sobre los estudios de Szymanski y Kuypers (1999), Dawson *et al.* (2000), Dobson y Goddard (2001 b), Gerrard (2001 a) y Magaz

(2002) que se limitaban al tratamiento de los resultados en la competición liguera.

No interesa trabajar con la dotación a la amortización total puesto que, aunque permite ampliar el número de casos con el que se trabaja, los resultados no son más significativos y al realizar regresiones por pasos sucesivos conduce a modelos inconsistentes con el modelo conceptual que manejamos.

Gracias a la inclusión de la dotación a la amortización de los derechos de adquisición de jugadores, el modelo se comporta mejor, en los clubes españoles, que si sólo hubiéramos empleado, para aproximar la calidad, los sueldos del personal deportivo (Szymanski y Kuypers, 1999).

La variable independiente que muestra un mejor comportamiento, al explicar en mayor medida las distintas variables dependientes, es la suma del sueldo del personal deportivo y la dotación a la amortización de los jugadores. Viene a recoger el importe anual de gastos en plantilla deportiva y técnicos. La forma de la variable más adecuada es la logarítmica. Esto se produce por la tendencia, más que creciente, de la función de gastos en plantilla de un equipo para lograr mejorar un poco en sus resultados deportivos a medida que pretenden conseguir títulos (esfuerzo de calidad marginal creciente).

Finalmente, resulta más operativo trabajar con modelos univariantes. En concreto, el mejor es el que relaciona el índice compuesto con el logaritmo de la suma de los sueldos y la dotación a la amortización de los jugadores.

9.- LA AFICIÓN

9.1.- CONCEPTO DE AFICIÓN EN EL FÚTBOL

El término afición proviene del latín *affectio* que significa amor, inclinación amorosa a una cosa. La traducción literal sería afección y el significado de esta palabra es “impresión que hace una cosa en otra, causando en ella alteración o mudanza”¹⁸⁷. La afición sería esa tendencia gustosa hacia algo o alguien. Este vocablo castellano quizás es más rico que el inglés *support* por la inclusión de connotaciones afectivas ligadas a la afición. No obstante, *The Football Supporters Association*¹⁸⁸ define afición como “un compromiso inalterable y para toda la vida”. Por lo tanto, estamos ante un concepto que implica un movimiento afectivo hacia algo, con un acento de fidelidad.

En esa inclinación hacia el fútbol, hay que diferenciar dos niveles. Habitualmente se presentarán de forma sucesiva pero cabe la posibilidad de la existencia de uno sin el otro. Primero, existe la afición al fútbol en general: como deporte, como espectáculo. Posteriormente, esa afición se matiza con la predilección por unos colores, por un equipo concreto. No obstante, se da el fenómeno de personas que, sin sentir atracción por el fútbol, son seguidoras de un club. También existen aficionados a este deporte que no muestran inclinación hacia un equipo concreto. Desde el punto de vista del análisis del valor económico de un club, el tipo de aficionados más influyente serán los seguidores de un equipo en concreto, pues ellos serán el núcleo principal de la fuente de ingresos.

Los clubes no pueden ver a los aficionados como otro tipo de empresas contemplan a sus clientes, puesto que la afición al fútbol es una expresión de pasión y lealtad a un club. El compromiso de un aficionado con

¹⁸⁷ Diccionario de la lengua española. Real Academia de la Lengua Española. Vigésima edición. 1984.

¹⁸⁸ Asociación de Aficionados al Fútbol. Institución ligada al fútbol inglés creada a raíz de la catástrofe del estadio Heysel con el objeto de representar a los aficionados intere-

su club es de diferente orden y magnitud a otro tipo de “fidelidad de marca”. La decisión de animar a un equipo es muy distinta a la de comprar en una cadena de supermercados u otra. Sir John Smith, en un informe de la FA¹⁸⁹, afirmaba que “el aficionado al fútbol es probable que apoye a un club casi desde la cuna hasta la tumba” (FTF, 1999 a).

La afición al fútbol va más allá de la lealtad. El aficionado a un club, independientemente de su forma jurídica, incluso sin ser socio, siente que el club le pertenece, que es algo suyo.

La fidelidad de un aficionado tiene un componente “irracional”. La relación de los aficionados con su club es excepcional, en el sentido de que no necesitan del éxito. Este objetivo sería deseable pero no la condición de su apoyo. No obstante, habría que distinguir dentro de esa “irracionalidad” la componente a corto plazo y a largo plazo. Mellor (2001) explica como el éxito de los grandes equipos atrae aficionados. Los resultados deportivos históricos influyen en la captación de aficionados. Al mismo tiempo, los equipos, en sus momentos de gloria, incorporan nuevos seguidores a sus filas. Éstos, cuando lleguen peores temporadas, probablemente seguirán declarándose aficionados de ese equipo.

Pero no todas las aficiones –ligada cada una a su equipo- tienen el mismo grado de elasticidad respecto a los resultados de su equipo. Aficiones como la del Atlético de Madrid han demostrado una fidelidad a sus colores que se podría calificar como admirable y que se ha traducido en una media de asistencia al estadio en la temporada 00/01 –con el primer equipo militando en 2ª división- superior a la de muchos equipos de primera división. Sin embargo, hay otras aficiones, denominadas como inconstantes por Porter (1992; 64), que necesitan de buenos resultados para seguir animando al equipo.

sados en defender el espectáculo del fútbol y combatir la violencia, lamentablemente, asociada.

¹⁸⁹El título del informe era: “*Football, Its Values, Finances and Reputation*” (El fútbol, sus valores, finanzas y reputación, febrero de 1998).

Considerando la figura del aficionado, como potencial consumidor o como posible socio, merece la pena hacer una referencia al tamaño del mercado del club. Si bien el tamaño del mercado es significativamente determinante para los ingresos de un club¹⁹⁰, un equipo con un mercado reducido puede ser competitivo si sus aficionados tienen una elasticidad elevada respecto a los resultados del club (Vrooman, 1995; 975). Podría extenderse el planteamiento a la posibilidad de obtener, además de ingresos, financiación vía acciones. En esta línea se manifiestan los redactores del informe sobre el fútbol inglés asegurando que la afición es el principal activo de un club de éxito, pues se materializará en ingresos de taquilla, *merchandising*, televisión, etc. Pero también lo es para los clubes menos exitosos puesto que, en tiempos de dificultades financieras, organizan y lideran la lucha por la supervivencia del club (FTF, 1999 a). Ruyter y Wetzels (2000) analizan precisamente este fenómeno y concluyen que la norma social de la reciprocidad, así como el nivel de afecto del individuo y el grado de eficacia percibida, estimulan a los aficionados a sentir la obligación de apoyar financieramente a su club mediante la compra de sus acciones.

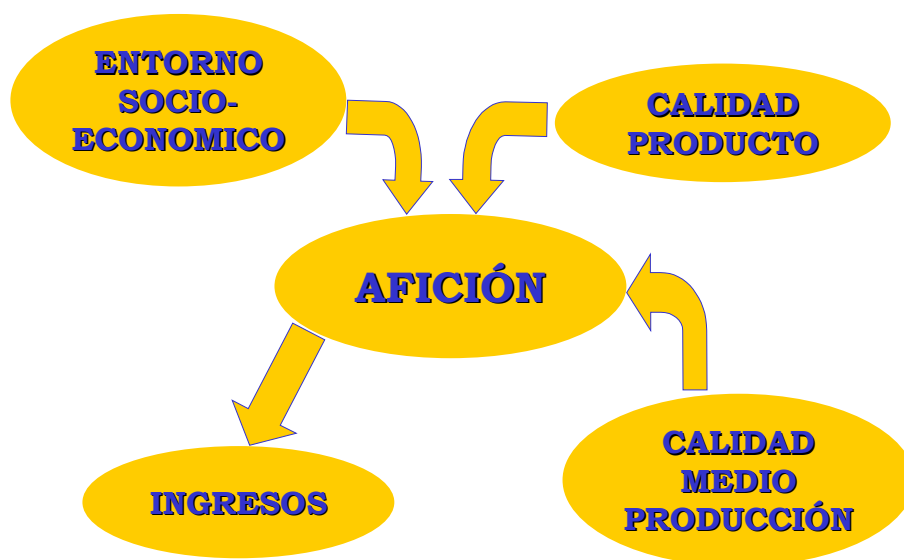
La afición tiene, al menos en España, un importante componente local. Especialmente en ciudades medianas o pequeñas, el club de la ciudad es un símbolo, una bandera de la misma. Así, es natural que exista una vinculación entre la población y su equipo. En Europa es difícil imaginar a un equipo trasladándose de ciudad como ocurre en el caso de las franquicias norteamericanas¹⁹¹.

¹⁹⁰ En la Tabla A 9-1, se muestran tres elementos relacionados con el tamaño del club: el presupuesto que maneja, la capacidad del estadio y el número de socios. Estos dos últimos factores tienen una mayor limitación geográfica. Sin embargo, el presupuesto puede ser elevado aún siendo un club de una población relativamente pequeña si, con su juego, consigue atraer a las televisiones y los patrocinadores.

¹⁹¹ Sobre este fenómeno se puede leer el trabajo de Cocco y Jones (1997). Por otro lado, recientemente se ha producido un caso de migración en el fútbol español, sin embargo, tiene todo el aspecto de no finalizar satisfactoriamente. El Toledo fue vendido el 10 de junio de 2003 a Ivercom. Desde ese momento el Toledo CF pasó a denominarse con el nombre de su propietaria y trasladó su sede a Murcia con intención de ocupar la plaza del Cartagonova. El problema surgió cuando la RFEF se opuso al traslado. La empresa decidió dejar al Toledo para centrarse en evitar el descenso administrativo del Cartago-

Pero, por otro lado, parece obligado destacar que en un mercado global, al hablar del tamaño de mercado no habrá que circunscribirse a la población del club de fútbol¹⁹². Las SAD deberán buscar la ampliación de sus mercados por medio de sus éxitos en competiciones internacionales y otras políticas como, por ejemplo, la realización de giras en las pretemporadas.

Ilustración 9-1. Factores que afectan y en los que incide la afición.



Fuente: elaboración propia

El apoyo que los aficionados ofrecen a su club responde a una demanda inelástica, puesto que seguirán asistiendo a los estadios o comprando sus productos independientemente del precio. Por este motivo, los clubes deben velar por no “explotar” a sus incondicionales cobrándoles precios excesivos.

Hasta el momento hemos enumerado las características básicas de los aficionados y descrito los rasgos principales de su comportamiento. En adelante, vamos a fijarnos en aquellos aspectos que influyen en la afición

nova. Ahora, algunos empresarios toledanos intentaban sacar adelante el club de su ciudad (MARCA, 13 de agosto de 2003, pág. 27)

¹⁹² Un ejemplo de la expansión del mercado es que, según el diario MARCA (21 de junio de 2001), el Real Madrid cuenta con 70 millones de aficionados en todo el mundo.

y en los que ésta incide. En la Ilustración 9-1 se representa esquemáticamente el conjunto de interacciones relacionadas con la afición. En los siguientes apartados de este capítulo, vamos a analizar la influencia que el entorno socio-económico tiene en la afición, en qué medida la calidad de las plantillas y de qué modo los resultados de los clubes –tanto a lo largo de la historia como en la actualidad- influyen a la hora de generar afición. Finalizaremos el análisis estudiando las repercusiones que la masa de seguidores tiene en los ingresos del club.

9.2.- INCIDENCIA DEL ENTORNO SOCIOECONÓMICO EN LA AFICIÓN A UN CLUB DE FÚTBOL

Szymanski y Kuypers (1999; 41 ss.) comentan la evolución histórica de la asistencia a los estadios en Inglaterra. A raíz de esta exposición sale a relucir el aumento del número de espectadores después de la Segunda Guerra Mundial, coincidiendo con una reducción de los precios de las entradas y del aumento generalizado del ocio. Sin embargo, entre el 53 y el 77 se produce un decrecimiento en la asistencia media a los estadios que coincide con un periodo de aumento de la riqueza de la población.

Este fenómeno contrasta con las conocidas ideas de Veblen (1966) sobre la “clase ociosa”, expuestas por primera vez en 1899. Según él los deportes y el juego, en general, son algo, más o menos, reservado a las clases más poderosas. No podemos olvidar que estamos hablando de hace más de un siglo y desde entonces el deporte se ha popularizado. Sin embargo, el deporte continua siendo un bien al que se accede una vez cubiertas las necesidades básicas. McElgunn (2002) matiza esta idea afirmando que, cuando simultáneamente la renta de los aficionados al deporte se eleva y los productos básicos se abaratan, disponen de más dinero para gastar en asistir a partidos o comprar artículos de deporte y querrán dedicar más parte de su tiempo a asistir o ver la oferta disponible de deportes en vivo o por televisión.

Hoehn y Szymansky (1999; 208) van más allá, al afirmar que el fútbol se ha transformado en un pasatiempo esencialmente de la clase trabajadora ofrecido a precios asequibles para el entretenimiento de la clase media.

Cocco y Jones (1997) sostienen que la afición a un equipo, medido en la asistencia a un partido concreto del equipo que juega como local, depende, además de las características específicas del equipo, de la demanda subyacente ligada a la ciudad, en cuanto obedece a factores específicos de localización (renta, población, etc.).

Falter y Pérignon (2000) desarrollan un modelo multivariante¹⁹³ de asistencia explicándola a partir de variables socioeconómicas, de fútbol y, lo que ellos denominan, de incentivo (recogiendo la estación del año y si se televisa el partido). García y Rodríguez (2002) emplean un modelo muy similar, descomponiendo las variables de fútbol en las que aproximan la calidad esperada del partido y las que miden la incertidumbre del resultado. En su modelo, designan como variables de coste de oportunidad de asistir a un partido a las que Falter y Pérignon llamaban de incentivo.

Baimbridge (1997) y Koning *et al.* (2001) trabajan con modelos similares para explicar la demanda de fútbol en competiciones internacionales. Incluyen, como explicativos, factores económicos, demográficos y espaciales.

La capacidad adquisitiva de una población, el tamaño de la misma, incluso otros factores como el nivel cultural y la tradición tendrán una repercusión en el grado de afición de un club. Aunque los modelos relacionados con la afición suelen ser, como se ha apuntado, de carácter multivariante, nosotros vamos a estudiar previamente la influencia de cada tipo de variables en la afición.

¹⁹³ Ver expresión (46) en la página 294.

9.2.1.- Variables de afición

La afición presenta diferentes aspectos. En función del que se trate, se emplean unas variables u otras y diferirá la forma de medirla. Palomino y Rigotti (2000 a, b) plantean la demanda en términos económicos. La miden por medio de los ingresos deportivos. Estamos ante una aproximación financiera a la afición.

La aproximación más frecuente a la afición se realiza a través de la variable de **asistencia a los partidos** (Baimbridge, 1997; Guijarro *et al.*, 2000; Koning *et al.*, 2001; García y Rodríguez, 2002). Algunos autores emplean esta variable en la forma logarítmica de la asistencia a cada partido (Falter y Pérignon, 2000).

Guijarro *et al.* (2000), en un modelo de determinación del valor de la marca de los clubes de fútbol, buscan un criterio jerárquico de los clubes. Realizan una primera aproximación a través del número de clientes de la marca: equivaldría a la afición. Así, exponen que la afición –número de clientes- se puede medir por el **número de socios** y a través del **número medio de asistentes a cada partido**. Sin embargo, descartan la primera variable por la existencia de otros consumidores, abonados, etc. Tampoco consideran válida la segunda, a los efectos de su estudio, porque entre los asistentes a un partido puede haber algunos que acudan atraídos por el equipo rival.

Finalmente, Baimbridge (1997) sugiere la medición de la afición a través del **porcentaje de capacidad ocupada** en los estadios. Esta será una de las posibles variables para medir la afición que utilizaremos en este trabajo.

Junto a esa, vamos a emplear también el número medio de asistentes a los partidos de toda liga. Primero, porque de cara a la valoración nos interesará la capacidad de generar ingresos a través de la afición. En ese sentido, nos parece que además estas variables, en especial la última, incluyen aspectos de carácter general, como puede ser el propio atractivo de la competición, el equilibrio, etc. Segundo, ya que al trabajar con la asisten-

cia media, a lo largo de la temporada se compensará el efecto de los partidos disputados contra rivales de más poder de atracción con los que poseen menos.

Somos conscientes de que sería mejor emplear los datos de asistencia media a todas las competiciones. Sin embargo, la información que hemos conseguido ha sido la correspondiente a la liga. No obstante, pensamos que no es una limitación relevante puesto que la marcha del equipo en las diferentes competiciones se refleja en la asistencia a los partidos de liga. Por ejemplo, un equipo que va desempeñando un buen papel en competiciones internacionales genera una ilusión y expectativas que se traducirán en querer verle cada domingo.

9.2.2.- Variables socioeconómicas

Una primera variable de carácter económico que se podría incluir en un análisis de la afición sería el precio de las entradas (García y Rodríguez, 2002). Aunque autores como Falter y Pérignon (2000) no la incluyen en su modelo por considerar que es una variable endógena. Nosotros no la incluiremos tampoco puesto que, además de coincidir con la opinión de Falter y Pérignon, al realizar un estudio con la perspectiva de la asistencia media, la amplia gama de precios en las entradas según la ubicación en el estadio y el tipo de encuentro, junto con la existencia de abonos complicaría mucho la fijación de los precios a utilizar como medida.

El tamaño de mercado es otra variable a tener en cuenta. Dicho tamaño tiene que ver con la población de influencia. Baimbridge (1997), al estudiar una competición internacional de selecciones nacionales, toma como variable la población del país dividido por la distancia, en millas aéreas, entre la capital del país en cuestión y Londres. García y Rodríguez (2002) emplean como variable la población de la provincia. Finalmente, el número de habitantes de la ciudad de ubicación del club es la variable elegida por Cocco y Jones (1997), Falter y Pérignon (2000), y Blasco *et al.* (2002). Los primeros emplean la forma logarítmica y los últimos aclaran que para

las ciudades con más de un equipo efectúan un reparto en función del número de socios de cada club.

Nosotros vamos a trabajar con las dos formas de medida: la **población del municipio y la de la provincia**. Una vez comprobada cual funciona mejor, la seleccionaremos para las fases posteriores del trabajo. Hemos ajustado la población de los municipios con más de un equipo siguiendo el mismo criterio de Blasco *et al.* (2002).

Para realizar dicho ajuste, se parte de que los equipos situados en municipios menores son capaces de atraer a la población de su localidad pero es más difícil que capten aficionados de otros núcleos de población más desarrollados. Así, para el caso de la provincia de Madrid, donde Getafe y Leganés tienen equipos, hemos extraído las poblaciones de esos dos municipios del total de la provincia y hemos adjudicado la cantidad resultante entre los tres equipos de la capital (Real Madrid, Atlético de Madrid y Rayo Vallecano) en función del número de socios. En la provincia de A Coruña, hemos restado la población de Santiago de Compostela del total de la provincia para estimar la población de influencia del Deportivo de La Coruña. Finalmente, en el caso de los dos equipos asturianos, hemos seguido el criterio de proporción de número de socios para repartir las poblaciones de influencia en la provincia.

Otro grupo de factores que, siguiendo el enfoque de mercado, parecen ser relevantes, son aquellos que están relacionados con la capacidad de compra de los potenciales clientes. Por ejemplo, la renta bruta per cápita recoge el poder adquisitivo de la población y se entiende que puede ser factor influyente en la asistencia a los estadios (Baimbridge, 1997; Cocco y Jones, 1997; Koning *et al.*, 2001; y García y Rodríguez, 2002). Por su parte, Falter y Pérignon (2000) se inclinan por el salario medio para introducir la influencia del poder adquisitivo en el modelo. Hemos optado por incluir como variables: el nivel económico de la provincia, el índice indus-

trial, comercial, de restauración y turismo, de actividad económica¹⁹⁴, y la cuota de mercado ajustada¹⁹⁵.

Si partimos de la idea de que el deporte es un bien al que se accede una vez cubiertas las necesidades básicas, factores como el desempleo en una ciudad o región pueden afectar negativamente a la asistencia a los partidos de fútbol. Falter y Pérignon (2000) emplean en su modelo la tasa de desempleo como variable explicativa de carácter socioeconómico. Nosotros también emplearemos la **tasa de paro**¹⁹⁶ del municipio para comprobar su relación con la asistencia.

9.2.3.- Relación entre las variables socioeconómicas y la asistencia

La hipótesis que pretendemos contrastar en este apartado es que “las características socioeconómicas¹⁹⁷ de la población influyen en la asistencia a los estadios de fútbol”.

Para analizar el efecto de las distintas variables socioeconómicas en la asistencia, hemos optado por un modelo de regresión lineal. Este tipo de modelo es el empleado por la mayoría de los autores (Baimbridge, 1997; Cocco y Jones, 1997; Falter y Pérignon, 2000; y García y Rodríguez, 2002).

Una vez realizadas las regresiones entre las distintas variables independientes descritas en el apartado anterior respecto a la asistencia media a lo largo de la temporada, destaca que la variable que mejor explica la

¹⁹⁴ Índices elaborados por “La Caixa” teniendo en cuenta niveles de renta, de industrialización, comercio, etc. en la provincia.

¹⁹⁵ Es un índice que expresa la capacidad de consumo comparativa de los diversos municipios. Esta capacidad se mide teniendo en cuenta, además de la importancia de la población, el poder adquisitivo de ésta en función de las siguientes variables: número de teléfonos, automóviles, camiones, oficinas bancarias y actividades comerciales minoristas. Los datos manejados son de enero de 2001. Constituye, en fin, una orientación de la cantidad de productos y servicios que pueden absorber los municipios (Fundación “La Caixa”, 2002; 13)

¹⁹⁶ Empleamos la tasa de paro elaborada por La Caixa. Se calcula de forma diferente a la tasa de paro de la EPA. En este caso, se determina sobre la Población Total en lugar de sobre la Población Activa (Fundación “La Caixa”, 2002; 11-12).

asistencia a los estadios es la población de la provincia ajustada (POBPROAJ) con un R^2 del 0'785 y siendo significativa. La variable de la población del municipio ajustada (POBMUNAJ) también es significativa y con alto poder explicativo ($R^2=0'722$). Finalmente, la otra variable que manifiesta un buen comportamiento –significativa y con R^2 de 0'732- es la cuota de mercado del municipio ajustada¹⁹⁸ (CUOMDOAJ).

Los datos de la población del municipio, de la provincia, y los datos económicos de los municipios, empleados en este análisis, provienen de la Fundación “La Caixa” (2002, 2003). Dado que la variación de este tipo de datos, especialmente los demográficos, no es muy elevada de unos años a otros, hemos optado por realizar esta parte del análisis sobre los datos de la temporada 99/00. Por este motivo se produce una reducción del tamaño de la muestra hasta 33 casos.

Hemos encontrado que la tasa de paro y el nivel económico no resultan significativos. No obstante, dado que tenemos otra variable (CUOMDOAJ) que recoge el efecto de riqueza de la población, y explica bien la asistencia, nos parece que es suficiente.

Por su parte, los índices industrial, comercial, de restauración, turístico y de actividad económica han resultado con escaso poder explicativo oscilando su R^2 entre 0'288 y 0'337.

Una vez realizadas las regresiones entre las distintas variables independientes y la asistencia, comprobamos, mediante análisis de correlaciones bivariadas, que existe multicolinealidad entre las variables explicativas. Por este motivo, realizamos un análisis de regresión por pasos sucesivos para determinar si cabe un modelo multivariante de variables de carácter socioeconómico que explique mejor que los univariantes la asistencia.

¹⁹⁷ Aunque hablamos de características socioeconómicas sería más exacto hablar sólo de tamaño de mercado potencial puesto que el resto de características no asociadas directamente con él no son significativas.

¹⁹⁸ El ajuste aplicado para municipios con varios equipos (Madrid, Barcelona, Sevilla y Valencia) se ha realizado en función del número de socios de cada club.

El resultado es un modelo univariante en el que la variable independiente es la población de la provincia ajustada, excluyéndose el resto de variables. La expresión del modelo -con un grado de explicación es de un 78'5% y siendo significativo- se enuncia:

$$(43) \quad \text{ASIST} = 4784'136 + 0'017 \cdot \text{POBPROAJ} + e$$

9.3.- INCIDENCIA DE LA CALIDAD DE LA PLANTILLA EN LA AFICIÓN A UN CLUB DE FÚTBOL

Cocco y Jones (1997) incluyen, en su modelo de asistencia a un encuentro, un coeficiente que recoge la variación en la demanda en respuesta a las características específicas del equipo local. También Palomino y Rigotti (2000 a, b) consideran la riqueza de un equipo (que aproximaría a su calidad) como una de las variables que explican la demanda del fútbol.

Falter y Pérignon (2000) explican, en parte, la asistencia a partir de una serie de variables relacionadas puramente con el fútbol. Entre ellas incluyen el **presupuesto** del club. García y Rodríguez (2002) emplean un modelo muy semejante. Ellos utilizan el presupuesto en términos reales. Además explican que éste depende de los salarios.

Nosotros entendemos que lo relevante es introducir en el modelo alguna variable que aproxime a la calidad de las plantillas. Parece obvio, que un equipo compuesto por estrellas tiene más capacidad de atraer al público que un equipo sin figuras. De hecho, es llamativa la expectativa que genera la presentación de los jugadores que se incorporan a un club. No obstante, habitualmente el sentimiento de los aficionados está más ligado al club que a un jugador en concreto. Un futbolista despierta ilusión cuando se incorpora a un equipo y, por el contrario, cuando un jugador busca su salida no es perdonado por la afición (Stead, 1999).

Los presupuestos (Falter y Pérignon, 2000; y García y Rodríguez, 2002) y la riqueza del equipo (Palomino y Rigotti, 2000 a, b) son una aproximación financiera a la calidad. Por eso, nosotros nos inclinamos a estudiar la relación entre la calidad de la plantilla y la asistencia a los estadios a

través de la variable de aproximación que mejor se comporta empleando los datos de nuestro estudio. Como se explicó con más detalle en el capítulo 8, ésta es la suma de los sueldos del personal deportivo más la dotación a la amortización de los derechos de adquisición de los jugadores (SPD+DADAJ).

Según lo acabado de exponer, la hipótesis que nos proponemos contrastar es que **“cuanto más calidad tiene un equipo más público atrae a su estadio”**.

Para esto emplearemos las variables de afición explicadas en el apartado precedente y las variables de calidad detalladas en el capítulo 8. El modelo de análisis será el de regresión lineal univariante tal como se ha venido realizando hasta el momento.

Encontramos que, efectivamente, existe una relación positiva y significativa entre la asistencia media a los estadios de fútbol a lo largo de una temporada y la calidad de la plantilla aproximada por su coste anual – suma de los sueldos y amortizaciones-. El grado de explicación de la variable dependiente es elevado ($R^2=0'745$). El modelo resultante se expresa:

$$(44) \quad \text{ASIST} = 7.258'374 + 0'001 \cdot (\text{SPD} + \text{DADAJ}) + e$$

9.4.- INCIDENCIA DEL RENDIMIENTO DEPORTIVO EN LA AFICIÓN A UN CLUB DE FÚTBOL

Szymanski (2001) afirma que la utilidad de un aficionado depende del éxito deportivo de su equipo. En líneas generales, se puede entender que esto es así aunque caben ciertas matizaciones. Habría que distinguir entre la influencia a corto plazo y una perspectiva en un horizonte más amplio. En el primer caso, se puede contar con la fidelidad del aficionado que seguirá apoyando al club. Sin embargo, los nuevos aficionados serán atraídos por los clubes más exitosos del momento. También se puede

afirmar que los clubes con una afición más amplia en la actualidad han sido los más triunfadores históricamente¹⁹⁹.

Falter y Pérignon (2000) sólo emplean variables de resultado relacionadas con el rendimiento actual –en la temporada– del equipo. Así emplean la clasificación, la diferencia de goles media y el último resultado. Ellos, al igual que García y Rodríguez (2002), se centran en la determinación de una función de la asistencia a partir de los resultados de cada jornada. Es una perspectiva más volátil que la nuestra. Nos interesa más la influencia del rendimiento estable del club puesto que su incidencia en el valor también se presentará suavizada. Por ese motivo incluimos variables de resultado que podríamos calificar como históricas o de **prestigio**.

Pensamos que a mayor número de partidos jugados en Primera División más tradición y capacidad de haber consolidado una afición tiene un club. Lógicamente, si el **número de partidos ganados** (PG) es más alto el efecto será más positivo. Hemos creado otra variable que representa el número de **partidos no ganados** (PNG), es decir, el número de partidos en Primera menos los partidos ganados. Entendemos también que el número de **goles a favor** (GF) en Primera División es un factor que juega positivamente a la hora de crear afición. Mientras que los **goles en contra** (GC) pueden ser un factor disuasor a la hora de asistir a un encuentro. No obstante, los goles encajados pueden tener menos importancia siempre y cuando la **diferencia de goles** (DIFGOL) sea positiva. Incluso, con un saldo de goles a favor del club, puede ser un aliciente el que reciba goles pues significará un estilo de juego del club ofensivo logrando meter más goles que los encajados. Como ejemplo se puede recordar el FC Barcelona entrenado por Johan Cruyff que poseía una gran capacidad goleadora sin importarle tanto la fortaleza defensiva.

Realizamos las regresiones univariantes entre la asistencia y las variables de resultados actuales e históricos enumeradas. De dicho análisis cabe

¹⁹⁹ Mellor (2000) explica como el Manchester Utd. ha conseguido convertirse en un superclub con elevadas cotas de popularidad y asistencia gracias a sus éxitos deportivos

destacar que todas las variables de resultados presentan una relación directa positiva significativa, mayor o menor según variables, con la asistencia a los estadios.

La variable de resultados actuales que mejor explica la asistencia es el índice compuesto (IND) con un R^2 de 0'698. Considerando que el índice compuesto recoge los resultados de las diferentes competiciones y la asistencia sólo se refiere a la competición de liga, se puede concluir que la buena marcha de un club en las diferentes competiciones contribuye a una mayor asistencia a los partidos de liga por la expectación generada por los buenos resultados.

En cuanto a las variables de prestigio, las que mayor grado de explicación presentan son los goles a favor (GF) y los partidos ganados en Primera División (PG) (R^2 de 0'736 y 0'755, respectivamente).

En contra de lo esperado, tanto los goles recibidos (GC) como los partidos no ganados (PNG), presentan coeficientes positivos. Existen dos elementos que explican este fenómeno. Por un lado, ambas variables hacen referencia a temporadas que han permanecido en Primera División, lo que contribuye a un aumento de la afición. Además, tanto el ascenso como el descenso tienen un efecto positivo en la asistencia a los estadios (Noll, 2002). Los equipos con peores resultados estarán más fácilmente implicados en la lucha por evitar el descenso. Por otro lado, sobre todo para el caso de los goles en contra, cabe pensar en la expectativa de un mejor espectáculo e incluso que una parte del público asista para ver al equipo rival, si es de calidad.

Buscando la explicación de la asistencia a través de un modelo de regresión multivariante, encontramos que las variables explicativas de la asistencia son los partidos ganados (PG), los partidos no ganados (PNG), en este modelo, con coeficiente negativo, y la variable de posición LNPOS. Para este análisis hemos excluido de la muestra al Real Betis por su

comportamiento anómalo respecto a la asistencia de aficionados a su estadio. Se puede afirmar que el dicho popular “*Viva er Betis man que pierda*” se corrobora estadísticamente. Todos los coeficientes y el término independiente son significativos. El grado de explicación es del 93’2%. El modelo se concreta en la siguiente expresión:

$$(45) \quad \text{ASIST} = 11.736'952 + 55'108 \cdot \text{PG} - 25'816 \cdot \text{PNG} + 2.866'577 \cdot \text{LNPOS} + e$$

9.5.- MODELO CONJUNTO DE EXPLICACIÓN DE LA ASISTENCIA

Falter y Pérignon (2000) parten de un modelo en el que la asistencia depende de variables socioeconómicas, variables relacionadas con el fútbol y variables incentivo. La relación que suponen es de tipo lineal por lo que el modelo se expresaría:

$$(46) \quad \text{ATT}_i = \alpha + \beta_1 \cdot E_i + \beta_2 \cdot F_i + \beta_3 \cdot I_i + \varepsilon_i$$

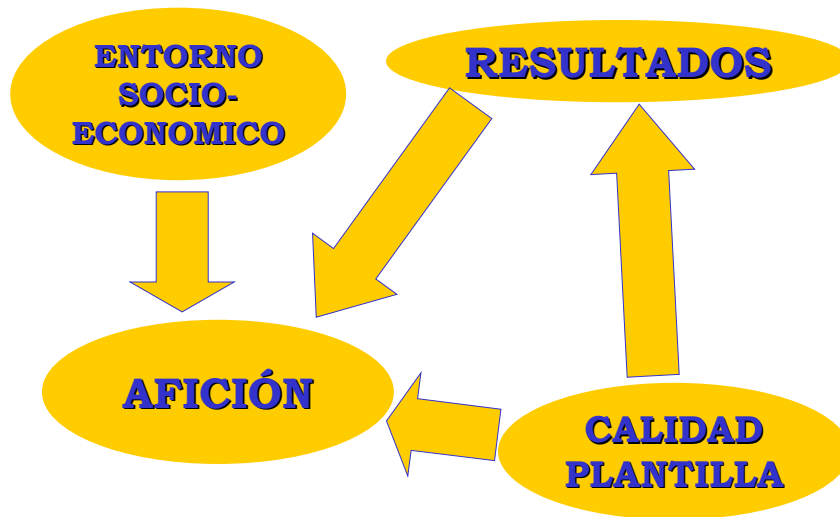
donde ATT_i es el logaritmo de la asistencia al partido i ; E_i representa el conjunto de variables socioeconómicas entre las que incluye la tasa de desempleo, la población, el salario medio y el coste de transporte; F_i recoge un conjunto de variables relacionadas con el fútbol (clasificación, diferencia de goles, presupuesto y último resultado); e I_i representa una serie de variables de incentivo como son la temporada del año en que se disputa el partido y si es televisado o no.

El modelo que planteamos considera las aportaciones de Falter y Pérignon (2000) y García y Rodríguez (2002), y los resultados de los capítulos previos. Suponemos que la afición está condicionada por factores socioeconómicos, por los resultados deportivos y por el prestigio del equipo. Al no analizar la asistencia a cada partido en concreto, no tienen sentido para nosotros las denominadas variables de incentivo, por los primeros autores, o de coste de oportunidad por asistir a un partido, por los segundos.

No se incluye la calidad de la plantilla. Ya habíamos visto que la calidad de la plantilla afectaba a los resultados deportivos. Ahora nos pregunta-

mos si también afecta de forma directa a la afición, o únicamente lo hace a través de los resultados deportivos. Se comprueba a partir de un análisis de trayectorias que nos dirán si los efectos son directos o indirectos, tal como se recoge en Ilustración 9-2

Ilustración 9-2. Factores determinantes de la afición



Fuente: elaboración propia

Nuestro modelo expresa la asistencia media a los estadios a lo largo de una temporada y se explica por variables socioeconómicas (E_i), variables asociadas a la calidad de la plantilla (P_j) y variables asociadas al fútbol (F_l).

$$(47) \quad ASIST = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{K_1} \beta_i E_i + \sum_{j=1}^{K_2} \gamma_j P_j + \sum_{l=1}^{K_3} \delta_l F_l + \varepsilon$$

Mediante la regresión por pasos sucesivos, después de haber comprobado que existía multicolinealidad entre las variables que pretendíamos introducir en el modelo, y excluido, de nuevo, el Real Betis, por su comportamiento anómalo, obtenemos el siguiente modelo:

$$(48) \quad ASIST = -2.591'179 + 0'007 \cdot POBPROAJ + 120'882 \cdot PTOSAC + 7'715 \cdot DIFGOL + 7'516 \cdot PG + e$$

El grado de explicación de la variable dependiente es muy elevado ($R^2=0'956$) y significativo. Queda excluida del modelo la variable de calidad de la plantilla. Así, el modelo resultante se recoge en la Ilustración 9-3.

Ilustración 9-3. Esquema de modelo de afición



Fuente: elaboración propia

En el modelo tampoco se recogen variables que reúnan información de las características económicas de la población. La razón es que, se incluye como variable explicativa la población de la provincia, y existe una fuerte correlación entre ella y la cuota de mercado (0'89 significativa al nivel 0'01 bilateral).

Con este modelo, queda demostrado que la calidad de la plantilla afecta a la afición a través de los resultados deportivos y que los factores socioeconómicos pueden resumirse en el efecto del tamaño de mercado potencial, medido por la población de la provincia ajustada.

9.6.- INCIDENCIA DE LA AFICIÓN EN LOS INGRESOS DEPORTIVOS

Hasta el momento, hemos analizado los distintos factores que inciden en la afición. Ahora nos centramos en el estudio de la influencia de la afición sobre los ingresos deportivos. Según el grupo de trabajo sobre el fútbol, la

afición es el principal activo de los clubes pues es el origen de los ingresos de taquilla, televisión y *merchandising* (FTF, 1999 a). Directa o indirectamente, el aficionado es la puerta de entrada de casi todas las corrientes de ingresos de un club (Deloitte & Touche, 2000 a; 50).

Así, vamos a contrastar que la “**afición influye en los ingresos deportivos**”. Para ello empleamos como variable independiente la asistencia media a los estadios (ASIST) y como variables de ingresos las relacionadas directamente con la actividad deportiva de acuerdo a lo indicado en la adaptación sectorial del PGC a las SAD.

Hemos excluido del análisis al Real Betis que, por su política de cesión de los ingresos más relevantes de la sociedad, no registran ningún importe en las partidas correspondientes a las variables empleadas en el estudio.

Tabla 9-1. Estadísticos de la regresión entre afición e ingresos

<i>Variables dependientes</i>	<i>R²</i>	<i>t</i>	<i>sig.</i>
IDEP	0,862	13,704	0,000
TAQAJ	0,424	4,455	0,000
DTV	0,890	14,752	0,000
PUB	0,748	8,944	0,000
IASP	0,874	13,954	0,000
Variable independiente: ASIST			

Fuente: elaboración propia

En la Tabla 9-1 se muestra un resumen de los resultados más relevantes. En primer lugar, destaca la existencia de una relación directa, positiva, elevada –excepto en los ingresos de taquilla y apuestas mutuo deportivo benéficas- y significativa entre la afición y las diferentes partidas de ingresos deportivos.

Los ingresos de taquilla ajustados (TAQAJ) son los que presentan un peor poder explicativo. La razón es que falta información sobre este tipo de ingresos en algunos clubes y que el Valencia presenta un comportamiento anómalo. Dado que las otras variables contrastan positivamente la hipótesis de partida, simplemente, trabajaremos mejor con cualquiera de ellas en vez de emplear aquella.

10.- MODELO DE DETERMINACIÓN DEL VALOR ECONÓMICO DE LOS EQUIPOS ESPAÑOLES

10.1.- PROBLEMAS PARA LA DETERMINACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA Y SOLUCIONES PROPUESTAS

Al analizar la interrelación entre los resultados deportivos y los económicos en los equipos españoles, hemos visto como el poder explicativo del rendimiento deportivo es muy débil cuando se trata de justificar los resultados económicos o los flujos de caja.

En gran medida, los flujos de caja de un club de fútbol van a depender de los objetivos perseguidos por la Junta Directiva. Los directivos de los clubes de fútbol, si no han de responder ante unos accionistas que esperen una rentabilidad mínima, destinarán los fondos generados a potenciar su plantilla en orden a contentar a los aficionados. Además, cuando el club no sea capaz de generar suficientes fondos, recurrirán al endeudamiento para acometer nuevos proyectos deportivos ilusionantes para sus seguidores.

Este motivo, entre otros, lleva asociado consigo que el comportamiento observado en los clubes de fútbol español no encaja en un perfil de negocio orientado a la rentabilidad para el accionista. Los flujos de caja se muestran, en cierto modo, erráticos y poco relevantes.

Aunque la política fijada por el club –que en algunos casos se orienta a objetivos no económicos- condicionará los flujos de caja, hay una serie de factores del negocio del fútbol que presentan un comportamiento bastante uniforme y, por lo tanto, predecible. En los capítulos previos ya se han comentado los principales de entre esos factores: los costes salariales y la dotación a la amortización de jugadores –variables aproximadoras de la calidad de la plantilla- explican bien los resultados deportivos. La calidad de la plantilla, la población de la provincia y los resultados deportivos tienen un alto poder explicativo sobre la afición. Esta última, junto a los resultados deportivos, manifiesta un alto grado de relación con los ingre-

sos. Finalmente, la inversión en jugadores también influye significativa y positivamente en los resultados deportivos.

En el modelo que proponemos, las variables enumeradas, dependiendo de los valores que tomen, en función del acierto de las decisiones de los directivos, determinarán los flujos de caja de los clubes de fútbol y, a partir de ellos, con la oportuna tasa de descuento, en un horizonte temporal apropiado, se puede obtener la valoración de cada club de fútbol, de tal forma que, en función de sus características, existirá un nivel medio de flujos de caja normal para sus peculiaridades. A estos flujos los vamos a denominar, en adelante, “flujos de caja esperados”. Después, en función de la gestión, más o menos eficaz, desarrollada por la directiva, el club obtendrá unos flujos de caja mejores o peores respectivamente²⁰⁰.

El objetivo de este capítulo es construir un modelo que permita estimar aquellos flujos de caja esperados -en condiciones ideales, es decir, comportándose de acuerdo a las suposiciones del modelo- para un club de fútbol con un proceder empresarial promedio orientado a la creación de valor para el inversor. Surge entonces una primera dificultad, común a la determinación de los flujos de caja en otros sectores económicos. Consiste en elegir ese modelo de comportamiento ideal. Dada la poca experiencia existente, en España, en los clubes de fútbol planteados como empresas generadoras de valor y que, frecuentemente, los modelos de valoración de empresas hacen uso de información proveniente de empresas cotizadas, hemos optado por buscar ese modelo entre los clubes de fútbol ingleses cotizados en la Bolsa de Londres.

Expondremos en primer lugar el modelo básico de valoración de un club de fútbol que contrastaremos con el comportamiento de los clubes ingle-

²⁰⁰ Los flujos de caja de equipos como Real Madrid o Barcelona, situados en grandes poblaciones, con amplia masa social, clasificados habitualmente entre los primeros equipos de la liga, con buenos resultados en competiciones europeas, y con jugadores de primer nivel en sus plantillas, deberían situarse en unos niveles de flujos de caja bastante superiores a equipos como, por ejemplo, el Recreativo de Huelva o el Elche, cuyas cifras para cada una de las variables citadas son muy inferiores. Luego, la política económico-financiera implementada puede hacer que, dentro de los niveles próximos, surjan importantes diferencias.

ses. A continuación se ampliará dicho modelo para incluir los elementos definidos en capítulos previos. Posteriormente se harán las estimaciones de los Flujos de Caja Libre esperados para los equipos españoles y, a partir de ellos, se establecerán los procesos de valoración de dichos clubes.

10.2.- ELEMENTOS PARA LA CREACIÓN DE VALOR ECONÓMICO EN EL FÚTBOL

En los capítulos precedentes hemos analizado sucesivamente las distintas relaciones existentes entre los elementos claves del negocio del fútbol. La interacción entre unas variables y otras se traduce en la generación de los flujos de caja de un club de fútbol que, junto con la apropiada tasa de descuento y, considerando el oportuno horizonte temporal, nos dará el valor del club.

El modelo de valoración de empresas mediante flujos de caja, considera los elementos básicos para construir valor de la empresa: el flujo de caja, la tasa de descuento y el horizonte temporal.

Ilustración 10-1. Esquema de determinación del valor por flujos de caja

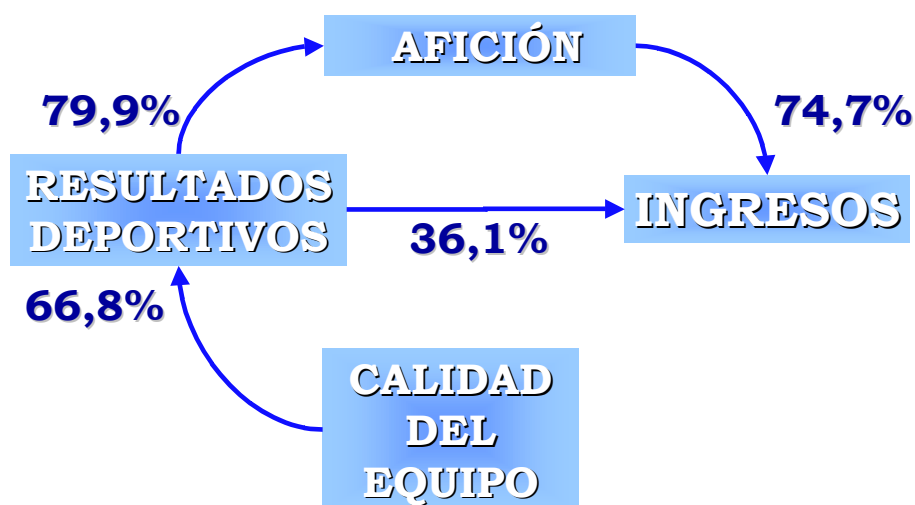


Fuente: elaboración propia

Gráficamente, esta idea se recoge en la Ilustración 10-1. Consecuentemente el primer problema que surge es obtener una estimación fiable de los Flujos de Caja.

Con anterioridad, hemos observado la existencia de una serie de factores que, de una forma y otra, influían positivamente en los ingresos deportivos. Sin embargo, no habíamos estudiado cuales incidían directamente y cuales lo hacían a través de otros. Por ese motivo, realizamos ahora un análisis de trayectorias con el objeto de delimitar la incidencia de la calidad de la plantilla, los resultados deportivos y la afición en los ingresos.

Ilustración 10-2. Influjo de la calidad del equipo, los resultados deportivos y la afición en los ingresos de un club de fútbol



Fuente: elaboración propia

En primer lugar, realizamos la regresión lineal entre los ingresos deportivos –medidos por la variable LNIDEP- y la afición (LNASIS). Observamos que el grado de explicación lineal que la afición tiene de los ingresos deportivos es del 74,7% tal como se refleja en la Ilustración 10-2. Guardamos los residuos de la regresión, a fin de determinar si los resultados deportivos explican directamente, de forma significativa, parte de los ingresos de un club. Realizando ahora una regresión entre el residuo de la influencia de la afición en los ingresos deportivos (RESINAF) y los resultados deportivos (LNIND) comprobamos que existe un influencia significativa.

Como, el resultado deportivo influye en la afición –comprobado mediante la regresión entre LNIND y LNASIS- podemos afirmar que, así, incide en

los ingresos deportivos directamente -explicándolos en 36,1%- y a través de su repercusión en la afición (ver relaciones en la Ilustración 10-2).

Posteriormente, comprobamos, el efecto que la calidad de la plantilla – aproximada con criterio financiero por medio de la variable LN(SPD+DADAJ)- tiene sobre los resultados deportivos. Presentando un grado de correlación lineal del 66,8%. A su vez, comprobamos el efecto directo que supone en la afición, quitando el derivado de su influjo en los resultados deportivos. Para esto realizamos la regresión entre los residuos entre afición y resultados deportivos (RESAFRD) y la calidad (LN(SPD+DADAJ)). Obtenemos que la calidad de la plantilla no influye directamente a la afición, sino que sólo lo hace mediante los resultados deportivos –la regresión no resulta significativa ($t=1,411$; significación 0,168).

Finalmente, estudiamos si la calidad de la plantilla influye directamente sobre los ingresos. Para esto trabajamos con los residuos que recogen lo que queda sin explicar de los ingresos al eliminar el efecto de la afición y los resultados deportivos (RESRESRD). De la regresión entre los residuos y la calidad de la plantilla, se extrae que todo el efecto que esta tiene sobre los ingresos se realiza a través de su influjo en los resultados deportivos puesto que la regresión resulta no significativa ($t=-0,254$; significación 0,801).

Damos un paso más, y vemos la relación entre los ingresos y los flujos de caja para cerrar así nuestro modelo. Si consideramos que los principales ingresos de un equipo de fútbol se asocian con la actividad deportiva, y suponemos –como ocurre en otros sectores- que una mayor capacidad de generar ingresos se relaciona con la generación de flujos de caja –en condiciones de una adecuada gestión económica-, debemos esperar que los Flujos de Caja Libres tengan una relación positiva con los factores previamente enumerados.

Por lo tanto, el modelo de obtención de flujos de caja completa el modelo de generación de ingresos definida en capítulos previos.

Morrow (1999, 21) apunta que, aunque no hay evidencias que sugieran que los clubes cotizados en Bolsa se rijan por un principio de maximización de beneficios, sin embargo la presencia de inversores externos supone que los clubes han de esforzarse por generar un rendimiento financiero suficiente. Consciente de la presión que ejercen los inversores, el presidente del Southampton, hace considerar a sus accionistas que *“la naturaleza volátil e incierta de los ingresos del club de fútbol significa que una política de dividendos progresiva es, sin embargo, inadecuada y es importante que nuestros socios comprendan esta filosofía”*.

La actitud de los directivos de este tipo de clubes, sin olvidar el elemento clave de su negocio, se orienta hacia la persecución del objetivo deportivo al tiempo que calculan las repercusiones de cada inversión y gasto en el valor de los accionistas. Por ejemplo, es notable la preocupación de los presidentes de estos clubes por la inflación del coste de los jugadores. El presidente del Chelsea²⁰¹ sentenciaba: *“el mayor problema que afronta el fútbol hoy es el de los salarios de los jugadores”*. Pero no se detienen en lamentaciones sino que plantean medidas concretas encaminadas a conseguir valor para los socios. Así el presidente del Southampton anunciaba a sus accionistas su intención de reducir el coste salarial al *“48% de los ingresos del fútbol”*.

Otra de las características de la actitud de un presidente de un club, que piensa en términos de valor para sus accionistas, es que no gobierna para el corto plazo sino que pondera los efectos en los rendimientos futuros de sus decisiones actuales. Por ejemplo, cuando el presidente del Sunderland, Bryan Sanderson, anuncia a los socios su intención de fortalecer la plantilla advierte, al mismo tiempo, del efecto derivado de las amortizaciones sobre los resultados futuros, en los ejercicios venideros.

Hasta aquí hemos expuesto la perspectiva de gestión de los dirigentes de clubes de fútbol que funcionan con criterios de satisfacción del inversor -

²⁰¹ En 2002 todavía era Ken Bates, antes de la compra del club por parte del multimillonario Abramovich.

un inversor atípico como se explicó en capítulos anteriores-. Sin embargo, podría argumentarse que los informes que acompañan a los estados financieros simplemente exponen declaraciones de intenciones. Por esto, nos ha parecido oportuno contrastar si los flujos de caja de estos equipos se comportan de forma coherente con los factores que previamente habíamos diseñado como condicionantes de estos flujos de caja. Cabe esperar que, si los clubes tienen un comportamiento empresarial homogéneo, los flujos de caja estarán relacionados con las dimensiones de las características más relevantes.

Aunque en los capítulos previos analizamos la multicolinealidad existente entre los posibles factores que afectan al flujo de caja, para el caso de los equipos españoles, la justificación teórica de la existencia de esas relaciones es válida también para la liga inglesa. Por ese motivo, hemos seleccionado tres variables independientes que recogen los principales conceptos del modelo, para observar su grado de explicación de los flujos de caja dado que esa era la información disponible para los equipos ingleses.

- En primer lugar, emplearemos los ingresos totales del club en la temporada (variable de ingresos).
- Como variable de rendimiento deportivo empleamos la transformación de la clasificación²⁰² de Szymanski y Kuypers (1999).
- Finalmente, para recoger el efecto de la afición hemos empleado la asistencia media a los estadios en la temporada.

Partimos del flujo de caja operativo como variable dependiente al ser un dato informado por los propios clubes en el Estado de Cash-Flow. Estimamos el Flujo de Caja Libre a partir de él, siguiendo a Fernández (1999; 147), detrayendo los impuestos hipotéticos al flujo de caja operativo.

Los clubes ingleses que componen la muestra empleada para las estimaciones de este capítulo aparecen en la Tabla A 10-1. Son la totalidad de

²⁰² Expresión (13) del capítulo 7 empleando, en este caso, 68 en vez de 93, puesto que entre los equipos cotizados sólo había equipos de las tres principales divisiones.

los equipos ingleses cotizados en el año 2000 -fecha a la que se refieren los estados financieros-, excepto el Leicester City que dejó de cotizar en noviembre de 2002 después de recibir algunas amonestaciones por parte de las autoridades financieras británicas. Por este motivo y por el comportamiento anómalo de sus datos hemos decidido excluirle de la muestra.

La fecha de presentación es aquella cuando las cuentas anuales están disponibles para el público. Varía de unos clubes a otros pues, al contrario que en el caso español, los clubes ingleses no tienen una fecha fija para su ejercicio fiscal. No obstante la mayoría cierran sus cuentas entre mayo y agosto. Los estados financieros presentados son preliminares, es decir, antes de ser auditados. Hemos accedido a ellos a través del *Regulatory News Service* (RNS) de la Bolsa de Londres. Los datos de asistencia a los estadios los hemos obtenido de <http://european-football-statistics.co.uk> y los de clasificaciones en las competiciones inglesas de www.rsssf.com.

Del análisis de regresión univariante entre los flujos de caja libre (FCF) de los clubes ingleses respecto a los ingresos, la asistencia y su rendimiento en su propia liga, observamos que el poder explicativo de las tres variables independientes es bastante elevado con una R^2 de 0'84, 0'67 y 0'63 respectivamente. Todas las regresiones resultan significativas. Así, podemos afirmar que el comportamiento financiero de los clubes ingleses cotizados es bastante uniforme y bien explicado por las variables de afición, ingresos y resultados deportivos. Por esta razón, entendemos que será un buen referente para estimar el valor de los clubes españoles, siempre y cuando éstos sigan una pauta de conducta de creación de valor para el inversor.

Completamos este estudio con un conjunto de test de hipótesis en el que tratamos de comprobar que el impacto de cada una de las variables anteriormente citadas afectan realmente al flujo de caja. Para ello hacemos uso de un t-test donde tomando como variable dependiente el flujo de caja libre y variable explicativa los ingresos totales, en el primer caso, la

asistencia media a los estadios y, finalmente, la clasificación transformada (LNPOS).

Partiendo de la expresión general de la regresión lineal:

$$(49) \quad y = \alpha_0 + \alpha_1 x + \varepsilon$$

la hipótesis nula supone que no existe una relación positiva entre la variable dependiente y la independiente, y la alternativa se refiere a la existencia de un impacto positivo de la independiente sobre la dependiente:

$$(50) \quad H_0 \quad \alpha_1 \leq 0$$

$$(51) \quad H_1 \quad \alpha_1 > 0$$

Por consiguiente, si se rechaza la hipótesis nula es síntoma de que el impacto es positivo. Se contrasta con un t-estadístico que sigue una *t* de Student con *n*-2 grados de libertad.

Tabla 10-1. t-test clubes de fútbol ingleses cotizados

Variable Dependiente: FCF		
Variable Independiente	t	sig.
LNPOS	4,718	0,000
ASIS	5,165	0,000
INGTOT	8,255	0,000

Fuente: elaboración propia

Los estadísticos *t* correspondientes a cada una de las variables independientes anteriormente citadas toman los valores que se recogen en la Tabla 10-1 dejando unas colas prácticamente nulas como se observa en la misma tabla. Por lo tanto se rechaza la hipótesis nula y se admite que hay un impacto positivo de cada una de las variables estudiadas sobre el flujo de caja libre.

Finalmente, para concluir el modelo, contrastamos si esos efectos se dan únicamente de forma indirecta o también existe un efecto directo de ellos. Para ello realizamos una regresión paso a paso (ver ANEXO X.3) en la cual se observa que la única variable que afecta de modo directo a los flu-

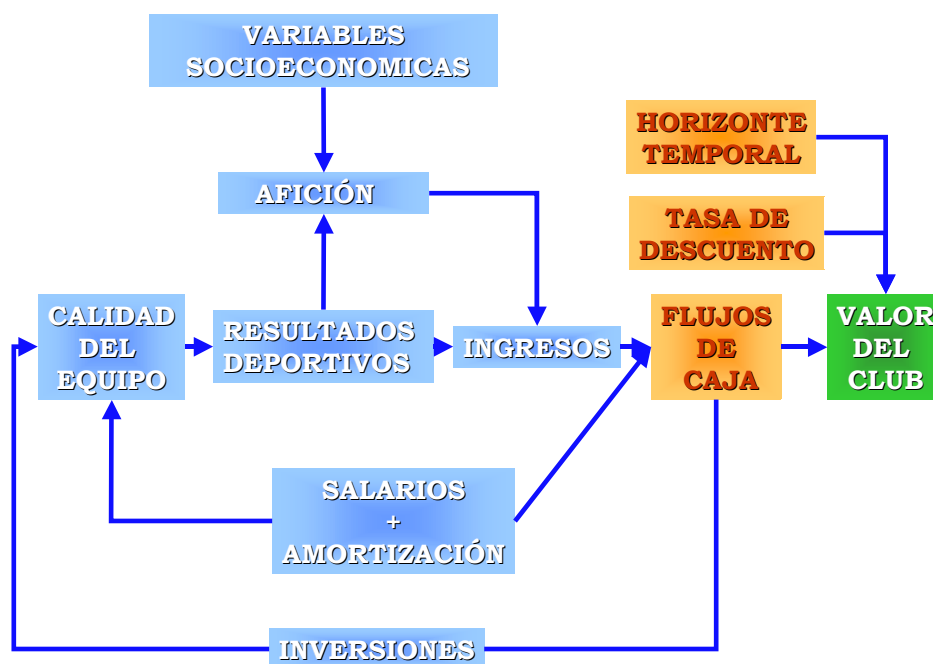
jos de caja son los ingresos, consecuentemente, el efecto de las otras dos variables es de tipo indirecto.

En cualquier caso, el hecho de que afecten parece sugerir que se obtendrá una mejor aproximación del Flujo de Caja Libre si se consideran todos, que si únicamente se hace uso de uno sólo.

10.4.- MODELO DE DETERMINACIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE

Partiendo de la información previa y siguiendo las trayectorias de influencia sobre ingresos y sobre flujos de caja obtendríamos el modelo que se recoge en la Ilustración 10-4.

Ilustración 10-4. Elementos para la creación del valor de un club de fútbol



Fuente: elaboración propia

Dado que en España no disponemos de una información fiable sobre el flujo de caja estimado, dividimos el proceso de obtención ese flujo de caja en dos fases. En la primera se determinará la información relevante para el Flujo de Caja Libre y cómo medir esa información. En la segunda, se estimará un Flujo de Caja Libre a partir de esa información relevante. Por lo tanto, vamos a buscar un factor o factores que recojan toda la información relevante del negocio del fútbol en los equipos españoles para determinar, a partir de ellos, el nivel de negocio en el que se sitúa cada club en

particular. Para calcular estos factores empleamos las variables que han presentado los mejores niveles explicativos en los análisis de regresión previos.

Hemos optado por trabajar con la forma funcional logarítmica de todas las variables. En el caso de los ingresos, los sueldos y la dotación a la amortización es, claramente, la forma funcional más adecuada. Comprobamos también el comportamiento en términos logarítmicos de la asistencia y la población, apareciendo esta función como muy adecuada. También se adecua bien para las variables de resultados deportivos.

Hemos seleccionado las siguientes variables:

- **Calidad:** aproximada por los costes de personal deportivo mediante la variable LN(SPD+DADAJ) que representa el logaritmo neperiano de los sueldos de la plantilla deportiva más la dotación a la amortización de los derechos de adquisición de jugadores;
- **Entorno socioeconómico:** empleamos como variable socioeconómica, la que recoge la población de la provincia ajustada cuando en una provincia hay más de un club (LNPOBPROAJ);
- **Afición:** se hace uso de la variable de asistencia que recoge el número medio de espectadores medio en la temporada (LNASIS);
- **Resultados deportivos:** nos inclinamos por emplear el índice compuesto, en su forma logarítmica, por incluir datos de todas las competiciones en las que participan los equipos españoles;
- **Inversión:** incluimos también la inversión en jugadores adquiridos a título oneroso que los clubes reflejan en la partida de inmovilizado inmaterial “derechos de adquisición de jugadores” (LNDAJ)
- **Ingresos:** hemos optado por incluir todas las partidas de ingresos que componen el importe neto de la cifra de “ingresos deportivos”. Así aparecerán los ingresos de competiciones -incluyendo los de taquilla y lo percibido de apuestas mutuas deportivo benéficas (LNAMDTAQ)-, televisión (LNDTV), publicidad (LNTPUB), y abonados y socios (LNASP).

Optamos por trabajar sólo con la temporada 99/00 para que la comparación con los datos de los clubes ingleses sea homogénea. La Tabla A 10-2

recoge la muestra. Hemos tenido que excluir, de nuevo, al Real Betis por su práctica de cesión de los derechos económicos y su consecuente forma de contabilizarlos.

Una vez obtenidas las variables de partida, nos queda ver como construir a partir de ellas un índice que recoja de forma resumida su información. Bajo el supuesto de que la relación entre las variables elegidas es de tipo lineal, parece que la metodología para obtener ese índice estará relacionada con el método de componentes principales, puesto que éstos nos permiten definir nuevas variables estructurales, generadas a partir de las variables originales y recogiendo en cada una de ellas el máximo de información que tienen en común las variables originales.

El siguiente paso sería determinar los Flujos de Caja Libre a partir de esa información. Dado que la información de los equipos españoles no es suficientemente fiable, recurrimos a los equipos de la liga inglesa que cotizan en bolsa para estudiar esa relación

El tercer paso consiste en estimar una relación entre ambos índices, partiendo de la información existente en la liga inglesa. Trasladar sus resultados a los clubes españoles lleva consigo un proceso de delimitación de los parámetros de corrección del modelo. Finalmente, podremos determinar el flujo de caja de los equipos españoles a partir del índice de valoración económica de un club.

Este proceso nos lleva a la necesidad de justificar la forma de construir los índices, por un lado, y la de elaborar, en particular, cada uno de ellos. A la justificación del proceso de construcción de índices se dedica el apartado siguiente.

No obstante, para evitar ajustes derivados de los diferentes comportamientos, por las características específicas de sus respectivas ligas, haremos un proceso de homogenización de datos, construyendo un índice de valoración de una variable económica cuya función de distribución sea desconocida, mediante la transformación inversa (ver ANEXO X.2)

10.5.- CÁLCULO DE ÍNDICES DEL FACTOR DE VALOR ECONÓMICO

Dado que todos los elementos considerados para generar valor son importantes, hemos optado por definir el valor económico como una variable estructural elaborada a partir de todos esos elementos. Para eso haremos uso de una metodología de análisis de componentes principales.

Hemos realizado un análisis factorial empleando el método de componentes principales de las variables seleccionadas y enumeradas en el apartado “Elementos para la creación de valor económico en el fútbol”. Como resultado obtenemos un único factor que vamos a denominar de “valor económico” y representamos por FV_i . La expresión de este factor²⁰³ es:

$$(52) \quad FV_i = 0'118 \cdot \text{LNPOBPROAJ} + 0'13 \cdot \text{LN}(\text{SPD} + \text{DADAJ}) + 0'11 \cdot \text{LNDAJ} \\ + 0'124 \cdot \text{LNAMDTAQ} + 0'121 \cdot \text{LNDTV} + 0'123 \cdot \text{LNPNB} + \\ 0'130 \cdot \text{LNASP} + 0'123 \cdot \text{LNIND} + 0'129 \cdot \text{LNASIS}$$

Algún club de la muestra no informaba separadamente alguna de las partidas. Para no perder elementos de la muestra, especialmente de Primera División, hemos optado por estimar los datos que no aparecían desglosados en las cuentas anuales. En concreto, hemos estimado los ingresos de competiciones (AMDTAQ), de televisión y publicidad del Deportivo de La Coruña y el Levante a partir de los ingresos deportivos. Además, para el Leganés, Levante y el Numancia, hemos aproximado la dotación a la amortización de jugadores mediante la dotación a la amortización total.

El Elche, en la temporada 99/00 no registraba en su activo cantidad alguna por derechos de adquisición de jugadores. Por este motivo, al trabajar con logaritmos, no hemos podido estimar el valor del factor de valor económico para este equipo. Además, habíamos tenido que excluir de la muestra al Real Betis por su comportamiento atípico.

Dado que el factor de valor económico se construye a partir de las variables iniciales tipificadas, no es necesario en este paso tipificar el factor,

pues su media es nula y su varianza es el autovalor de la matriz de correlaciones y, por tanto, ya viene determinada por las variables originales.

El resto del proceso sigue el método explicado en el ANEXO X.2. En primer lugar, se transforma la variable para que siempre tome valores positivos. El valor mínimo elegido es 2.

A continuación, se busca el valor p que permite linealizar la función de distribución. Dicho valor es $p=0,8$ (ver ANEXO X.6). Una vez linealizada la función de distribución, el comportamiento de la variable se puede suponer uniforme. Por tanto, para obtener la variable aleatoria tipificada transformada y uniforme (s_{FVi}) ha sido necesaria realizar la siguiente transformación:

$$(53) \quad s_{FV} = (z_{FV} + 2)^{0,8}$$

Con el objeto de hacer comparables y homogéneos los factores de valor económico, hacemos la transformación para convertirla en una uniforme (0,1) y la ajustamos a porcentaje multiplicando por 100. La transformación la realizamos mediante la siguiente ecuación²⁰⁴:

$$(54) \quad I_i = \frac{s_{FVi} - m}{M - m} \times 100$$

donde:

I_i es el índice del valor económico del club español i ,

s_{FVi} es el factor tipificado y transformado del valor económico del club español i ,

m es el mínimo factor de valor económico entre los clubes españoles, y

M es el máximo factor de valor económico entre los clubes españoles.

²⁰³ Los cálculos para la obtención de los coeficientes se pueden consultar en el ANEXO X.5.

²⁰⁴ Similar a (99) (ver ANEXO X.2) pero restando el mínimo.

El resultado de la ordenación de los clubes españoles de la muestra se recoge en la Tabla A 10-3.

10.6.- CÁLCULO DEL ÍNDICE DEL FLUJO DE CAJA EN LOS EQUIPOS INGLESES

Partiendo de los flujos de caja tipificados de los equipos ingleses (z_{FCF}^*), elegimos una cota inferior del mínimo que nos asegure que todos los valores son positivos. Al estar tipificado, ese valor es 1, que nos indica que el mínimo flujo de caja posible es igual al promedio menos 1 desviación estándar. Aplicando lo indicado en los pasos (96) y (97) (ver ANEXO X.1), obtenemos que la mejor transformación –según los cálculos recogidos en el ANEXO X.7- se obtiene para $p=0$, por tanto, la expresión de la variable aleatoria tipificada transformada en una distribución uniforme es:

$$(55) \quad s_{FCF}^* = \ln(z_{FCF}^* + 1)$$

Esta variable nos permite calcular el valor del índice de los flujos de caja de los equipos ingleses de acuerdo con la siguiente expresión:

$$(56) \quad IFC_i^* = \frac{s_{FCF}^* - m'}{M' - m'} \times 100$$

donde:

IFC_i^* es el índice del flujo de caja libre del club inglés i ,

$s_{FCF_i}^*$ es el factor tipificado y transformado en una distribución uniforme del flujo de caja del club inglés i ,

$m' = \left(\frac{n}{n-1} \right) \cdot \min(s_{FCF}^*)$ es el flujo de caja operativo transformado mínimo ajustado entre los clubes ingleses, y

$M' = \left(\frac{n}{n-1} \right) \cdot \max(s_{FCF}^*)$ es el flujo de caja operativo transformado máximo ajustado entre los clubes ingleses.

10.7.- FUNCIÓN QUE RELACIONA EL ÍNDICE DEL FLUJO DE CAJA CON EL DEL FACTOR ECONÓMICO

Para conseguir los flujos de caja esperados de los clubes españoles, tomamos como referencia los ingleses atendiendo a las razones argumentadas al comienzo del capítulo. Previamente hemos de escalar los niveles de flujos de caja según el factor de valor económico para los equipos ingleses. Si dispusiéramos de la misma información que para los clubes españoles, estimaríamos el factor de valor económico de los clubes ingleses (FV_i^*) directamente a partir de la expresión (52).

Como la información disponible sobre estos equipos es más limitada, estimamos un factor ajustado partiendo de los coeficientes de FV_i obtenidos para los clubes españoles. Trabajamos con las variables de ingresos, rendimiento deportivo y la de afición. Respecto a las primeras, empleamos los ingresos totales (LNINGTOT) y asignamos como coeficiente la media de los coeficientes de las variables de ingresos de los equipos españoles. En cuanto a la variable de rendimiento de resultado, como sólo tenemos datos de la liga y además los equipos ingleses participan en otras competiciones, empleamos LNPOS aplicándole el coeficiente del índice compuesto de los equipos españoles. La expresión resultante es:

$$(57) \quad FV_i^* = 0'125 \cdot LNINGTOT + 0'123 \cdot LNPOS + 0'129 \cdot LNASIS$$

Calculamos el valor del factor para cada uno de los equipos ingleses. Para esto empleamos los valores tipificados de las variables. En este momento, ya tenemos los flujos de caja libre de equipos gestionados con criterios financieros y los niveles –ligados a aspectos claves del negocio del fútbol– que permiten obtener dichos flujos.

Seguidamente, estimamos también el índice de valor económico para los equipos ingleses. En este caso, lo hacemos partiendo del factor adaptado y la expresión de cálculo del índice es:

$$(58) \quad I_i^* = \frac{s_{FV_i}^* - m^*}{M^* - m^*} \times 100$$

donde:

I_i^* es el índice del valor económico del club i ,

s_{FVi}^* es el factor adaptado tipificado y transformado del valor económico del club i ,

m^* es el mínimo factor de valor económico entre los clubes ingleses²⁰⁵, y

M^* es el máximo factor de valor económico entre los clubes ingleses²⁰⁶.

La transformación²⁰⁷ necesaria para obtener la función uniforme, en este caso, ha sido:

$$(59) \quad s_{FV}^* = (z_{FV}^* + 1)^{1/2}$$

Una vez conocidos ambos índices para los equipos ingleses, buscamos la forma funcional que explique la relación entre los condicionantes de carácter económico –incluidos en el factor económico– y los flujos de caja de aquellos clubes regidos con criterios financieramente razonables. Por este motivo, realizamos una regresión tomando como variable independiente el índice del factor económico y variable dependiente el índice del flujo de caja. Los resultados de la regresión se muestran en la Tabla A 10-4. Como era de esperar, a consecuencia de las transformaciones realizadas en las variables aleatorias, las funciones que mejor se comportan son la lineal y las polinómicas de segundo y tercer grado. Elegimos la lineal por presentar un buen ajuste y porque con la función cuadrática y la cúbica los grados de libertad del modelo se reducen de forma importante al trabajar con una muestra poco amplia.

²⁰⁵ Hemos incluido dentro de los factores de los equipos ingleses los valores correspondientes a los factores calculados según la expresión (57) del Real Madrid y el Leganés por ser el máximo y mínimo factor respectivamente entre los clubes españoles. En este caso, el factor del Leganés resulta ser el mínimo también de los clubes ingleses. Así m^* corresponde con el valor del factor de valor económico del Leganés.

²⁰⁶ El hecho de trabajar con índices adimensionales nos permite comparar equipos de diferentes ligas.

²⁰⁷ Los cálculos se recogen en el ANEXO X.8.

En virtud de esta regresión (ver cálculos en ANEXO X.9) podemos expresar el índice del flujo de caja como:

$$(60) \quad IFC^*_i = -3,2702 + 0,9169 \cdot I^*_i$$

Dado que desconocemos el flujo de caja esperado –el que obtendrían comportándose con criterios financieros– para los equipos españoles, pretendemos estimarlo a partir de los índices de los clubes cotizados. Por ese motivo, hemos buscado los clubes españoles con el máximo y el mínimo factor. Si los introducimos, estimando su factor de valor económico, entre la escala de los equipos ingleses, podremos, posteriormente reescalar los niveles de los clubes españoles.

Una vez identificados los clubes con máximo y mínimo I . Estimamos ahora sus factores de valor económico con los criterios empleados para el cálculo de los I^* . El proceso es el siguiente:

$$(61) \quad z^*_{FVi} = 0,125z_{LNINGTOTi} + 0,123z_{LNPOSi} + 0,129z_{LNASiSi}$$

Obtenemos que los factores tipificados de los clubes españoles, si se comportarán como los clubes de referencia, oscilarían entre $-0,620$ y $0,647$. Realizamos ahora su transformación para que se comporten como una variable aleatoria uniforme y calculamos su I^* según las expresiones (59) y (58) respectivamente. Resulta que la escala de los factores de los clubes ingleses oscila entre el 100 –propio del Manchester Utd.– y el 0 –correspondiente a la estimación del club español de peor índice según los parámetros de los equipos cotizados–. El I^*_{RM} , el mejor de los españoles calculado como si fuera inglés, es de 99,09. A partir de esos dos valores ($I^*_{RM}=99,09$; $I^*_{LEG}=0$) reescalamos el índice del factor de valor económico de los equipos españoles. A su vez, serán los mismos parámetros de corrección.

Una vez estimado el índice del factor de valor económico para los extremos de la muestra española mediante los parámetros propios de los clubes ingleses, calculamos el índice del flujo de caja de estos dos clubes empleando para ello la expresión (60). Los índices resultantes son:

$$(62) \quad IFC^*_{RM} = -3,2702 + 0,9169 \cdot (99,09) = 87,59$$

$$(63) \quad IFC^*_{LEG} = -3,2702 + 0,9169 \cdot (0) = -3,27$$

De la misma manera calculamos el IFC_i de todos los equipos españoles pero partiendo del índice del factor reescalado (I_i).

10.8.- ESTIMACIÓN EL FLUJO DE CAJA LIBRE ESPERADO DE LOS CLUBES ESPAÑOLES

Conocido el nivel de flujo de caja libre que corresponde a cada uno de los clubes españoles, hemos de realizar las siguientes operaciones para estimar el flujo de caja esperado de cada nivel:

- Calculamos la variable aleatoria tipificada uniforme entre 0 y el máximo. Para esto despejamos en (56), teniendo en cuenta que ahora empleamos IFC^*_e . Donde e representa cada uno de los clubes españoles. La ecuación a emplear es:

$$(64) \quad s^*_{FCF_e} = IFC^*_e \left(\frac{M' - m'}{100} \right) + m'$$

- Calculamos el valor de la variable aleatoria tipificada. En este caso, como la función que habíamos empleado para estimar s^*_{FCF} es la indicada en (55), la operación a realizar será:

$$(65) \quad z^*_{FCF_e} = e^{s^*_{FCF}} - 1$$

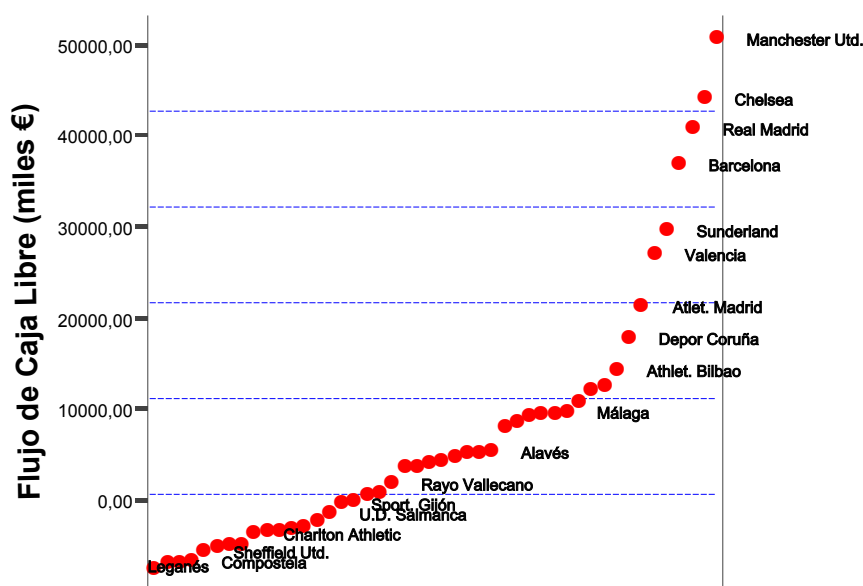
- Finalmente, destipificamos para obtener el flujo de caja esperado de cada club. Para ello operamos mediante:

$$(66) \quad FCF^*_e = z^*_{FCF_e} \cdot \sigma^*_{FCF_i} + E(FCF^*)$$

El resultado obtenido se aprecia en la Ilustración 10-5. Hemos querido recoger conjuntamente los flujos de caja libres de los equipos ingleses y los estimados para los españoles con la intención de captar la situación de los clubes españoles. Se observa un crecimiento exponencial de los flujos de caja esperados y una especial concentración entre los valores más próximos al cero. Puntualizamos, una vez más, que ese flujo de caja esperado sería el que obtendría cada club si su regla de conducta fuera la

búsqueda de creación de valor para el inversor. Pero además, hay que contar con el acierto, e incluso, en algunos casos, la suerte, en la toma de decisiones. En función de la buena gestión el flujo de caja observado se elevará sobre el esperado o, por el contrario, una mala gestión se traducirá en un valor observado inferior al esperado.

Ilustración 10-5. Distribución de clubes españoles e ingleses en función de los flujos de caja estimados.



Fuente: elaboración propia

Para obtener una aproximación del Flujo de Caja Libre menos sensible a posibles cambios en la muestra de partida, parece conveniente agrupar los equipos de acuerdo a unos niveles de valor, supuesta una gestión eficiente. Dado que los flujos de caja libre siguen una forma exponencial en función del orden, construimos los niveles sobre el flujo de caja transformado mediante logaritmos. De esta forma, dentro de cada nivel i el flujo de caja esperado del equipo j tendría tres componentes:

$$(67) \quad \ln \text{FCF } E_{ij} = \alpha_i + \beta_j + \varepsilon_{ij}$$

α_i mide el Flujo de caja esperado común al nivel que estaría ordenado en función del mismo;

β_j mide el efecto diferencial de cada equipo dentro del nivel, que afecta a las suposiciones predecibles de ese equipo en este instante de tiempo. Su efecto es estacionario, tendiendo a desaparecer si el periodo de predicción se alarga;

ε_{ij} es la perturbación aleatoria, que se supone sigue un proceso autorregresivo de orden 1 sin constante, por lo que también tiende a desaparecer en el periodo de predicción.

El primer nivel corresponde a clubes con flujos de caja esperados superiores a 30 millones de euros y, en el caso español, incluyen sólo al Real Madrid y Barcelona. El segundo nivel estaría comprendido entre 10 y 30 millones de euros acogiendo a equipos como: Valencia, Atlético de Madrid, Deportivo de La Coruña, Athletic de Bilbao y Celta. El tercer grupo, corresponde a aquellos con flujos de caja esperados positivos inferiores a 10 millones de euros. En este grupo estarían clubes como el Málaga, Real Sociedad, Sevilla, Mallorca, Espanyol, Alavés, Oviedo, Racing de Santander, Valladolid o Rayo Vallecano. Finalmente se agruparían aquellos equipos que, en las circunstancias actuales presentarían flujos de caja esperados negativos o nulos, entre los que se encuentran el Numancia, Sporting de Gijón, U.D. Salamanca, Córdoba, Albacete o Leganés, entre otros. Estos últimos clubes actualmente no generarían valor para los accionistas por lo que se supondrá que su flujo de caja libre corregido será nulo. Para modificarlo, deberían actuar sobre alguna variable de valor económico y de esa forma generar valor para los accionistas.

10.9.- ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO

Una vez estimados los flujos de caja esperados para los distintos niveles de valor económico, debemos determinar la tasa de descuento que se aplicará para actualizar la corriente de flujos futuros. Al trabajar con flujos de caja libre, la tasa de descuento adecuada es el coste medio ponderado de capital. La expresión que emplearemos para obtener el CMPC es:

$$(68) \quad \text{CMPC} = \frac{\text{RRPP} \times k_e + D \times k_i(1 - t)}{\text{RRPP} + D}$$

A la vista de esta formulación, necesitaremos determinar previamente el coste de los recursos propios, el coste de la deuda después de impuestos y la proporción de recursos propios y ajenos que tiene o, mejor incluso, la que considera idónea el club.

Para estimar el coste de los recursos propios, nos basamos en la teoría del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) enunciada²⁰⁸ por Sharpe (1964), según la cual, el rendimiento mínimo exigido por un inversor será, al menos, el rendimiento del activo sin riesgo más una prima por el riesgo. La prima de riesgo resulta de la cuantía en que excede el rendimiento del mercado sobre el activo libre de riesgo multiplicado por el riesgo propio del título a valorar –medido por su beta–.

$$(69) \quad Ke_i = R_f + \beta_i \cdot [E(R_m) - R_f]$$

donde,

Ke_i representa el coste de los recursos propios del título i que será lo exigido por los inversores para estar satisfechos,

R_f es la tasa de rendimiento libre de riesgo,

β_i representa el riesgo no diversificable de un activo. Se puede medir como la covarianza del rendimiento del título i respecto al rendimiento del mercado dividido por la varianza del rendimiento del mercado; y

$E(R_m)$ es el rendimiento esperado del mercado.

Damodaran (1996, 2001) expone dos variantes para el empleo de la tasa libre de riesgo: el tipo de los títulos emitidos por el Estado a corto plazo y

²⁰⁸Posteriormente desarrollada por Linter (1965), Mossin (1966) y, finalmente, para tiempo continuo, por Merton (1990). Sin embargo, el trabajo de Fama y French (1992) supuso un duro golpe para el CAPM. En su artículo, demuestran que la relación de las rentabilidades con las acciones fue muy pequeña y que la relación de la rentabilidad de la empresa con su tamaño y con el ratio *market to book* para el periodo 1963-1990. La correlación entre la beta y la rentabilidad es prácticamente nula. No obstante, seguiremos empleando el CAPM apoyándonos en las mismas palabras de Fama y French (2003; 21) que nos dicen que se continúa “enseñando el CAPM, como introducción a los conceptos fundamentales de gestión de carteras y de valoración, para construir sobre él, y

el tipo de interés actual de los Bonos del Estado a largo plazo. Sugiere que se pueden emplear una u otra en función de lo que se pretende valorar y de la prima de riesgo empleada. Él utiliza, por defecto, el tipo de interés de los Bonos del Estado a largo plazo y como prima de riesgo la diferencia histórica entre las acciones y los Bonos del Tesoro norteamericanos. Nosotros elegiremos como tipo libre de riesgo el de los Bonos del Estado con vencimiento a 5 años.

La estimación de la beta más frecuente se realiza por medio de una regresión del rendimiento de las acciones (R_i) respecto al rendimiento del mercado (R_m) (Damodaran, 1996, 52).

$$(70) \quad R_i = a + bR_m$$

En la expresión (70), la pendiente de la regresión (b) corresponde a la beta de la acción y mide su riesgo. Por su parte, el término independiente (a) proporciona una medida simple del rendimiento durante el periodo de la regresión. Si modificamos la expresión del CAPM (69) sacando factor común R_f , tenemos que:

$$(71) \quad R_i = R_f(1-\beta_i) + \beta_iR_m$$

de modo que el término independiente a sería $R_f(1-\beta_i)$.

Sin embargo, puesto que los clubes de fútbol españoles no cotizan en bolsa, la estimación de su beta por este método es inviable. Damodaran (2001; 86) propone dos alternativas para estimar la beta de empresas no cotizadas:

- Usar una beta de mercado, si se entiende que la empresa se prepara para una OPV o si puede ser adquirida por una sociedad que cotiza en bolsa.
- Ajustar la beta para reflejar el riesgo total en vez del riesgo de mercado.

con advertencias de que a pesar de su simplicidad seductora, sus problemas empíricos pueden invalidar su utilización en la práctica”.

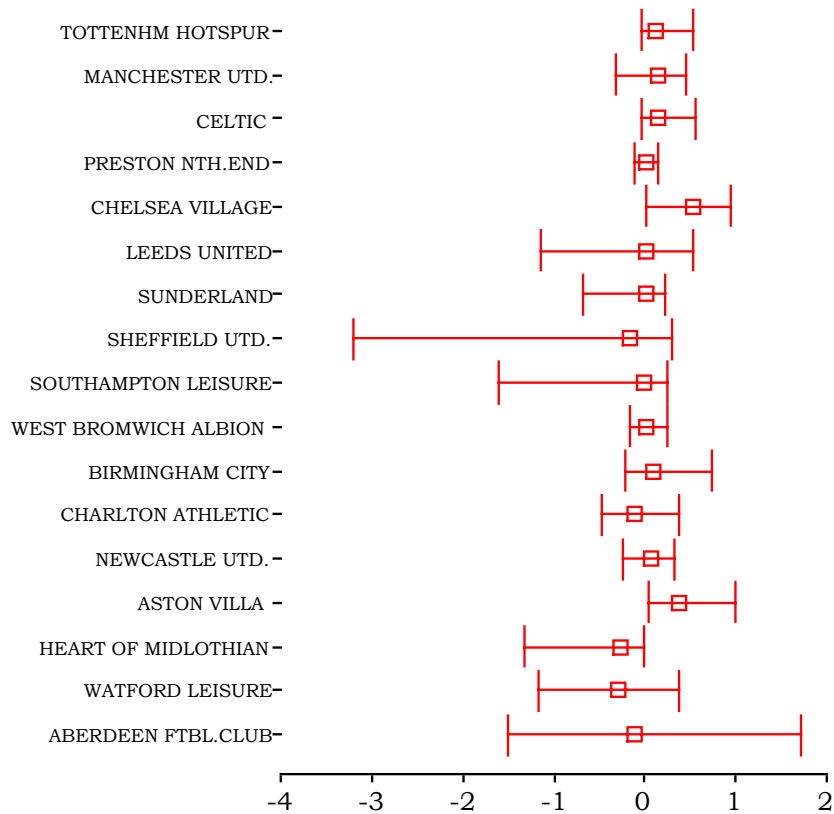
Otras alternativas sugeridas en Damodaran (1996; 58) son las siguientes:

- Usar las betas de empresas comparables en términos de riesgo de negocio y apalancamiento operativo.
- Usar factores económicos relevantes para la sociedad como pueden ser el rendimiento por dividendos, el ratio de endeudamiento, el crecimiento de los beneficios, etc.

Por su parte, Fernández (2002; 407-408) apunta la posibilidad de realizar un cálculo cualitativo de la beta. Su recomendación se basa en la poca estabilidad de las betas y el escaso significado de las betas históricas. Respecto a la variabilidad de las betas, Hsieh *et al.* (1999), afirman que los beneficios trimestrales influyen en los movimientos de las betas de las empresas norteamericanas. Buckland y Fraser (2001) llegan a la conclusión de que las betas de las empresas de servicios públicos no son estables. Kothary *et al.* (1995) demuestran que el uso de betas estimadas con datos anuales supone una relación entre rentabilidades y betas mejor que si se calcula con datos mensuales.

Las betas calculadas con datos históricos varían mucho de un día para otro; dependen del periodo empleado en el cálculo (1 año, 2 ó 5), de las rentabilidades utilizadas (diaria, semanal, quincenal, mensual; etc) y del índice bursátil de referencia. Fernández (2003) demuestra como el cambio promedio diario de las betas de 106 empresas españolas cada día del mes de diciembre de 2001, calculadas con datos mensuales de los 5 últimos años, fue de 9,8% y el cambio semanal promedio del 24%. Además la beta máxima de una empresa fue 2'4 veces su mínima. Asimismo demuestra la elevada variabilidad de las betas en función de los datos empleados para su cálculo. Por consiguiente, no parece que los datos históricos permitan obtener un estimador fiable de las betas y, consecuentemente, rechazamos ese método.

Ilustración 10-6. Betas máximas, mínimas y medias según datos de cálculo (rentabilidades diarias, semanales, quincenales, mensuales; 1, 2 ó 5 años)



Fuente: elaboración propia

Una posible alternativa sería utilizar betas calculadas con datos históricos de los clubes ingleses cotizados para introducir el riesgo de mercado en la valoración de los clubes españoles. Para esto, hemos contrastado la variabilidad de las betas históricas, calculándolas, para los equipos que cotizan en la Bolsa de Londres, empleando rentabilidades diarias, semanales, quincenales y mensuales durante el último año, los dos y los cinco últimos. Un resumen de los resultados más significativos se muestra en la Tabla 10-2 y la Ilustración 10-6. El rango de variación de los valores de las betas estimadas es muy amplio para la mayoría de los títulos. Existe una gran variabilidad principalmente entre las betas calculadas sobre los datos del último año y las estimadas con datos de los cinco últimos. Pero también varían mucho en función de las rentabilidades utilizadas.

Tabla 10-2. Valores de betas históricas calculadas con rentabilidades diarias, semanales, quincenales y mensuales para 1, 2 y 5 años

Club	Media	máx	mín
TOTTENHM HOTSPUR	0,11	0,52	-0,04
MANCHESTER UTD.	0,14	0,45	-0,31
CELTIC	0,15	0,57	-0,03
PRESTON NTH.END	0,01	0,14	-0,12
CHELSEA VILLAGE	0,54	0,95	0,02
LEEDS UNITED	0,03	0,52	-1,14
SUNDERLAND	0,02	0,23	-0,69
SHEFFIELD UTD.	-0,16	0,31	-3,21
SOUTHAMPTON LEISURE HDG.	-0,02	0,26	-1,60
WEST BROMWICH ALBION	0,01	0,24	-0,16
BIRMINGHAM CITY	0,10	0,74	-0,22
CHARLTON ATHLETIC	-0,10	0,39	-0,47
NEWCASTLE UTD.	0,06	0,32	-0,23
ASTON VILLA	0,38	1,00	0,04
HEART OF MIDLOTHIAN	-0,26	-0,01	-1,31
WATFORD LEISURE	-0,28	0,38	-1,18
ABERDEEN FTBL.CLUB	-0,10	1,71	-1,50

Fuente: Elaboración propia

A la vista de los resultados, de acuerdo con Fernández (2003), optamos por estimar una beta cualitativa que recoja el riesgo de la empresa y no solamente el riesgo del mercado. Tomamos como referencia el método empleado por Goldman Sachs denominado CAMEL. Este nombre resulta ser un acrónimo que recoge los siguientes conceptos: C de *Capital* recoge el endeudamiento de la empresa; A de *Asset quality* referida al riesgo del negocio; M de *Management* indicando la opinión que se tiene del equipo gestor; E de *Earnings* que refleja la volatilidad de los beneficios; y L de *Liquidity* que hace referencia a la liquidez de las acciones.

La estimación de esta beta cualitativa supone, en primer lugar, establecer los parámetros que han de incorporarse para determinar el riesgo del club. Entendemos que se deben introducir unos parámetros de riesgo de negocio: principalmente vendrían dados por la masa social del club y la variabilidad de los resultados deportivos. También se deberían incorporar parámetros de información sobre el equipo directivo y, finalmente, de estructura financiera. Cada uno de estos parámetros se puntuarían de 1 a 5 según su contribución al riesgo. Además debemos establecer una ponderación para cada factor de riesgo.

Partiendo de los citados trabajos de Fernández (2003) y trabajos previos realizados por Barajas (2003), proponemos las siguientes variables:

- Riesgo de negocio. Viene medido por dos factores: la **masa social** que apoya al club, se estima la media de socios o de asistentes medios en una temporada a los partidos del club. Se divide el número de socios de cada club por la media de todos los clubes. Se establecen cinco grupos. A los del grupo con valor más alto se les adjudica un riesgo 1 y a los más bajos un riesgo 5. Y el **historial de resultados**, que, para evaluar su riesgo, se estima la desviación típica de la posición ocupada en liga en los últimos 3 años. Se establecen las clases a partir de las desviaciones. Se atribuye más riesgo al grupo con mayor desviación típica y menos al de menor.
- Información y equipo directivo. En este aspecto incluimos dos indicadores: la **calidad de los informes de auditoría** y el **control social**. Para medir el primero atribuiremos un riesgo de 5 si no presentan las cuentas o no tiene informe, 4 si se deniega la opinión, 3 cuando se plantean excepciones, 2 si aparecen salvedades y 1 si el informe es limpio. En cuanto a la medida del riesgo según el control social, entendemos que si el equipo directivo debe responder ante un único propietario que controla la sociedad –suele coincidir el máximo accionista con el presidente- la información será de peor calidad que si la SAD está más fiscalizada por un accionariado disperso. También se debería considerar la remuneración del equipo directivo.
- Estructura financiera: cuyos elementos son el nivel de endeudamiento, la continuidad en los ingresos, la estabilidad en los costes de personal, la volatilidad de los beneficios y de los flujos de caja. Para el nivel de endeudamiento, se establecen clases y se atribuye máximo riesgo a las más endeudadas. Respecto a la continuidad en los ingresos, se estudia la evolución de los ingresos de los últimos 3 años y en función de su variabilidad se clasifica el riesgo. En cuanto a la estabilidad de los gastos de personal -considerados los más importantes, por su peso en la cuenta de pérdidas y ganancias, y por

servir de aproximador de la calidad de la plantilla- clasificamos el riesgo para el club según su estabilidad. Ordenamos el riesgo derivado de la volatilidad de los beneficios a partir de la volatilidad experimentada en la tasa de crecimiento de los beneficios netos de los clubes. Finalmente, cuando más volátiles sean los flujos de caja, mayor será el riesgo.

Una vez realizados los cálculos oportunos, obtendríamos las correspondientes betas para cada uno de los clubes de fútbol que queremos valorar. A partir de ellas podremos estimar el coste de los recursos propios según hemos expuesto en la expresión (69). Por lo tanto, ahora debemos elegir la prima de riesgo del mercado a introducir en el modelo. Fernández (2003) advierte que una cosa es el riesgo del mercado y otra el riesgo que el inversor percibe. Además distingue la diferencia entre la rentabilidad histórica de las acciones por encima de la renta fija –habitualmente se suele emplear este método para calcularla- y la prima de riesgo de mercado –consecuencia de los rendimientos futuros esperados-.

Es frecuente que los autores sugieran posibles primas de riesgo a emplear en la valoración. Así, Damodaran (1996) advierte de la diferencia que surge en la prima de riesgo en función del activo libre de riesgo elegido, del tipo de media empleada (geométrica o aritmética) y del periodo de tiempo. Él se inclina por la media geométrica de prima sobre el rendimiento de los Bonos del Tesoro para el periodo 1926-1990 (emplea el más largo) y obtiene una prima de riesgo del 5,50%. Esta prima, adecuada para el mercado norteamericano, es la referencia para sugerir otras primas en función del grado de desarrollo y riesgo de los mercados. De modo, que para países de Europa Occidental sugiere una prima entre 4,5% y 5,5%. Copeland *et al.* (2000) proponen una prima de riesgo entre 4,5 y 5%. Termes (1998) emplea una prima del 3%. Galí (1999; 216) recoge dos estudios, en uno se habla de una prima entre un 5 y un 8%, mientras en otros se estima un rango entre el 3 y el 5% para los Estados Unidos. En definitiva, ante la falta de acuerdo y teniendo en cuenta que la prima es

la de cada inversor (Fernández, 2002; 439), optamos por utilizar una prima de riesgo del 5%.

10.10.- ESTIMACIÓN DEL VALOR DE UN CLUB DE FÚTBOL PROMEDIO

Proponemos ahora la valoración de un club de fútbol. Optamos por realizar la valoración de un club promedio de los que se agruparían dentro del segundo nivel, en función de los flujos de caja esperados. Es decir, un club que tuviera un flujo de caja promedio esperado, a lo largo del tiempo, entre 10 y 30 millones de euros.

El flujo de caja de este club promedio sería de casi 18,5 millones de euros, tal como se recoge en la Tabla 10-3. Debemos entender que, en la medida de que un club no cambie las condiciones de los distintos factores que condicionan su índice de valor económico –variables socioeconómicas, resultados deportivos, afición, calidad de la plantilla y fuentes de ingresos–, se mantendrá dentro de un nivel similar de flujos de caja. Por lo tanto, mientras no se produzcan alteraciones en su comportamiento, el flujo de caja esperado futuro permanecerá constante en términos medios.

Tabla 10-3. Estimación del Flujo de caja del equipo promedio del grupo 10 a 30 millones de euros

(miles de €)	Flujo de caja esperado
Celta Vigo	12.567,81
Athletic de Bilbao	14.413,35
Deportivo Coruña	17.391,24
Atlético de Madrid	21.313,88
Valencia	27.013,58
Promedio	18.539,97

Fuente: Elaboración propia

La tasa de descuento a aplicar, al tratarse de Flujos de caja libres, será el coste medio ponderado de capital (CMPC). Calculamos dicho coste para el equipo modelo de este grupo. Partimos de los datos de estructura financiera (porcentaje de recursos propios y recursos ajenos respecto al pasivo total) de los clubes del grupo con el objeto de estimar la estructura del equipo modelo. El porcentaje de recursos ajenos resulta muy elevado, alcanzando el 80% del pasivo total, siendo, en consecuencia, el 20% la proporción de recursos propios.

De igual manera, estimamos el coste de su deuda a partir de la de los clubes de la agrupación. Hay que tener en cuenta que los datos de endeudamiento no son muy fiables como se expuso con anterioridad. El k_i después de impuestos para el equipo modelo sería de 6,8%.

La estimación de la beta cualitativa se realiza, para cada club, de acuerdo con los criterios establecidos en la sección anterior y cuyos cálculos se reflejan en la Tabla 10-4. El 1 representa riesgo bajo y 5 riesgo muy alto.

Tabla 10-4. Estimación de la beta cualitativa de los recursos propios del equipo modelo

	masa social	resultados	información	control	deuda	volatilidad ingresos	personal	beneficios	flujos de caja
Athletic Club de Bilbao	1	2	5	3	3	2	2	2	2
Atlético de Madrid	1	4	2	4	3	3	3	3	5
Celta de Vigo	2	1	2	5	3	3	3	3	3
Deportivo de La Coruña	2	2	5	3	3	4	3	1	4
Valencia CF	1	2	3	4	3	4	4	2	4
Media	1,40	2,20	3,40	3,80	3,00	3,20	3,00	2,20	3,60
Ponderación	0,15	0,15	0,05	0,05	0,15	0,10	0,10	0,10	0,15

Fuente: elaboración propia

En función de los datos de la tabla, el Riesgo ponderado del equipo modelo sería de 2,73. Si multiplicamos por 0,5 obtenemos la beta²⁰⁹:

$$(72) \quad \text{Beta} = 0,5 \times 2,73 = 1,37$$

Si consideramos como rendimiento del activo libre de riesgo - análogamente a Damodaran (1996)- el de los Bonos del Estado a 5 años, este será²¹⁰ del 4,25%. Y como prima de mercado el 5%, según lo expuesto en el apartado anterior, el coste de los recursos propios será de:

$$(73) \quad K_e = 4,25\% + 1,37 \times 5\% = 11,08\%$$

De manera que el CMPC será:

²⁰⁹ El modelo está diseñado para que la beta oscile entre 0,5 y 2,5.

²¹⁰ El interés de los Bonos subastados el 3 de diciembre de 2003.

$$(74) \quad \text{CMPC} = 11,08\% \times 0,2 + 6,8\% \times 0,8 = 7,66\%$$

Considerando que el equipo modelo se mantendrá en su posición de manera ilimitada, es decir, no habrá cambios sustanciales en su gestión que le lleven a conseguir unos rendimientos deportivos o ingresos superiores, de media, entonces podríamos estimar su valor partiendo del flujo esperado, constante en términos medios, y del coste medio ponderado de capital:

$$(75) \quad \text{Valor del club modelo} = \frac{\text{FCF}_e^*}{\text{CMPC}} = \frac{18.539.971,64}{0,0766} = 241.923.807,06\text{€}$$

Buscamos como referencia el importe del precio objetivo en la Oferta Pública de Venta de acciones de la Juventus, propuesto en noviembre de 2001, que fue de 4,2 euros por acción. Como el capital de la sociedad se componía de 120,9 millones de acciones, el valor de mercado estimado de sus recursos propios sobrepasaría los 507 millones de euros. En febrero de 2002, su capitalización bursátil rondaba los 425 millones de euros.

Teniendo en cuenta, que la Juventus es un equipo líder en su liga y con una excelente trayectoria en competiciones europeas, cabe pensar sus dimensiones le asemejan más a clubes como el Real Madrid o el Barcelona. No obstante, parece que no es exagerado un valor de casi 250 millones de euros para un club de “segundo nivel” en nuestra liga. Si además tenemos en cuenta que la deuda media de esos equipos asciende a 135,75 millones de euros, el valor de los recursos propios del equipo tipo de este nivel rondaría los 106 millones de euros.

Este valor es bastante superior al obtenido por Guzmán *et al.* (2002) para diversos clubes de Primera División. No obstante, llama la atención que, según su modelo, el mayor valor de un club –el Barcelona– superaría ligeramente lo que cobraron por Figo. Por eso entendemos que su modelo infravalora a los clubes, especialmente, si éstos se comportan razonablemente desde un punto de vista financiero.

10.11.- EL VALOR DE UN CLUB SEGÚN UNOS OBJETIVOS Y PARAMETROS

Finalmente, cabe también plantearse el empleo del modelo de valoración para obtener los flujos de caja correspondientes a un club español con ciertas características y con unos objetivos fijados, dadas las restricciones que establece el comportamiento correcto del modelo.

Unos objetivos son coherentes con el modelo de comportamiento razonable en los equipos españoles de fútbol si, dados unos parámetros establecidos previamente y presupuestas unas variables exógenas –en este caso únicamente la población ajustada-, los residuos estimados dentro del modelo de la Ilustración 10-4 caen todos dentro de los intervalos de confianza del 95% obtenidos a partir de los errores de estimación del modelo.

Para nuestro modelo, consiste en comprobar que:

1. el objetivo fijado de asistencia a los estadios es coherente con la variable exógena de población;
2. el resultado deportivo, establecido como objetivo, es acorde al vinculado a la afición;
3. el parámetro de inversión en jugadores es consistente con el objetivo deportivo; y que
4. la restricción paramétrica de coste de personal deportivo total –que aproxima la calidad de la plantilla- es congruente con los objetivos deportivos y de afición fijados.

Vemos ahora, cuál sería el valor de un club de fútbol ubicado en una provincia donde ejerciera influencia sobre un millón de sus habitantes (Población de la Provincia Ajustada). Se plantea como objetivos:

- a) alcanzar una cifra de asistencia media al estadio de 30.000 espectadores; y
- b) quedar 5º en la Liga, jugar la semifinal de la Copa del Rey y llegar a cuartos de final en Copa de la UEFA.

Además, como restricciones paramétricas, se fija:

- a) una inversión bruta total en jugadores de 100 millones de euros; y
- b) que los gastos totales de personal deportivo sean del 70% de los ingresos deportivos.

En primer lugar, comprobamos la consistencia entre el objetivo ligado a la variable afición y la variable de población de acuerdo con lo expuesto en el capítulo 9. Para ello partimos de la expresión (43) de ese capítulo:

$$(76) \quad \text{ASIST} = 4.784,136 + 0,017 \cdot \text{POBPROAJ} + e$$

Teniendo en cuenta que el error de la estimación era de 7.150,104, comprobamos si podemos fijar como objetivo una asistencia media al estadio de 30.000 espectadores en cada partido que el club juegue en casa. De modo que:

$$(77) \quad 30.000 = 4.784,136 + 0,017 \cdot 1.000.000 + e \Rightarrow \\ e = 8.215,86$$

Puesto que el valor de e es menor que dos veces el error de la estimación, podemos considerar adecuado el objetivo propuesto.

En segundo lugar, la directiva podría fijar un objetivo de resultados deportivos. Suponiendo que, en la temporada anterior, se hubiera clasificado para jugar la Copa de la UEFA, y que su aspiración fuera lograr, como mínimo, un 5º puesto en Liga, alcanzar las semifinales de Copa del Rey y cuartos de final de la Copa de la UEFA, entonces el valor de su Índice Compuesto sería de 371.

Dicho valor se obtiene de aplicar la expresión (33) del capítulo 7. Previamente, estimamos los puntos acumulados que tendría el 5º clasificado de Primera División. Para ello partimos de los puntos acumulados conseguidos por el equipo que ocupó esa plaza a lo largo del periodo de estudio (143, 139, 142, 134, 143 puntos, respectivamente) y obtenemos su media (140,2). Redondeamos a 140 puntos en Liga. Además, se atribuyen 27 puntos a alcanzar la semifinal de la Copa del Rey (según el esquema de la Ilustración 7-3) y llegar a los cuartos de final de la Copa de la UEFA su-

pone 32 puntos (según los criterios establecidos en el capítulo 7). De modo que el Índice Compuesto resultaría:

$$(78) \quad \text{IND} = 27 + 2 \cdot 32 + 2 \cdot 140 = 371$$

Comprobamos que este objetivo es consistente con el fijado para la variable de afición. El error de la estimación es de 8.482,200. La expresión de la regresión entre el resultado deportivo y la afición es:

$$(79) \quad \text{ASIST} = -7.548,007 + 119,252 \cdot \text{IND} + e \Rightarrow$$

De modo que, para los valores establecidos:

$$(80) \quad 30.000 = -7.548,007 + 119,252 \cdot 371 + e \Rightarrow \\ e = -6.698,485$$

Así, podemos afirmar que el objetivo deportivo es consistente con el objetivo de espectadores a lograr por término medio en la temporada.

También se fija el importe de la cantidad que el club puede llegar a tener invertida en jugadores (se concreta en la partida de Derechos de Adquisición de Jugadores). Si el club se plantea una inversión global en fichajes de hasta 100 millones de euros, comprobamos que dicha cantidad es acorde con el objetivo de resultados deportivos perseguido. Partiendo de la regresión que relaciona la inversión acumulada en jugadores con los resultados deportivos, corroboramos la consistencia de este parámetro con el objetivo planteado. Así:

$$(81) \quad \text{IND} = 179,729 + 1,311 \cdot 10^{-6} \cdot \text{DAJ} + e \Rightarrow \\ 371 - 179,729 - 1,311 \cdot 100 = e \Rightarrow \\ e = 60,171$$

Podemos dar por válido el importe de la inversión en jugadores dado que la regresión tenía un error de estimación de 78,123.

Determinaremos los ingresos de competiciones (taquilla más quinielas), publicidad, televisión, y de abonados y socios a partir de las expresiones de las regresiones según la variable de resultados deportivos que explica

mejor los diferentes ingresos (conforme a la tabla 7-3). Dichas expresiones son las siguientes:

$$(82) \quad \text{LNAMDTAQ} = 11,829 + 0,010 \bullet \text{IND} + e$$

$$(83) \quad \text{LNPUB} = 12,158 + 0,009 \bullet \text{IND} + e$$

$$(84) \quad \text{LNDTV} = 12,360 + 0,012 \bullet \text{IND} + e$$

$$(85) \quad \text{LNIAASP} = 12,572 + 0,009 \bullet \text{IND} + e$$

Los valores obtenidos para las variables de ingresos de un equipo que cumpliera el objetivo de alcanzar 371 en el Índice Compuesto se recogen en la Tabla 10-5.

Tabla 10-5. Estimación de ingresos para equipo con IND de 371

LNAMDTAQ	15,539	AMDTAQ	5.604.049,39
LNDTV	16,812	DTV	20.015.149,10
LNPUB	15,497	PUB	5.373.553,61
LNASP	15,911	ASP	8.129.418,88

Fuente: elaboración propia

Parece también conveniente, fijar el importe del coste total de personal deportivo (incluido tanto sus sueldos y salarios como la dotación a la amortización de los derechos de traspaso) como un porcentaje de los ingresos deportivos. Tomamos como referencia los valores de la tabla 4-5. Sin embargo, pensando que el comportamiento del club tipo a valorar tendrá un comportamiento financiero razonable, lo haremos más restrictivo. Así fijamos este importe en el 70% de los ingresos de competiciones, publicidad, televisión, y abonados y socios. Comprobamos que ese límite es consistente con los objetivos de afición y resultados. En cuanto a estos últimos, el error de las estimación es de 0,23069 (el valor del R^2 se recoge en la tabla 8-1).

$$(86) \quad \text{LNIND} = -0,961 + 0,385 \bullet \text{LN}(\text{SPD} + \text{DADAJ}) + e \Rightarrow$$

$$5,916 + 0,961 - 0,385 \bullet 17,126 = e \Rightarrow$$

$$e = 0,28387$$

La expresión (44) del capítulo 9 nos sirve para contrastar si la variable de aproximación de la calidad de la plantilla es acorde con el nivel de asistencia fijado como objetivo.

$$(87) \quad ASIST = 7.258,374 + 0,001 \cdot (SPD + DADAJ) + e \Rightarrow$$

$$30.000 = 7.258,374 + 0,001 \cdot 27.385.519,69 + e \Rightarrow$$

$$e = -4.643,893$$

Como el error de esta estimación era de 7.922,705, podemos afirmar que los gastos de personal totales son acordes con el objetivo de asistencia fijado.

Una vez obtenidos los valores de cada una de las variables necesarias para determinar el factor de valor según la expresión (52), obtenemos éste. Previamente, calculamos el logaritmo de aquellas variables sobre las que aún no lo hemos hecho y, a continuación, las tipificamos. Los cálculos necesarios se recogen en la Tabla 10-6.

Tabla 10-6. Cálculo del Factor de Valor para un club dada su población y fijados unos objetivos deportivos y de asistencia.

	ln variable	ln variable tipificado	Multiplicador. Coeficientes expresión (52)	ln variable tipificado x multiplicador
LNPOBPROV	13,816	0,567	0,118	0,067
LN(SPD+DADAJ)	17,126	0,701	0,130	0,091
LNDAJ	18,421	0,895	0,110	0,098
LNAMDTAQ	15,539	1,137	0,124	0,141
LNDTV	16,812	1,076	0,121	0,131
LNPNB	15,497	0,916	0,123	0,113
LNASP	15,911	1,029	0,130	0,134
LNIND	5,916	0,107	0,123	0,013
LNASIS	10,309	0,889	0,129	0,115
			FACTOR	0,902

Fuente: elaboración propia

Una vez conocido el factor de valor, lo transformamos según la mejor forma funcional de acuerdo con la expresión (53). De modo que su valor sería:

$$(88) \quad s_{FV} = (0,9015 + 2)^{0,8} = 2,345$$

A partir de este factor transformado, calculamos el índice para este equipo según la expresión (54). Así el índice de este club sería:

$$(89) \quad I_i = \frac{s_{FV_i} - m}{M - m} \times 100 = \frac{2,345 - 0,145}{3,027 - 0,145} \times 100 = 76,32$$

Posteriormente, reescalamos este índice en orden a hallar su valor si se comportara como un club inglés según se explica en el apartado 10.7. El índice reescalado para este equipo sería de 75,629.

Ahora, a partir de la expresión lineal reflejada en los cálculos del ANEXO X.9 obtenemos el Índice de Flujo de Caja de este equipo si se comportara como un club cotizado.

$$(90) \quad IFC^*_i = -3,2702 + 0,9169 \cdot 75,629 = 66,07$$

Finalmente, aplicando las expresiones (64) a (66), obtenemos que el valor del flujo de caja para ese club -con sus variables exógenas, los objetivos y parámetros fijados, y habiendo comprobado la coherencia de las relaciones entre las variables del modelo- asciende a 15.792,89 miles de euros.

Este método permite estimar diferentes flujos de caja durante el horizonte de planificación que se considere adecuado. Dependerán, en cada ejercicio, de los objetivos y parámetros fijados.

Dichos flujos se descontarían al coste medio ponderado de capital de la sociedad. En caso de considerar que éste fuera el determinado en la expresión (74) y que los flujos de caja permanecieran constantes a lo largo del tiempo, el valor de ese club ascendería a:

$$(91) \quad \text{Valor del club tipo} = \frac{FCF_e^*}{CMPC} = \frac{15.792.887,13}{0,0766} = 206.173.461,24\text{€}$$

El valor obtenido es acorde con el del apartado anterior. Esto se produce puesto que las características y objetivos fijados para este club tipo corresponderían a las de los equipos usados como base en el club modelo del apartado precedente.

Independientemente de este valor, lo más relevante es que se muestra la operatividad del modelo de valoración que hemos desarrollado. Además, va más allá, pues puede resultar una herramienta útil para orientar la gestión de un club de fútbol profesional hacia la creación de valor para los accionistas.

11.- CONCLUSIONES

El objetivo principal de la tesis es la obtención de un método de valoración que se ajuste a las características peculiares de los clubes de fútbol españoles. De modo complementario, ha sido necesario el estudio de los elementos que configuran su negocio. Los análisis realizados sobre éstos y sus interrelaciones, configuran el modelo orientador de la tesis. Consecuentemente, en la exposición de las conclusiones se seguirá un esquema similar, en el que se expondrán, en primer lugar, las conclusiones generales derivadas del objetivo principal y posteriormente aquellas conclusiones originadas por el estudio del modelo. Estas últimas se dividirán en dos grandes bloques. En el primero aparecen las derivadas del análisis económico-financiero de los clubes de fútbol españoles y, en el segundo, las obtenidas como fruto del análisis de los factores condicionantes del negocio del fútbol.

11.1.- SOBRE EL MODELO DE VALORACIÓN DE CLUBES DE FÚTBOL

Se ha obtenido un modelo para la adecuada valoración de los clubes de fútbol españoles, partiendo de los factores determinantes del negocio del fútbol. Dicho modelo se basa en la valoración mediante flujos de caja (Damodaran, 1996; 488-489). Esta valoración exige, por consiguiente, determinar los flujos de caja, un horizonte temporal y la tasa de descuento.

Para determinar los flujos de caja se introduce el concepto de flujos de caja esperados. Dicho concepto recoge la idea del flujo de caja de un equipo de fútbol bajo el supuesto de que su comportamiento sea financieramente razonable. Los flujos de caja esperados están asociados de forma biunívoca con otro concepto -novedoso desde nuestro planteamiento-: el nivel de factor de valor de un club de fútbol. Dicho nivel se define como la variable estructural principal asociada a las diferentes variables que se consideran relevantes para determinar el valor económico de un club de fútbol. La relación entre el flujo de caja esperado y el índice de valor de un club se establece mediante los equipos de la liga inglesa que cotizan

en Bolsa, partiendo de que estos equipos tienden a un comportamiento financiero razonable.

Una vez establecidos esos conceptos, el proceso de determinación de los flujos de caja esperados consiste, en primer lugar, en obtener los niveles de factor de valor de cada club de fútbol de la liga española. A continuación se calcula un índice similar para los clubes de fútbol ingleses que cotizan en Bolsa. Posteriormente se interpolan los índices de los clubes españoles entre los de los equipos ingleses. La interpolación permite una ordenación de los clubes. Fruto de esa clasificación; y, a partir de los flujos de caja de los clubes ingleses, se estima un flujo de caja esperado para los clubes españoles

Se propone, por otra parte, un modelo de cálculo de betas cualitativas teniendo en cuenta los principales elementos de riesgo ligados a la actividad económica del fútbol. Estas betas nos sirven para determinar el coste de los recursos propios según el modelo CAPM. A partir de ese coste, del de la deuda y sus respectivas ponderaciones, se estima el coste medio ponderado de capital.

Se obtiene un **valor total –incluyendo recursos propios y deuda- para un club “modelo”** que pudiera lograr unos flujos de caja anuales de casi 19 millones de euros y que además los consiguiese mantener en el tiempo. Dicho valor ascendería a casi 250 millones de euros. Para obtener el valor de los recursos propios habría que detraerle a aquél el importe de la deuda.

Se muestra la operatividad del modelo de valoración desarrollado, aplicándolo a la obtención del valor de un club que está condicionado por las características de la población de su provincia y que se fija unos objetivos ligados a la afición y los resultados deportivos, considerando unos parámetros de inversión en jugadores y de gasto en personal deportivo. Adicionalmente se presenta su funcionamiento como una herramienta útil para orientar la gestión de un club de fútbol profesional hacia la creación de valor para los accionistas (Copelan *et al.*, 2000).

La elaboración y desarrollo del referido modelo ha exigido un detallado estudio de cada uno de los elementos de entorno, aspectos económico-financieros y factores relevantes de la actividad futbolística; estudio éste que aporta, además, las conclusiones enumeradas en las siguientes páginas.

11.2.- SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DEL NEGOCIO DEL FÚTBOL EN ESPAÑA

A la luz del análisis realizado sobre los estados financieros en el capítulo 4 se pueden resaltar las siguientes conclusiones:

A) LA INFORMACIÓN FINANCIERA FACILITADA POR LOS CLUBES DE FÚTBOL

Según lo expuesto en el apartado 4.1, resulta manifiesto que los clubes y SAD, en líneas generales, presentan una información aquejada de **irregularidades valorativas**, que reducen su fiabilidad. Además, es frecuente el **incumplimiento o retraso en el cumplimiento de la obligación del depósito de las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil para las Sociedades Anónimas**. Este defecto representa una rémora jurídica, financiera y fiscal de gran alcance. De hecho, sólo el 20% de los informes de auditoría analizados presentan una opinión favorable. Incluso, los informes positivos suelen referirse a los mismos clubes, en diferentes años, dentro del periodo analizado. De modo semejante, las salvedades y excepciones se mantienen, habitualmente, temporada tras temporada.

Las principales salvedades de los informes de auditoría anejos a los estados financieros de los clubes de fútbol, derivan principalmente de aspectos fiscales. El segundo concepto que motiva más salvedades corresponde al universo de los jugadores de los equipos, bien por la contabilización de los derechos de traspaso y de imagen, o bien por sus revalorizaciones subsiguientes. En tercer lugar, estarían situadas otras partidas de inmovilizado con dotaciones insuficientes de amortización o revalorizaciones voluntarias no contempladas por la ley. Finalmente, es también fuente de salvedades la existencia de contenciosos y reclamaciones pendientes. **La**

mayoría de estas prácticas suponen incrementos patrimoniales encaminados a paliar situaciones financieras inestables.

Como consecuencia de todo lo antes dicho, las limitaciones básicas derivadas de la insuficiente calidad de la información financiera, aconsejan orientar la valoración hacia el uso de métodos que se centren más en la obtención de rentas futuras que en el valor teórico emanado de los estados financieros.

B) SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE LOS CLUBES DE FÚTBOL ESPAÑOLES

Los aspectos económicos del negocio del fútbol en España giran en torno a tres ejes: los ingresos procedentes de las competiciones y de la venta de derechos de televisión; los ingresos y gastos ligados a los jugadores; y, finalmente, aunque con menor importancia -especialmente en Primera División-, los resultados de las operaciones extraordinarias.

Las cuentas de resultados de los equipos de Primera y Segunda División difieren notablemente tanto en la cuantía de las cifras como en su evolución (se puede consultar la tabla 4-6). No obstante, en ambas divisiones, obviamente, las partidas relevantes son las mismas.

Pero, mientras en la máxima categoría los ingresos experimentan un crecimiento continuado, en la división de plata aparecen por el contrario estables. Esto se traduce en una tendencia que incrementa progresivamente las diferencias entre ambas divisiones.

La Primera División del Fútbol Español

En Primera División, los ingresos procedentes de competiciones -taquilla y abonos- representan un 30,4% de los ingresos totales; y, los procedentes de la venta de los derechos de televisión ascienden a una media del 34,6%. No obstante, hay que tener en cuenta que las empresas de comunicación, hoy día, están revisando su anterior comportamiento a la hora de pujar por los derechos televisivos, restringiéndose en consecuencia esta vía de ingresos para los clubes (ver página 185).

Los costes relacionados con los jugadores suponen el segundo apartado, por importancia, en la cuenta de resultados de los clubes de fútbol. Su peso se ha ido acentuando durante las últimas temporadas. Así, los gastos de personal –principalmente recogen los sueldos del personal deportivo- han pasado de representar un 52,3% de los ingresos en la temporada 97/98 a un 71,1% en la 01/02. **Con semejante estructura de gastos, resulta difícil la tarea de obtener beneficios.** La consecuencia de esta crítica evolución ha sido una **importante reducción del resultado operativo.**

Por otro lado, las dotaciones a la amortización de los derechos de adquisición de jugadores contribuyen a agravar el problema de conseguir la deseable realización de beneficios. El importe de éstas rondaba el 40% de los ingresos hasta la temporada 99/00.

Los clubes han aliviado sus cuentas de resultados gracias a la enajenación de jugadores. Este hecho ha supuesto que, en Primera División, los beneficios procedentes de los traspasos de jugadores ascendieran a algo más de un tercio de los ingresos de explotación durante las tres primeras temporadas estudiadas, pasando a ser casi la mitad en la 00/01. Sin embargo, ante los problemas financieros de las televisiones y su consecuente repercusión en los clubes de fútbol europeos, en la temporada 01/02, cayeron hasta representar sólo el 20% del importe de los ingresos de explotación.

En la cuenta de pérdidas y ganancias de los clubes de fútbol españoles, aparecen considerables importes de operaciones extraordinarias. Aunque existe un equilibrio entre ingresos y gastos extraordinarios, no deja de ser importante aclarar la relevancia de los ingresos procedentes de la enajenación de activos. El importe conjunto de esta partida está sesgado por el elevadísimo importe de los resultados extraordinarios del Real Madrid en las temporadas 00/01 y 01/02 (ver página 122).

Por otra parte, los equipos de Primera División invierten principalmente en adquisición de jugadores, de modo que la inversión bruta recogida en

la partida de “derechos de adquisición de jugadores” representa el 51,6% del Activo Total en la primera temporada de estudio elevándose hasta el 75,1% en la 01/02. No obstante, junto a este notable incremento de la inversión bruta se observa un incremento paralelo en la amortización acumulada.

La Segunda División del Fútbol Español

La media de ingresos de los clubes de Segunda División, correspondientes a las temporadas estudiadas, representa sólo un sexto de los de sus homólogos de Primera. En esta categoría, los ingresos deportivos representan un menor peso. Este fenómeno se aprecia especialmente en los ingresos procedentes de la venta de los derechos de televisión.

Los gastos de personal en la Segunda División, como se detalla en las páginas 123 a 126, oscilan entre la cuarta y la quinta parte del montante de los de la Primera. Los salarios medios pagados a los jugadores son prácticamente iguales a los ingresos de explotación. Además el importe de las amortizaciones oscilan entre un sexto y un noveno de los valores de Primera según temporadas. Ambos factores sumados hacen que el resultado de explotación medio de Segunda División resulte negativo.

La problemática o cuando menos dificultosa subsistencia de estos clubes, partiendo de una estructura de actividades ordinarias deficitaria en términos medios, sólo es posible gracias a unos elevados ingresos extraordinarios y subvenciones tanto a la explotación como en capital.

Sus déficits de gestión, ocasionados al no poder cubrir con los ingresos generados los gastos originados, se tienen que cubrir con esas subvenciones. Son éstos los únicos ingresos con datos relevantes en la muestra que no presentan correlación significativa con el resto de los ingresos. El signo de esa correlación es negativo (ver la Tabla A 6-4).

El poder de atractivo de un club para los patrocinadores depende, principalmente, de sus resultados y de su entorno socioeconómico. Cuando unos y otros son escasos, se reduce el poder de negociación de los clubes.

Por eso, en Segunda División, el porcentaje de equipos, bien sin patrocinador en sus camisetas o bien patrocinados pero por cajas de ahorros o instituciones públicas, es más elevado que en Primera (ver Ilustración 6-6 e Ilustración 6-7).

En un equipo tipo de Segunda división, se observa un mayor peso de las inversiones en Activo Circulante y menor importancia de la inversión en jugadores, en términos tanto relativos como absolutos que en un equipo tipo de Primera división. Al mismo tiempo que apunta una tendencia a incrementarse la diferencia.

C) SOBRE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LOS CLUBES DE FÚTBOL

Recursos propios

Las propias características de los socios condicionarán el rendimiento exigido por estos mismos. Sin embargo, para los gestores de las sociedades, la existencia de socios inversores –quienes buscan un rendimiento financiero para su inversión- implica la necesidad de perseguir su satisfacción, lo que beneficiará, incluso económicamente, a aquellos socios que compraron acciones, simplemente, como vía de apoyo al club (ver las páginas 154-155).

Existe una gran variedad en la composición accionarial de los clubes de fútbol españoles con forma jurídica de SAD (ver las páginas 144-150 y la Tabla 5-2). Éstas se podrían clasificar en sociedades con accionariado disperso o concentrado. Dentro de estas últimas, cabría distinguir incluso, como una subclasificación, entre:

- a) clubes ligados a una propiedad ejercida con carácter de control. Éstos, a su vez, pueden adoptar dos estilos:
 - presidencialista: habitualmente coincidirá la figura del presidente con la del máximo accionista, sea de forma directa o indirecta; o,
 - de gestión técnicamente más profesional;

- b) clubes sustentados por los aficionados en línea con lo expuesto por De Ruyters y Wetzels (2000); y,
- c) clubes vinculados a instituciones locales.

En cualquier caso, y a la vista de las relaciones económicas mantenidas entre los Consejos de Administración y las Juntas Directivas de los clubes de fútbol españoles –un 64% de sus gestores no perciben retribución económica por esa labor–, podemos afirmar que existe una falta de profesionalización en la gestión de nuestros clubes o, al menos, que los objetivos perseguidos por ésta son diferentes al del rendimiento económico. Con la figura de las SAD, en España, salvo en contadas excepciones, no se ha conseguido la disociación propiedad-administración de que hablan Bodie y Merton (1999), quizá por no haberse buscado. Por otro lado, el apoyo financiero prestado por socios y directivos a sus clubes (ver la Tabla 5-3), viene a demostrar cómo aquellos no persiguen un rendimiento económico de sus inversiones.

Por otra parte, desde el año 2002, las SAD españolas pueden cotizar en Bolsa. Sin embargo, ninguna de ellas se anima aún a iniciarse por esta senda. Actualmente, no existen razones de carácter normativo en los requisitos de admisión exigidos por los mercados secundarios que expliquen esa diferencia con respecto a otros países europeos en el número de clubes de fútbol que cotizan en bolsa (ANEXO V.1).

No obstante, vista la experiencia de los clubes europeos cotizados, entendemos que cualquier club de fútbol que quiera cotizar, se enfrentará a un mercado estrecho, con la consiguiente ineficiencia en la fijación de los precios. **Sólo los clubes grandes, por prestigio y presupuesto, tienen garantizado un mercado bursátil suficientemente líquido.**

A la vista de los diferentes trabajos y del análisis de la información disponible, existen tres razones fundamentales para que esos mercados ofrezcan poco volumen de contratación potencial para sociedades como los clubes de fútbol:

- para no correr el riesgo de perder el control societario, suelen poner en circulación un reducido número de acciones;
- los socios aficionados no tienen intención de negociar sus títulos: son socios para apoyar financieramente al club; y,
- los títulos futbolísticos despiertan escaso interés entre los inversores institucionales dada la elevada volatilidad de sus resultados –en cuanto se ven ligados a los deportivos- y la derivada dificultad de estimar su valor para poder tomar decisiones correctas de inversión (ver el apartado 5.1.4).

Bien es cierto que, los clubes ingleses cotizados en Bolsa muestran un comportamiento financiero bastante uniforme y cabalmente explicado por las variables de ingresos, afición y resultados deportivos (R^2 de 0,84, 0,67 y 0,63, respectivamente sobre los flujos de caja). Este comportamiento previsible les convierte en una buena referencia para estimar el valor de los clubes españoles, si pretendieran hacerlo en función de los flujos de caja (apartado 10.3).

Endeudamiento

Existe un creciente endeudamiento de los clubes junto con un aumento constante del ratio de endeudamiento –recursos ajenos respecto al Pasivo Total-. Se ha pasado desde un 54,6% en la temporada 97/98 al 62,4% en la temporada 01/02. La situación de endeudamiento es especialmente alarmante si se considera que una parte considerable de ella es a corto plazo –en la temporada 99/00 llegó a ser el 49,5% del Pasivo Total-. Al mismo tiempo, la deuda a largo plazo ha incrementado paulatinamente su peso en la financiación de los clubes de primera pasando desde el 14,6% al 20,4% en el periodo de estudio.

En Segunda División existe un elevado porcentaje de clubes con Fondos Propios negativos: el 31% de la muestra en la temporada 99/00 y el 40% en la 98/99. Además su nivel de endeudamiento a corto plazo es alto.

Por otro lado, se observa que las posiciones netas de tesorería, en términos absolutos, de los clubes de Segunda son muy inferiores de las de sus homólogos de Primera. Además, **los denominados equipos “ascensor” presentan un nivel de deuda muy superior a los de Segunda**. Esto viene a corroborar las hipótesis de Noll (2002) y Gerrard (2002 b).

Estos déficit de financiación se traducen, en ambas categorías, en la existencia de Necesidades Operativas de Fondos negativas (ver páginas 133 y 137). Esto implica que parte del Activo Fijo se está financiando con Recursos Espontáneos. En el caso de la Segunda División es claro que existen Recursos Forzados por el elevado porcentaje que representan las remuneraciones pendientes de pago sobre el Pasivo Total (ver Tabla 4-11).

Aunque es frecuente que los clubes recurran a fuentes de financiación ajena alternativas a la bancaria, los clubes españoles con deuda bancaria presentan un nivel de apalancamiento bancario²¹¹ muy superior al de los ingleses. Además, dentro de los equipos españoles existen valores muy extraños (ver ilustraciones 5-4 y 5-5).

En función del apalancamiento podemos distinguir dentro de los clubes de fútbol españoles entre:

1. equipos con niveles de deuda con entidades de crédito menores a sus recursos propios: en general, estarían los equipos de Segunda y alguno de Primera División;
2. clubes con un endeudamiento con entidades de crédito que supera sus recursos propios aunque sin llegar a duplicarlo: principalmente equipos de Primera División; y, finalmente,
3. clubes con endeudamiento muy elevado que puede deberse a una infracapitalización y/o un notable esfuerzo inversor.

²¹¹ Definido como se explica en la Tabla A 5-1.

11.3.- SOBRE FACTORES E INTERRELACIONES QUE CONFIGURAN EL NEGOCIO DEL FÚTBOL

Se define **índice compuesto** (expuesto en el apartado 7.3), elaborado incluyendo además de los resultados de Liga, los de la Copa del Rey y las competiciones europeas. Dicho índice **se ha mostrado como la medida más operativa de los resultados**. Esto supone una contribución adicional sobre los estudios de Szymanski y Kuypers (1999), Dawson *et al.* (2000), Dobson y Goddard (2001 b), Gerrard (2001 a) y Magaz (2002) que se limitaban al tratamiento de los resultados en la competición liguera. **La inclusión del rendimiento de un club en todas las competiciones explica mejor, en líneas generales, las diferentes variables de ingresos.**

Se ha corroborado, en el caso español, lo afirmado por Szymanski y Kuypers (1999), Hoehn y Szymanski (1999), Deloitte & Touche (1999 y 2000 b) y Haan *et al.* (2002) de que **los clubes triunfadores en los terrenos de juego tienen más probabilidades de atraer mayores ingresos**. Las distintas medidas de la variable resultados deportivos explican, todas ellas, significativamente, un elevado porcentaje de las fuentes de ingresos de los clubes de fútbol en España. El índice compuesto, elaborado por nosotros, es el que mejor explica los ingresos ($R^2= 0,885; 0,739; 0,745; 0,669$ y $0,668$ para las formas logarítmicas de los ingresos deportivos, de competiciones, derechos de televisión, publicidad y abonados y socios, respectivamente).

El hecho de que la mayoría de los clubes españoles presenten resultados económicos poco elevados –como se puede comprobar en la tabla 4-2– nos lleva a concluir que los objetivos de los clubes de fútbol se plantean en la línea del nivel de aspiración de Simon²¹² (1997). Así, las directivas de los clubes buscarían afrontar unos gastos que proporcionen un beneficio de satisfacción. Hemos contrastado empíricamente, a través de un

²¹² El desarrollo de este planteamiento, ajustado a los clubes de fútbol, se recoge en el capítulo 7, páginas 246 a 248.

test no paramétrico de Wilcoxon, que **los beneficios tienden a ser nulos en los clubes de fútbol españoles**. Estos resultados son compatibles con un planteamiento de satisfacción pero no tanto con el neoclásico. **Los clubes de fútbol españoles no tienen como objetivo primordial la obtención de beneficios económicos a través de sus resultados deportivos**.

La clasificación en la Liga española, así como su variación están incorrelacionadas o escasamente correlacionadas con la posición neta de tesorería y los cambios producidos en ésta.

Se ha comprobado mediante un test de independencia χ^2 (ver ANEXO V.3) que existe una cierta relación entre la variación del endeudamiento y la variación la clasificación. Es decir, hay una concentración de clubes que para mejorar sus resultados deportivos se endeudan (o reducen su posición neta de tesorería); clubes que, al reducir su deuda, empeoran su clasificación; y aquellos que, empeorando sus resultados deportivos, se endeudan para intentar paliar la reducción de ingresos derivada de sus malos resultados.

El **endeudamiento de los clubes no garantiza los buenos resultados deportivos**. Esto se comprueba observando que no existe relación significativa entre las variables de endeudamiento utilizadas y los resultados deportivos. En caso de haberla, el poder explicativo es muy bajo, como máximo el 8% -variación del endeudamiento explicando el Índice Compuesto- (ver apartado 7.6).

En nuestro estudio se observa **una relación significativa y positiva entre la inversión acumulada bruta en jugadores y los resultados que se obtienen** ($R^2= 0,537$ Derechos de Adquisición de Jugadores medido a través del Índice Compuesto) (ver apartado 7.6). Esto contradice lo hallado por Magaz (2002) y lo afirmado por Szymanski y Kuypers (1999; 175) de que los derechos de traspaso son un pobre predictor de los resultados. Sin embargo, la inversión realizada en una temporada, tanto en jugadores como en inmovilizado, no explica los resultados deportivos obtenidos.

Contrariamente a lo que cabría esperar, no existe relación significativa entre el número de jugadores procedentes de la cantera y el beneficio por traspaso de jugadores (ver ANEXO VI.2). Sin embargo, se produce una relación positiva y significativa cuando se contrasta la relación entre el número de jugadores extranjeros en la plantilla y el beneficio por traspaso.

Por otro lado, la correlación entre los derechos de adquisición y el número de jugadores procedente de la cantera no es significativa (apartado 8.2.3). Es decir, **apenas existe relación entre lo que los clubes invierten en derechos de traspaso y jugadores procedentes de la cantera en la plantilla.**

Se ha utilizado un criterio financiero de aproximación a la calidad de la plantilla. A la vista de los resultados obtenidos en el análisis expuesto en el apartado 8.3.3 podemos concluir que todas las variables elegidas a partir de ese criterio presentan una relación positiva significativa con las variables de resultado. Por tanto, **la calidad de la plantilla, aproximada con criterios financieros, explica en un alto grado los resultados deportivos del equipo.**

El modelo de explicación de los resultados deportivos a partir de la calidad de la plantilla aproximado financieramente se comporta mejor, gracias a **la inclusión de la dotación a la amortización de los derechos de adquisición de jugadores**, en los clubes españoles, que si sólo hubiéramos empleado, para aproximar la calidad, los sueldos del personal deportivo tal y como hacen Szymanski y Kuypers (1999).

La variable independiente que muestra un mejor comportamiento dentro del modelo de calidad de plantilla (ver Tabla 8-1), es la suma del **sueldo del personal deportivo y la dotación a la amortización de los jugadores**. Viene a recoger el importe anual de gastos en plantilla deportiva y técnicos.

La forma funcional más adecuada en el modelo de calidad de plantillas es la logarítmica dado que se observa una necesidad de mayores gastos en

la plantilla de un equipo para lograr mejorar un poco sus resultados deportivos a medida que pretenden conseguir títulos (esfuerzo de calidad marginal decreciente).

La variable socioeconómica que mejor explica la afición –medida por la asistencia media a los estadios- es la población de la provincia ajustada según el número de clubes de la misma ($R^2= 0,785$). La tasa de paro y el nivel económico del municipio no resultan significativos (apartado 9.2.3).

La calidad de plantilla aproximada por su coste anual –salarios y dotación a la amortización- explica en un 74,5% la asistencia a los estadios. Por lo que podemos afirmar que **cuanto más calidad tiene un equipo más público atrae a su estadio** (apartado 9.3).

Los resultados deportivos, tanto actuales como históricos, **presentan una relación directa, positiva y significativa con la asistencia a los estadios**. La variable de resultados que mejor se comporta es el Índice Compuesto con un R^2 de 0,698 (apartado 9.4).

El modelo multivariante elegido de explicación de la afición incluye la variable socioeconómica citada y variables de resultados deportivos, tanto recientes como de prestigio. La calidad de la plantilla influye a través de los resultados (ver apartado 10.2). El modelo presenta un grado de explicación del 95,6% (ver apartado 9.5, fórmula (48)).

El número de asistentes a los estadios de fútbol explica positivamente, de forma significativa y elevada **los diferentes ingresos deportivos de un club de fútbol** (ver los resultados en la Tabla 9-1).

Finalmente, como compendio de los factores que afectan a la generación de valor en un club de fútbol, hemos construido un “**factor de valor económico**” que para los clubes españoles se expresa en función del crecimiento de la población de la provincia ajustada; los gastos totales de personal deportivo; la inversión acumulada en jugadores; los ingresos de taquillas y quinielas, de derechos de televisión, publicidad y abonados; el índice compuesto de resultados; y la asistencia media a los estadios. Por

lo tanto, **incluye variables de carácter socioeconómico, de calidad de la plantilla, de inversión, ingresos y afición** que son las que en los capítulos anteriores hemos demostrado que influían en los flujos de caja, directa o indirectamente (su expresión es la (52) del apartado 10.5).

BIBLIOGRAFÍA

- AECA (1999): *Valoración de empresas. Estudio de aplicabilidad de los diferentes métodos de valoración*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. 2ª Ed. Madrid.
- Andreff, Wladimir (2002): "FIFA regulation of international transfers and the Coubertobin tax: enforcement, scope and return". *European Sport Management Quarterly*. Vol.2.-n.1- pp. 57-63. March.
- Arnold, A; Webb, B.J. (1986): "Aston Villa and Wolverhampton Wanderers 1971/2 to 1981/2: a study of finance policies in the Football Industry". *Managerial Finance*, Vol.17, No. 67, 195-203.
- Baimbridge, Mark (1997): "Match attendance at Euro 96: was the crowd waving or drowning?". *Applied Economics Letters*, 4, pp. 555-558.
- Barajas, Angel (2002): "Professional Football and Stock Exchange: Experience in several European Leagues", *Comunicación al 10th EASM Congress*. Jyväskylä, 4-7 Septiembre.
- Barajas, Angel (2003): "Visión estratégica del negocio del fútbol. La opinión de los presidentes de los clubes de fútbol ingleses que cotizan en Bolsa". *Comunicación presentada al Congreso Mundial de Gestión Económica del Deporte SPORTCONGRESS2003*, Barcelona 14-15 de mayo.
- Barajas, Angel; Fraiz, José Antonio (2003): "Gestión empresarial del deporte" en *Ciencias de la Actividad Física y del Deporte*, Dosil, J. (ed.), Síntesis, Madrid.
- Bennett, Roger (1999): "Sports sponsorship, spectator recall and flase consensus". *European Journal of Marketing*. Vol. 33 No. 3/4, pp. 291-313.
- Blasco Ruiz, Ana; Ribal Sanchís, Fco. Javier; Rodríguez, José Angel (2002): "Valoración de Intangibles en las Sociedades Anónimas Deportivas en España. Jugadores y Marcas". *Comunicación al I Congreso Internacional de Valoración y Tasación, Universidad Politécnica de Valencia*, 3-5 julio 2002.
- Bodie, Zvi; Merton, Robert (1999): *Finanzas*. Prentice Hall. México.
- Boscá, J.E.; Liern, V.; Martínez, A.; Sala, R. (2003): "Análisis de la eficiencia técnica de los equipos de las ligas de fútbol profesional". *Comunicación presentada al Congreso Mundial de Gestión Económica del Deporte SPORTCONGRESS2003*, Barcelona 14-15 de mayo.
- Boston Consulting Group (1996): *Shareholder Value Metrics*.
- Boulier, Bryan L.; Stekler, H.O. (2003): "Predicting the outcomes of National Football League games". *International Journal of Forecasting*, 19, pp. 257-270.
- Buckland, R; Fraser, P. (2001): "Political and regulatory risk in water utilities: beta sensitivity in the United Kingdom". *Journal of Business, Finance & Accounting*, 27 (7) & (8), September/October, pp. 877-904.

- Burnett, Andrew; Rennardson, Ian (2002): *In-depth Report Manchester United*. Merrill Lynch.
- BVLP – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.(2001): *Guia de Admissão em Mercados Regulamentados*. Lisboa. Março.
- Caballer Mellado, Vicente (1998): *Métodos de valoración de empresas*. Pirámide. Madrid.
- Calonge, Angel L. (1999): *La organización y administración de clubes deportivos*. Civitas. Madrid.
- Campos, Carlos (2002): “Interview with José Ángel Sánchez, Real Madrid Club de Fútbol’s General Marketing Director”. *European Sport Management Quarterly*. Vol.2.-n.3- pp. 234-242. September.
- Cañibano, Leandro; Garcia-Ayuso, Manuel; Sanchez, M.Paloma (2000). “La valoración de intangibles: estudios de innovación vs información contable-financiera”. *Análisis Financiero* nº 80, primer cuatrimestre.
- Carmichael, F.; Thomas, D. (1993): “Bargaining in the transfer market: theory and evidence”. *Applied Economics*, 25, pp. 1467-76.
- Cocco, Angelo; Jones, J.C.H. (1997): “On Going South: the Economics of Survival and Relocation of Small Market NHL Franchises in Canada”, *Applied Economics*, 29, pp. 1537-1552.
- Comisión Europea (1998 a): *Modelo de Deporte Europeo*. Documento de Consulta de la DG X.
- Comisión Europea (1998 b): *Evolución y Perspectivas de la Acción Comunitaria en el Deporte*. Documento de trabajo de los Servicios de la Comisión. DG X.
- Comisión Europea (2000): “Deporte y libre circulación de trabajadores. Asuntos Bosman, Deliège y Lehtonen”. *Boletín sobre Libre Circulación y Seguridad Social*. Nº 6.
- Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack (2000): *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd Ed. John Wiley & Sons, INC. New York.
- Crolley, Liz; Levermore, Roger; Pearson, Geoff (2002): “For business or pleasure? A discussion of the impact of European Union law on the economic and socio-cultural aspects of football”. *European Sport Management Quarterly*. Vol.2 – n.4, pp. 276-295.
- Crosby, Philip B. (1995): *Quality is free: the art of making quality certain*. McGraw-Hill. New York.
- Cueto, Ignacio (1998): “El mercado español ya sabe de fútbol” *Revista de la Bolsa de Madrid* nº 68, pp 34-40.
- Cueto, Ignacio (1999): “Fútbol y Bolsa se dan cita en Madrid” *Revista de la Bolsa de Madrid* nº 81, pp 22-28.
- Damodaran, Aswath (1996): *Investment Valuation*. John Wiley & Sons, Inc. New York.
- Damodaran, Aswath (2001): *The dark side of Valuation. Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. Prentice Hall. Upper Saddle River.

- Dawson, Peter; Dobson, Stephen; Gerrard, Bill (2000): "Estimating Coaching Efficiency in Professional Team Sports: Evidence from English Association Football". *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 47, No. 4, September, pp. 399-421.
- De Ruyters, K.; Wetzels, M (2000): "With a little help from my fans – Extending models of pro-social behavior to explain supporters' intentions to buy soccer club shares" *Journal of Economic Psychology* 21 pp. 387-409
- Deloitte & Touche (1999): *Informe Anual 1996/97 sobre las Finanzas en la Primera División del Fútbol en España*. Deloitte & Touche.
- Deloitte & Touche (2000 a): *Annual Review of Football Finance, A review of the 1998/1999 season*. Deloitte & Touche, august.
- Deloitte & Touche (2000 b): *Informe Anual 1997/98 y 1998/99. Las Finanzas en la Primera División del Fútbol en España*. Deloitte & Touche.
- Deloitte & Touche (2000 c): *As Finanças do Futebol Português. Anuario-Época 1998/99*. Deloitte & Touche.
- Deloitte & Touche (2000 d): *England's Premiere CLubs*. Deloitte & Touche, april.
- Deloitte & Touche (2002): *Annual Review of Football Finance, Incorporating England's Premiere Clubs*. Deloitte & Touche, june.
- Deming, W. Edwards (1989): *Calidad, productividad y competitividad: la salida de la crisis*. Díaz de Santos. Madrid.
- Dobson, Stephen; Gerrard, Bill (1997): "Testing for Rent Sharing in Football Transfer Fees: Evidence from English Football League". *Leeds University Business School Discussion Paper E97/03*.
- Dobson, Stephen; Gerrard, Bill; Howe, Simon (2000): "The Determination of Transfer Fees in English Nonleague Football". *Applied Economics*, 32, pp. 1145-1152.
- Dobson, Stephen; Goddard, John (2001 a): *The economics of football*. Cambridge University Press. Cambridge.
- Dobson, Stephen; Goddard, John (2001 b): "Revenue Divergence and Competitive Balance in a Professional Sports League". *Working Paper* en <http://econserv2.bess.tcd.ie/DEW/qub1dobson.doc>.
- El Hodiri, M.; Quirk, J. (1971): "An economic model of a profesional sports league", *Journal of Political Economy*, Vol. 79, pp. 1302-19.
- Ernst & Young (1992): *Transformación de clubes de fútbol y baloncesto en sociedades anónimas deportivas*. Civitas. Madrid.
- Falter, Jean-Marc; Pérignon, Christophe (2000): "Demand for Football and Intra-Match Winning Probability: an Essay on the Glorious Uncertainty of Sports", *Applied Economics*, 32, pp. 1757-1765.
- Fama, E.F., y French, K.R. (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns". *Journal of Finance* 47, pg. 427-466.
- Fama, E.F., y French, K.R. (2003), "The CAPM: Theory and Evidence", Center for Research in Security Prices (CRSP), *University of Chicago, Working Paper No. 550*

- Faus, Josep y Tàpies, Josep (1996): *Finanzas Operativas*. IESE. Navarra.
- Feess, Eberhard; Muehlheusser, Gerd (2003): "Transfer fee regulations in European football". *European Economic Review*, 47, pp. 645-668.
- Feess, Eberhard; Stähler, Frank (2002): "Revenue Sharing in Professional Soccer Leagues". *Communication to 17th Annual Congress EUROPEAN ECONOMIC ASSOCIATION*.
- Fernández, Pablo (1999): *Valoración de Empresas*, Gestión 2000. Barcelona.
- Fernández, Pablo (2000): "Creación de valor y rentabilidad para los accionistas. El IBEX-35", *Análisis Financiero* n° 81 (segundo cuatrimestre) pp. 6-11.
- Fernández, Pablo (2002 a): "Valuation Using Multiples. How Do Analysts Reach Their Conclusions?". *Research Paper No 450*. IESE.
- Fernández, Pablo (2002 b): "Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories". *Research Paper No 451*. IESE.
- Fernández, Pablo (2002 c): "Valuation of Brands and Intellectual Capital". *Research Paper No 456*. IESE.
- Fernández, Pablo (2003): *Valoración de empresas*. Pendiente de publicación de la 3^a Ed. Revisada y ampliada.
- Fernández-Jardón, Carlos M.; Cal, M^a Isabel; Verdugo, M^a Victoria (2003): *Análisis Metodológico Económico de las Decisiones Empresariales en Herbert Simon*. Universidade de Vigo.
- Ferrer, Joan Carles; Lladó, Miquel; Gil Lafuente, Anna M^a; Gil Lafuente, Jaume (2003): "Estudio de la repercusión económica sobre el entorno geográfico de influencia del ascenso de categoría de un club de fútbol". *Comunicación presentada al Congresos Mundial de Gestión Económica del Deporte SPORTCONGRESS2003*, Barcelona 14-15 de mayo.
- FIFA (2000): "Copa Mundial & Televisión" IF-401-3, 03/00.
- Financial Services Authority (2002): *The Listing Rules*. London. April.
- Fizel, J.L.; D'itri, M. (1996): "Estimating managerial efficiency: the case of college basketball coaches". *Journal of Sport Management*, 13, pp. 259-279.
- FTF (1999 a): "Football: Commercial Issues. Report One" A submission by the Football Task Force to the Minister for Sport.
- FTF (1999 b): "Football: Commercial Issues. Report Two" A submission by the Football Task Force to the Minister for Sport.
- Fuertes López, Mercedes (1992): *Asociaciones y sociedades deportivas*. Marcial Pons. Madrid
- Fuller, Collin W. (2000): "The Role of Risk Management in Reducing Players' Injuries in Professional Football", *Singer & Friedlander*. Review 1999-2000 Season, pp. 55-58.
- Fundación "La Caixa" (2002): *Anuario Económico de España*. Barcelona.
- Fundación "La Caixa" (2003): *Anuario Social de España*. Barcelona.

- Galí, Joaquín (1999): "El Coste de Capital", en *Guía de Valoración de Empresas*. PriceWaterhouseCoopers. Madrid, pp. 203-227.
- García, Jaume; Rodríguez, Plácido (2002): "The determinants of football match attendance revisited: empirical evidence from the Spanish Football League". *Journal of Sports Economics*, 3 (1), February, pp. 18-38.
- García, Jaume; Rodríguez, Plácido (2003): "Tv revenues in Spanish football: old solution, new problems". *Comunicación presentada al Congreso Mundial de Gestión Económica del Deporte SPORTCONGRESS2003*, Barcelona 14-15 de mayo.
- Gaviria, Alejandro (2000): "Is Soccer dying? A Time Series Approach". *Applied Economics Letters*, 7, pp. 275-278.
- Gerrard, Bill (2001 a): "A New Approach to Measuring Player and Team Quality in Professional Team Sports". *European Sport Management Quarterly*. Vol. 1 – n. 3. September, pp. 219-234.
- Gerrard, Bill (2001 b): "A Resource-Allocation Model For Measuring Management Effectiveness In Pro Sports Teams". Comunicación al 9th EASM Congress, Vitoria-Gasteiz, September, pp. 19-23.
- Gerrard, Bill (2002 a): "The muscle drain, Coubertoin-type taxes and the international transfer system in Association Football". *European Sport Management Quarterly*. Vol.2 – n.1, pp. 47-56. March.
- Gerrard, Bill (2002 b): "Going down, going down, going down: the economics of relegation". *Comunicación al 10th EASM Congress*. Jyväskylä, 4-7 Septiembre.
- Gerrard, Bill; Dobson, Steve (2000): "Testing For Monopoly Rents in the Market for Playing Talent". *Journal of Economic Studies*. Vol. 27 – n. 3, pp. 142-164.
- Gil Lafuente, Anna María; Gómez Rodríguez, Pedro; Lafuente, Amaia; Periañez, Iñaki (2003): "Aplicación del análisis de causalidad al modelo ETR en entidades deportivas". *Comunicación presentada al Congreso Mundial de Gestión Económica del Deporte SPORTCONGRESS2003*, Barcelona 14-15 de mayo.
- Gil Lafuente, Jaime (2003): "Los mejores sistemas de designación arbitral". *Comunicación presentada al Congreso Mundial de Gestión Económica del Deporte SPORTCONGRESS2003*, Barcelona 14-15 de mayo.
- Gómez-Navarro, Javier (1992): "Prólogo" en *Transformación de clubes de fútbol y baloncesto en sociedades anónimas deportivas*. Ernst & Young (eds.) Civitas. Madrid.
- Gordon, Mirón; Shapiro, E. (1956): "Capital Equipment Análisis: the required rate of profit". *Management Science*, 3 (October), pp. 102-110.
- Guijaro Martínez, Francisco; Blasco Ruiz, Ana; Rival Sanchís, Fco. Javier; Rodríguez González, José Angel (2000): "Aplicación de Costes Presupuestarios para la Valoración de Marcas de Clubes de Fútbol Españoles". Comunicación al Congreso ACODI, Octubre.

- Guzmán Raja, Isidoro; Sánchez Fernández de Valderrama, José Luis; Moreno Rojas, José (2002): "Las Sociedades Anónimas Deportivas ante el Mercado de Capitales: Incidencia de la Activación de Intangibles". *Comunicación al Congreso ASEPUC*, Santiago de Compostela, 30-31 Mayo y 1 Junio 2002.
- Haan, Marco; Koning, Ruud H.; Witteloostuijn, Arjen van (2002): "Market Forces in European Soccer". Communication to 17th Annual Congress EUROPEAN ECONOMIC ASSOCIATION, 25th January.
- Hand, John R.M. (2001): "Discussion of «Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective»". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 18 (1), pp. 121-130.
- Hoehn, Thomas; Szymanski, Stefan (1999): "The Americanisation of European Football". *Economic Policy*, April, pp. 205-240.
- Howard, Sophie; Sayce, Rhiannon (2002): "Branding, sponsorship and commerce in football". *Sir Norman Chester Centre for Football Research*. University of Leicester. Fact Sheet 11, august.
- Hsieh, S.J.; Jerris, S.; Kross, W. (1999): "Quarterly earnings announcements and market risk adjustments". *Journal of Business, Finance & Accounting*, 26 (3) & (4), April/May, pp. 313-336.
- IMI (2001): "Juventus, the leading brand in Serie A". *Pre-IPO Report*. 14 November.
- INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS (1996): *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. Ariel. Barcelona.
- Ishikawa, Kaoru (1986): *¿Qué es el control total de calidad?: la modalidad japonesa*. Norma. Bogotá.
- Janssen, Christian; Söderberg, Bo; Zhou, Julie (2001): "Robust estimation of hedonic models of price and income for investment property". *Journal of Property Investment & Finance*. Vol. 19 No. 4, pp. 342-360.
- Jimeno de la Maza, Francisco Javier; Redondo Cristóbal, Mercedes (2002): "Valoración de Recursos Humanos en Sociedades Anónimas Deportivas. Especial Referencia a los Gastos de Formación". *Comunicación al Congreso ASEPUC*, Santiago de Compostela, 30-31 Mayo y 1 Junio 2002.
- Kane, John E. (2000): "Sports Team Valuation and Venue Feasibility" en *The handbook of business valuation*, R. Reilly y R. Schweihs (eds.), McGraw-Hill, New York.
- Kesenne, Stefan (2002): "The monopsonistic player labour market in a win-maximising league". *European Sport Management Quarterly*. Vol.2 – n.3, pp. 180-187.
- Kisor, M. Jr. y Whitbeck, V.S. (1963): "A new tool in investment decision-making". *Financial Analysts Journal*, 19: 55-62.
- Koning, Ruud H.; Geert Ridder, Michael Koolhaas; Renes, Gusta (2001): "Simulation Model for Soccer Championships", University of Groningen, SOM Research Reports 01A66.

- Kothary, S. P.; Shanken, Jay; Sloan, Richard G. (1995), "Another look at the Cross-section of Expected stock Returns", *Journal of Finance* 50, pp. 185-224.
- LEV, Baruc. (1996). "The Boundaries of Financial Reporting and how to extend them". *Working paper*. University of California Berkeley. August.
- Lintner, John. (1965), "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*, vol. 47, pp. 13-37.
- LNFP (1998): *Memoria de la Liga Nacional de Fútbol Profesional. Temporada 1997/1998*.
- LNFP (1999): *Memoria de la Liga Nacional de Fútbol Profesional. Temporada 1998/1999*.
- LNFP (2000): *Memoria de la Liga Nacional de Fútbol Profesional. Temporada 1999/2000*.
- LNFP (2000): *Un Gol al Futuro. Claves del Fútbol Profesional para el Siglo XXI*. Liga Nacional de Fútbol Profesional. Madrid.
- LNFP (2001): *Memoria de la Liga Nacional de Fútbol Profesional. Temporada 2000/2001*.
- LNFP (2002): *Memoria de la Liga Nacional de Fútbol Profesional. Temporada 2001/2002*.
- London Stock Exchange (2000): *Admission and Disclosure Standards*. London. May.
- London Stock Exchange (2001): *AIM. The international market for growing companies*. London. April.
- Magaz González, Ana Maria (2002): "Los Resultados del Sector de Fútbol Profesional". *Comunicación al Congreso Científico Internacional de Fútbol Salamanca 2002*. Mayo.
- Marques, Antonio (2002): "Competitive balance in the Portuguese premiere league of professional soccer". *Working Papers in Economics*. RePEc:wpa:wuwpio:0211025.
- Mayor, Pablo; Arnaldo, Enrique.; del Campo, Carlos. (coord) (1997): *Régimen Jurídico del Fútbol Profesional*,. Civitas. Madrid.
- McArdle, David (2002): "Ignoring the inevitable: reflections on the intervention of the English courts in football's contract disputes". *European Sport Management Quarterly*. Vol.2 – n.4, pp. 264-275.
- McCrae, M.; Nilsson, H. (2001), "The explanatory and predictive power of different specifications of the Olhson (1995) valuation models". *The European Accounting Review*, October, pp. 315-341.
- McCutcheon, J. Paul (2002): "Free movement in European sport". *European Sport Management Quarterly*. Vol.2 – n.4, pp. 308-320.
- McElgunn, Jim (2002): "The Sports Bubble". *Marketing Magazine*. Oct, 14, 2002.
- McTaggart, J.M.; Kontes, P.W.; Makins, M.C. (1994): *The Value Imperative*. The Free Press.

- Meenaghan, Tony (1983): "Commercial sponsorship". *European Journal of Marketing*. Vol. 17. pp. 1-73.
- Meenaghan, Tony (1991): "The role of sponsorship in the marketing communication mix". *International Journal of Advertising*. Vol. 10. pp. 35-47.
- Meenaghan, Tony (1999): "Commercial sponsorship: the development of understanding". *International Journal of Sports Marketing & Sponsorship*. Vol. 1. pp. 19-31.
- Mellor, Gavin (2000): "The Rise of the Reds: an Historical Analysis of Manchester United as a Super-Club", *Singer & Friedlander*. Review 1999-2000 Season, pp. 18-21.
- Mellor, Gavin (2001): "Can we have our fans back now? Football, community and the historical struggles of small-town clubs", *Singer & Friedlander*. Review 2000-2001 Season, pp. 34-37.
- Menéndez Menéndez, Adolfo (1992): "Principios fundamentales de las nuevas Sociedades Anónimas Deportivas" en *Transformación de clubes de fútbol y baloncesto en sociedades anónimas deportivas*. Ernst & Young (eds.) Civitas. Madrid.
- Merton, Robert C (1990), *Continuous-Time Finance*. Basil Blackwell.
- Moreno, José; Serrano, Francisco (2002): "La activación de los derechos de formación de jugadores en las Sociedades Anónimas Deportivas. Una propuesta a la luz de la nueva normativa FIFA". *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*. Mayo-Agosto, pp. 33-38.
- Moreno, José; Serrano, Francisco (2003): "Activos intangibles generados por las compañías deportivas profesionales: propuesta de valoración basada en la regulación federativa internacional". *Comunicación presentada a las III Jornadas de Teoría de la Contabilidad*. Madrid, 9 de mayo, pp. 57-79.
- Morrow, S. (1999): *The new bussines of Football: Accountability and Finance in Football*. Palgrave Macmillan, Houndmills.
- Mossin, Jan. (1966), "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica* vol. 34, pp. 768-783.
- Murphy, Patrick (1998): "Leagues with Hidden Depths: Exploring Inter-seasonal Patterns in Team Performance", *Singer & Friedlander*. Review 1997-98 Season, pp. 13-16.
- Murphy, Patrick (1999 a): "Banking on Success: Examining the Links Between Performance and the Increasing Concentration of Wealth in English Elite Football", *Singer & Friedlander*. Review 1998-99 Season, pp. 37-44.
- Murphy, Patrick (1999 b): "For Richer, for Poorer North of the Border: Examining the Link Between Resources and Performance in Scottish Elite Football", *Singer & Friedlander*. Review 1998-99 Season, pp. 45-49.
- Murphy, Patrick (2001): "Developing football talent", *Singer & Friedlander*. Review 2000-01 Season, pp. 22-28.

- Noll, Roger G. (2002): "The Economics of Promotion and Relegation in Sports Leagues: The Cases of English Football". *Journal of Sport Economics*; 3(2), May, pp. 169-203.
- Ohlson, James A. (1995): "Earnings, book values, and dividends in security valuation; an empirical perspective". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11 (2), pp. 661-687.
- Ohlson, James A. (2000): "Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 18 (1), pp. 107-120.
- Olkkonen, Rami (2001): "Case study: the network approach to international sport sponsorship arrangement". *Journal of Business & Industrial Marketing*, Vol. 16, No. 4, pp. 309-329.
- Ordóñez, Celia (2002): "Registro contable de pagos a deportistas según la adaptación sectorial del P.G.C. a S.A. deportivas". *Partida Doble*, n° 133, mayo, pp. 18-27.
- Palacios-Huerta, Ignacio (2002): "Structural Breaks During a Century of the World's Most Popular Sport", *Working Paper*, Brown University, March.
- Palomar Olmeda, Alberto; Descalzo González, Antonio (2001): *Los Derechos de Imagen en el Ámbito del Deporte Profesional*. Dykinson. Madrid.
- Palomino, Frederic; Rigotti, Luca (2000 a): "Competitive Balance vs Incentives to Win: a Theoretical Analysis of Revenue Sharing". *Working Papers in Economics*. RePEc:econ:wc2000:0930.
- Palomino, Frederic; Rigotti, Luca (2000 b): "The Sport League's Dilema: Competitive Balance versus Incentives to Win". *Working Papers in Economics*. RePEc:wpa:wwwpio:0012003.
- Palomino, Frederic; Sákovics, József (2000): "Revenue sharing in professional sports leagues: for the sake of competitive balance or as a result of monopsony power?". *Working Paper in Economics*. RePEc:dgr:kubcen:2000110.
- Parrish, Richard (2002): "Judicial intervention and sporting autonomy: defining the territories of European Union involvement in sport". *European Sport Management Quarterly*. Vol.2 – n.4, pp. 298-307.
- Peters, Tom; Waterman, Robert H. (1984): *En busca de la excelencia*. Folio. Barcelona.
- Pisón Fernández, Irene (2001): *Dirección y gestión financiera de la empresa*. Pirámide. Madrid.
- Pons, Jean-Francois (1999): "Sport and European Competition Policy". *Twenty-sixth Annual Conference on International Antitrust Law & Policy*. New York, 14-15 October 1999.
- Porter, Philip K. (1992): "The role of the fan in professional baseball" en *Diamonds are forever: the business of baseball*. Sommers, Paul (ed.). Brookings. Washington.
- Rappaport, Alfred. (1986): *Creating Shareholder Value*. The Free Press.

- Renneboog, Luc; Vanbrabant, Peter (2000): "Share price reactions to sporty performances of soccer clubs listed on the London Stock Exchange and the AIM". *Center for Economic Research No. 2000-19*, February.
- Roderick, Martin (2001): "The role of agents in professional football", *Singer & Friedlander. Review 2000-2001 Season*, pp. 13-16.
- Rojo, A.; Sierra, M.; Nieto, F.J. (1999). "Los intangibles a través del ratio valor mercado/valor contable en la Unión Europea". *X Congreso AECA*, Zaragoza, septiembre de 1999.
- Rottemberg, Simon (1956): "The baseball player's labour market". *Journal of Political Economy*, 64, pp. 242-258.
- Sánchez Toledano, Daniel (2002): *Cálculo de Costes en Clubes de Fútbol y otras Entidades Deportivas*. Ediciones Deusto. Bilbao.
- Scully, Gerald W. (1974): "Pay and performance in Major League Baseball". *American Economic Review*, 64, pp. 915-930.
- Segovia San Juan, Ana Isabel (2000): "Aspectos destacables de la nueva adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad a las Sociedades Anónimas Deportivas", *Técnica Contable* n° 624, diciembre, pp. 873-900.
- Sharpe, William (1964): "Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk". *The Journal of Finance*, n° 3, Vol. XIX, September, pp. 425-442.
- Simmons, Rob (2001): "Making sense of the FIFA/UEFA proposals to reform the football transfer system", *Singer & Friedlander. Review 2000-2001 Season*, pp. 8-12.
- Simon, Herbert A. (1997): *Models of Bounded Rationality. Vol. 3: Empirically Grounded Economic Reason*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts.
- Sloane, Peter (1971): "The economics of professional football: the football club as a utility maximiser". *Scottish Journal of Political Economy*, 17, pp.121-146.
- Smith, Sir John (1997): "*Football, Its Values, Finances and Reputation*". Informe para la Football Association.
- Stead, David (1999): "The Bosman Legacy", *Singer & Friedlander. Review 1998-1999 Season*, pp. 23-26.
- Stewart III, G. B. (1991): *The quest for value*. Harper Collins. New York.
- Szymanski, Stefan (2001): "Income Inequality, Competitive Balance and the Attractiveness of Team Sports: Some Evidence and a Natural Experiment from English Soccer". *The Economic Journal*, 111, February, pp. 69-84.
- Szymanski, Stefan; Kuypers, Tim (1999): *Winners and Losers: The Business Strategy of Football*. Penguin, Harmondsworth.
- Termes, Rafael (1998): *Inversión y coste de capital*. McGraw-Hill. Madrid.
- Tros de Ylarduya, Javier (2001): "La cláusula de rescisión en el contrato del deportista profesional". *Tesis doctoral*. Facultad de Derecho. Universidad de Navarra.

-
- Tukey, John Wilder (1977): *Exploratory data analysis*. Addison-Wesley. Massachusetts.
- Veblen, Thorstein (1966): *Teoría de la Clase Ociosa*. Fondo de Cultura Económica. 2ª Ed., México.
- Vrooman, John (1995): "A General Theory of Professional Sports Leagues", *Southern Economic Journal*, Vol. 61, pp. 971-990.
- Waddington, Ivan (1998): "No Pain, No Game. Injuries in professional Football", *Singer & Friedlander*. Review 1997-98 Season, pp. 3-5.
- Williams, John; Neatrou, Sam (2002): "The new football economics". *Sir Norman Chester Centre for Football Research*. University of Leicester. Fact Sheet 10, march.
- Ximénez de Sandoval, José Luis (2003): "El efecto lunes: correlación entre resultado deportivo y cotización bursátil". *Comunicación al Congreso Mundial de Gestión Económica del Deporte*, Barcelona, 14 al 16 de mayo de 2003.
- Yoo, Seung-Hoon (2001): "A robust estimation of hedonic price models: least absolute deviations estimation". *Applied Economic Letters*, 8, pp. 55-58.
- Young, S. David; O'Byrne, Stephen F. (2001): *EVA and Value-Based Management*. McGraw-Hill. New York.
- Zubizarreta, José Miguel; Lucas, Alberto; Samper, Juan Antonio (1997): "La relación laboral especial de los deportistas profesionales" en *Régimen Jurídico del Fútbol Profesional*, Mayor, P; Arnaldo, E.; del Campo, C. (coord). Civitas. Madrid.

PÁGINAS WEB

<http://deutsche-boerse.com>

<http://european-football-statistics.co.uk>

<http://www.bolsamadrid.es>

<http://www.borsaitalia.it/>

<http://www.bvl.pt/>

<http://www.consob.it>

<http://www.estudios.lacaixa.es/anuarioeconomico>

<http://www.estudios.lacaixa.es/anuariosocial>

<http://www.interbrand.com>

<http://www.lfp.es>

<http://www.londonstockexchange.com>

<http://www.rsssf.com>

<http://www.uefa.com>

LEGISLACIÓN Y NORMATIVA

Asunto C-415/93 (1995) Rec. I-4921

Código de Comercio

Constitución Española

Convenio Colectivo para la Actividad del Fútbol Profesional (BOE 8/7/1998)

Estatutos de la Liga Nacional de Fútbol Profesional

Estatutos UEFA

Exchange Rules for the Frankfurt Stock Exchange

Instrucciones para la regularización de mercados organizados y gestionados por Borsa Italiana

IP/00/1417, de 6 de diciembre de 2000.

IP/01/1043, de 20 de julio de 2001.

IP/01/225, de 16 de febrero de 2001.

IP/01/270, de 27 de febrero de 2001.

IP/01/314

IP/02/1951, de 20 de diciembre de 2002.

IP/95/1411.

Ley 10/1990, de 15 de octubre: Ley del Deporte

Ley 21/1997, de 3 de julio: Ley reguladora de las emisiones y retransmisiones de competiciones y acontecimientos deportivos.

Ley 24/1988, de 28 de julio, Ley del Mercado de Valores

Ley 43/1995, reguladora del Impuesto de Sociedades

Ley 50/1998

- Normativa de la *Football Association Premier League*
- Normativa de la Liga de Campeones
- OJEC, 2002/C 196, de 17 de agosto de 2002.
- Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 22 de diciembre de 1999
- Orden del Ministerio de Economía, de 23 de junio de 1995
- Orden del Ministerio de Economía, de 27 de junio de 2000, sobre la adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad a las Sociedades Anónimas Deportivas.
- Plan General de Contabilidad, RD 1643/1990
- Real Decreto 318/1981, de 5 de febrero.
- Real Decreto 1006/1985, de 26 de junio.
- Real Decreto 1084/1991, de 5 de julio
- Real Decreto 258/1998, de 20 de febrero
- Real Decreto 1251/1999, de 16 de junio, sobre SAD
- Real Decreto de SAD
- Real Decreto Ley 7/1996, de 7 de junio
- Reglamento de Competiciones Nacionales de la RFEF
- Reglamento de la Liga Nacional de Fútbol Profesional
- Reglamento de las Bolsas de Comercio, de 30 de junio de 1967
- Reglamento de Mercados Organizados de la Bolsa Italiana
- Reglamento sobre el Estatuto y las Transferencias de Jugadores
- Reglamento sobre la admisión de títulos a cotización oficial en Bolsa, de 15 de abril de 1987
- Regulations of the UEFA Champions League 2002/2003*
- Sentencia del Caso Bosman
- Stock Exchange Admisión Regulation*
- Tratado de la UE
- Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas
- TV rights agreement. European Commission & UEFA.*
- UEFA Club Licensing Manual*

ABREVIATURAS

AEAF	Asociación Española de Agentes de Fútbol
AFE	Asociación de Futbolistas Españoles
AIM	<i>Alternative Investment Market</i>
BE	Beneficio Económico
CAMEL	<i>Capital Asset quality Management Earnings Liquidity</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CCF	<i>Capital Cash Flow</i>
CFROI	<i>Cash Flow Return on Investment</i>
CMPC	Coste Medio Ponderado de Capital
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CONSOB	<i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i>
CSD	Consejo Superior de Deportes
CVA	<i>Cash Value Added</i>
E(RM)	Rendimiento esperado del mercado
EBO	Modelo de Edwards – Bell – Ohlson
EVA	<i>Economic Value Added</i>
FCacc	Flujo de Caja para los accionistas
FCF	Flujos de Caja Libres
FFM	Federación Madrileña de Fútbol
FIFA	<i>Fédération Internationale de Football Association</i>
FIFpro	Federación Internacional de Futbolistas Profesionales
FRS	<i>Financial Reporting Standard</i>
FSA	<i>Financial Services Authority</i>
FTF	<i>Football Task Force</i>
FV _i	Factor de Valor Económico
FWBO	<i>Exchange Rules for the Frankfurt Stock Exchange</i>
I* _i	Índice del valor económico del club i
IAS	<i>International Accountancy Standard</i>
ICAC	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
IFC* _i	Índice del Flujo Libre de Caja del club i
IRMOBI	Instrucciones para la Regularización de Mercados Organizados y gestionados por Borsa Italiana
ITT	<i>Invitation To Tender</i>
LNFP	Liga Nacional de Fútbol Profesional
MTA	<i>Mercato Telemático Azionario</i>
MVA	<i>Market Value Added</i>
NBA	<i>National Basketball Association</i>
NOF	Necesidades Operativas de Fondos

OPV	Oferta Pública de Venta
PGC	Plan General de Contabilidad
PPV	<i>Pay Per View</i>
RE-BC	Resultado del Equipo – Beneficio del Club
RETF	Reglamento sobre el Estatuto y las Transferencias de Jugadores
RFEF	Real Federación Española de Fútbol
RMOBI	Reglamento de Mercados Organizados de la Bolsa Italiana
RNS	<i>Regulation News Service</i>
ROIC	<i>Return on Invested Capital</i>
RRPP	Recursos Propios
SAD	Sociedad Anónima Deportiva
SEAR	<i>Stock Exchange Admission Regulation</i>
SFP	Sociedad española de Fútbol Profesional
STAR	<i>Segmento Titoli con Alti Requisiti</i>
TSR	<i>Total Shareholder Return</i>
UCL	<i>UEFA Champions League</i>
UE	Unión Europea
UEFA	<i>Union des Associations Européennes de Football</i>
UKLA	<i>UK Listing Authority</i>
USGAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>

ANEXOS²¹³**ANEXO II.1 NORMAS DE ADAPTACIÓN DEL PGC A LAS SAD**

Las normas de adaptación siguen la estructura del PGC, es decir, consta de cinco partes:

- a) Principios contables
- b) Cuadro de cuentas
- c) Definiciones y relaciones contables
- d) Cuentas anuales
- e) Normas de valoración.

Vemos ahora, de forma resumida, las principales modificaciones respecto al PGC.

Anexo II.1.1 PRINCIPIOS CONTABLES.

La única modificación es este capítulo es la sustitución del término *empresa* por *entidad*. Este cambio se debe a que no sólo será aplicable a SAD sino que también lo aplicarán otras entidades deportivas aunque no hayan adoptado esa forma jurídica.

Anexo II.1.2 CUADRO DE CUENTAS.

Contiene las del PGC aunque se han eliminado algunas cuentas por no ser de uso común. También se ha variado alguna denominación de cuentas y se ha sustituido el término *empresa* por *entidad*.

Al ser de obligatorio uso para algunas entidades que no son SAD también se han incluido algunas cuentas tales como “Fondo social” o “Socios de Clubes, parte no desembolsada” que no serán aplicables en las SAD.

Segovia (2000) presenta un cuadro comparativo entre las cuentas de la adaptación sectorial de 1995 y las de 2000 que nos parece muy ilustrativo. En él se aprecia que no existen muchos cambios²¹⁴.

Anexo II.1.3 DEFINICIONES Y RELACIONES CONTABLES.

Además de las ligeras variaciones mencionadas al hablar del cuadro de cuentas, se han tenido que realizar algunas modificaciones en la definición de determinadas cuentas para adaptarse a las peculiaridades de las SAD. Al mismo tiempo, se ha mantenido, en gran medida, la estructura del PGC.

²¹³ Los anexos se numeran con un número romano que indica el capítulo al que se refiere y con números arábigos para su ordenación dentro del correspondiente anexo.

²¹⁴ En dicho cuadro hemos detectado algunas ausencias como, por ejemplo, la cuenta 101 Fondo Social.

A continuación recogemos en una tabla los principales cambios que ha supuesto la adaptación.

Tabla A 2-1. Principales modificaciones en las definiciones y relaciones contables a consecuencia de la adaptación sectorial del PGC.

GRUPO I	
101. Fondo Social	Para las entidades que no son SAD
196. Socios de Clubes, parte no desembolsada	Para las entidades que no son SAD
134. Ingresos diferidos por cesión de derechos.	Ingresos derivados de contratos en exclusiva que contemplan la cesión de diversos derechos sobre jugadores
137. Cesión de ingresos futuros	Importe percibido por la cesión de la titularidad de ingresos futuros consecuencia de determinadas prestaciones de servicios a realizar
14. Provisiones para riesgos y gastos	Se contempla la dotación de provisión que cubra los riesgos económicos consecuencia de circunstancias excepcionales tanto para instalaciones deportivas como para la vida deportiva de sus jugadores
145. Provisión para riesgos medioambientales	Se dota para atender las obligaciones legales o contractuales de la entidad para prevenir, reducir o reparar daños en el medio ambiente
148. Provisión por valor residual negativo	Pretende recoger el posible valor residual negativo de determinados tipos de inmovilizado
GRUPO II	
215. Derechos de adquisición de jugadores	Recoge el importe del <i>transfer</i> y los gastos necesarios para hacerse con los servicios de jugadores. Puede incluirse, en algunos casos, los gastos de renovación de contrato de jugadores
217. Derechos de participación en competiciones y organización de acontecimientos deportivos	Deben haberse adquirido y ser susceptibles de transmisión
224. Estadios y pabellones deportivos	Es novedad la inclusión del valor de los terrenos donde se hayan ubicados
273. Derechos de imagen de jugadores y técnicos	Importe satisfecho por esos derechos cuando sea por un periodo superior a un año

274. Gastos por contratos de franquicia	Importe total de la contraprestación a la franquicia obtenida en relación con los derechos de participación en competiciones
---	--

GRUPO III

Su desarrollo se ha enfocado a la elaboración de los inventarios de los bienes adquiridos tanto para uso y consumo propio como para la comercialización (faceta que cada vez cobra más importancia)

GRUPO IV

Envases y embalajes a devolver a proveedores	Se suprime esta cuenta del PGC por no tener sentido para este tipo de entidades
subgrupos 41 y 44	Se crean las cuentas correspondientes para Federaciones, Ligas Profesionales, Otras Entidades Deportivas, etc.
43. Abonados y socios ²¹⁵	Constituyen los auténticos clientes del desarrollo de la actividad deportiva de las entidades
47. Administraciones públicas	Recoge los cambios introducidos por la ley reguladora del Impuesto de sociedades (L 43/1995). Afecta al contenido de las cuentas 473 y 475.

GRUPO V

Sin grandes modificaciones respecto al PGC. Se introducen cuentas específicas para recoger las relaciones con Entidades deportivas.

GRUPO VI

64. Gastos de personal	Distinción entre la plantilla deportiva y el personal no deportivo
65. Otros gastos de gestión	Se ha utilizado este subgrupo para recoger los gastos habituales de estas entidades al contrario que en el PGC en el que en el correspondiente subgrupo se incluyen los gastos que no contemplados en otros subgrupos. Destacan los derechos de arbitraje, desplazamientos, gastos de adquisición de jugadores, de participación en competiciones deportivas, subvenciones y sanciones deportivas

GRUPO VII

²¹⁵ Se habla de socios para el caso de que no sean SAD

70. Ingresos deportivos	En este subgrupo se contabilizarán los ingresos que la entidad obtiene de su actividad principal que es la participación en competiciones deportivas: Liga, Copa, competiciones internacionales y amistosos. También incluye los que consecuencia de esa actividad se derivan como: los de comercialización, retransmisiones, publicidad y la participación en las Apuestas Mutuas Deportivo Benéficas (quinielas)
71. Ingresos por abonados y socios	Al igual que el anterior, se contabilizan ingresos derivados de la actividad principal pero en concepto de cuotas sociales, carnés de socios, abonos, etc. Junto con el subgrupo 70 constituye el importe de la cifra de negocios
735. Actividades realizadas en la aplicación de provisiones para riesgos y gastos.	Gastos realizados por la entidad en aplicación de la provisión para riesgos y gastos que corresponda
750. Otras ventas de existencias	Ingresos derivados de la venta de artículos, deportivos o no, susceptibles de actividad económica (no ordinarios)
756. Ingresos por indemnizaciones de seguros por siniestros en la actividad	
757. Ingresos por cesión de jugadores	
767. Ingresos por indemnizaciones de seguros por riesgos de tipo de cambio	
776. Beneficios procedentes del traspaso de jugadores	Se recogen como resultados extraordinarios por proceder de la enajenación de un inmovilizado

Anexo II.1.4 CUENTAS ANUALES

Anexo II. 1.4.1.- Normas de elaboración de las Cuentas Anuales

Se establecen dos modelos de presentación de las cuentas anuales. El modelo normal es obligatorio para SAD, sociedades deportivas que limiten la responsabilidad de sus socios –en el caso que así se establezca- y Entidades deportivas que participen en competiciones profesionales. El resto de entidades están obligadas a presentar, como mínimo el modelo abreviado.

Se prevé la posibilidad de que algunas de las entidades obligadas a elaborar el modelo normal puedan formular el modelo abreviado si se encuentran dentro de los siguientes límites:

Tabla A 2-2. Límites para poder optar al modelo abreviado.

	Balance y memoria abreviados	Cuenta de pérdidas y ganancias abreviada
Total de partidas de activo inferiores a	395 mill. de pts (2.373.997,81 euros)	1.580 mill. de pts (9.495.991,25 euros)
Importe neto de la cifra anual de negocios inferior a	790 mill. de pts (4.747.995,63 euros)	3.160 mill. de pts (18.991.982,5 euros)
Número medio de empleados durante el ejercicio inferior a	50	250

Fuente: elaboración propia.

Para poder optar a presentar los modelos abreviados deben cumplir dos de las circunstancias expuestas y mantener esa situación durante dos ejercicios consecutivos.

En las normas para la elaboración del balance, se han incluido nuevas partidas para recoger los créditos y débitos con Entidades Deportivas así como las deudas subordinadas y los préstamos participativos²¹⁶.

Se ha incluido una norma sobre la información separada correspondiente a cada una de las actividades en orden a cumplir lo previsto en el artículo 19.1 del RD 1251/1999 donde se exige la diferenciación de las operaciones referidas a cada una de las secciones deportivas de una SAD. La norma sobre “información separada por actividades” detalla que se separarán los activos, pasivos, ingresos y gastos correspondientes a las distintas actividades agrupándose en los siguientes apartados:

- a) cada una de las actividades deportivas de la entidad,

²¹⁶ Son préstamos participativos aquellos que cumplen lo establecido en el artículo 20.1 del Real Decreto Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica. En concreto, “se considerarán préstamos participativos aquellos que tengan las siguientes características:

a) La entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad.

b) Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario sólo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que éste no provenga de la actualización de activos.

c) Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes.

d) Los préstamos participativos tendrán la consideración de fondos propios a los efectos de la legislación mercantil”.

Se entenderá por deuda subordinada aquella que sin poder ser considerada participativa, se sitúan en el orden de prelación de créditos por detrás de los demás en los que la entidad figure como deudora. En concreto, el artículo 27 de la Ley del Deporte –en su redacción modificada por la L 50/1998– define como subordinados a “los créditos por préstamos hechos por los accionistas, consejeros y demás administradores de una SAD”

- b) otras actividades no deportivas,
- c) actividad financiera de la entidad (para los casos en los que no sea racionalmente imputable a alguna de las anteriores actividades).

Para calcular la cifra anual de negocios se incluirán los ingresos provenientes de:

- a) competiciones,
- b) abonados y socios,
- c) retransmisiones,
- d) comercialización y publicidad consecuencia de las actividades ordinarias.

Al importe resultante de esa suma se le deducirán las bonificaciones y demás reducciones de esos ingresos, otros impuestos que les graven directamente, y el IVA.

Anexo II. 1.4.2.- Memoria

A la hora de elaborar la memoria, aparecen algunas modificaciones importantes. Destaca la exigencia de que figure “el importe del capital mínimo establecido por la Comisión Mixta, de acuerdo con lo previsto en el artículo 3 del Real Decreto 1251/1999, de 16 de julio, sobre SAD” (Nota 12.2 OM de 27 de junio de 2000).

También se desarrolla, de acuerdo a lo previsto en el artículo 19.3 del RD 1251/1999, la forma de presentar la información contemplada en dicho artículo. En concreto lo referente a:

- a) importe neto de las cifras de negocios correspondientes a las actividades propias de cada sección deportiva²¹⁷ (Nota 21.3²¹⁸),
- b) derechos de adquisición de jugadores (Nota 7),
- c) inversiones realizadas en instalaciones deportivas (Nota 9.3) -se presentará de forma singularizada-,
- d) derechos de imagen de jugadores y técnicos (Nota 22).

Está previsto el desglose de los sueldos y otros gastos de personal (Nota 21.1) distinguiendo entre:

- a) plantilla deportiva,
- b) personal no deportivo.

Además, y siguiendo dentro de los gastos de personal, las entidades tienen que informar lo devengado por:

- a) sueldos y salarios,

²¹⁷ Incluye unos modelos de separación de activos y pasivos y un modelo de cuenta de pérdidas y ganancias analítica por actividades.

-
- b) primas y bonificaciones,
 - c) dotación a la amortización por el derecho de adquisición de jugadores,
 - d) remuneraciones por derechos de imagen.

Respecto a los ingresos (Nota 21.3), además de lo comentado al hablar de este concepto en las cuentas anuales sobre los diferentes tipos de ingresos, se distinguirá por:

- a) secciones deportivas,
- b) mercados geográficos,
- c) competiciones nacionales e internacionales,
- d) otras competiciones,
- e) partidos amistosos,
- f) ingresos de abonados y socios
- g) ingresos por publicidad y comercialización.

También se requiere información por los ingresos a consecuencia de indemnizaciones de entidades de seguros por conceptos de gastos de explotación, así como por riesgo de tipo de cambio (Nota 21.2). Se incluye como novedad la referencia a “Ingresos diferidos por cesión de derechos y de ingresos futuros” (Nota 14).

Se exige que figure en la memoria información sobre las participaciones significativas reguladas por el RD 1251/1999 (Nota 12.3).

También se abren apartados informativos para los préstamos participativos, la deuda subordinada (Nota 18) y los avales –tanto concedidos como otorgados– (Nota 20).

Anexo II.1.5 NORMAS DE VALORACIÓN

Siguen en todo lo posible las del PGC aunque existen algunas modificaciones. Entre las novedades, sobresale la inclusión del valor del terreno en la valoración de los “Estadios y pabellones” (norma de valoración 3ª d).

Los trofeos deportivos, tan específicos de este tipo de entidades, han sido objeto de una especial atención. Se ha adoptado un criterio de valoración restrictivo, exigiendo que, para poderse contabilizar, su valor venal sea significativo y dicho valor debe ser consecuencia de una tasación pericial (norma de valoración 3ª g).

Se ha incluido normas de valoración de adquisición de inmovilizados a través de permuta (norma de valoración 3ª h, i) y contratos de arrendamiento similares, desde el punto de vista económico, a los de arrendamiento financiero (norma de valoración 5ª h).

²¹⁸ En esta sección, para no ser repetitivos, al hacer referencia a las distintas Notas de la Orden Ministerial de 27 de junio de 2000 sobre Normas de adaptación del PGC a las SAD, sólo indicaremos la nota y su correspondiente número.

Se establecen los criterios para el tratamiento de los “derechos de adquisición de jugadores” (norma de valoración 5ª e), considerados inmovilizado inmaterial, por el importe que la entidad paga por el *transfer* y los gastos necesarios para realizar la operación de traspaso. Se establece un límite en las condiciones normales de mercado para este tipo de operaciones. El problema surge a la hora de entender cuales son las condiciones normales en un mercado que día a día ve como los precios pagados por los jugadores se van disparando²¹⁹. Además se plantea el problema de si las condiciones normales de mercado son establecidas dentro de unos estándares para el conjunto de jugadores o si las condiciones son normales según las características de cada jugador²²⁰. También se contempla el caso de la renovación de los contratos.

Los derechos de participación en competiciones y organización de acontecimientos deportivos tienen un tratamiento de Inmovilizado inmaterial (norma de valoración 5ª letras i y j respectivamente). Tanto unos como otros sólo podrán figurar en el activo cuando se hayan adquirido a título oneroso. Los primeros nunca se incluirán en el activo cuando tenga carácter de cuota periódica. Se recomienda su amortización sistemática en el plazo más breve posible y sin exceder los cinco años. Es importante la referencia a la pérdida de categoría o del derecho a participar en la competición ya que es un factor que afecta muy directamente a la actividad ordinaria de los clubes. En este caso, se indica que se contabilice la depreciación extraordinaria producida como consecuencia de dichos sucesos.

También se contabilizan en el activo inmaterial las inversiones en terrenos o instalaciones cedidos, alquilados u obtenidos mediante concesión administrativa (norma de valoración 5ª k). Para poder incluirse en esta partida, se exige que las inversiones no sean separables y que aumenten la capacidad, productividad o vida útil de las instalaciones. La amortización vendrá condicionada por la vida útil o el periodo de la cesión si éste es menor.

Dentro de los gastos a distribuir en varios ejercicios se incluyen las normas de valoración de los contratos de franquicia (norma de valoración 7ª 4). Los gastos que tengan su origen en este tipo de contratos se imputarán a los resultados proporcionalmente a la duración de los mismos. De nuevo en este concepto se tiene en cuenta la eventualidad de la pérdida de categoría y se exige la contabilización de la pérdida ocasionada si el descenso se produce con el contrato en vigor.

Se incluyen las normas de valoración 21ª y 22ª que hacen referencia a Ingresos diferidos por cesión de derechos y de ingresos futuros.

Se regula la valoración de las indemnizaciones percibidas de entidades de seguros (norma de valoración 23ª) por los riesgos cubiertos con ellas. Estas normas que se incorporan son nuevas.

El contenido referente a las subvenciones de capital y otras (norma de valoración 20ª) se ha desarrollado ampliamente. La imputación a resultados se hará

²¹⁹ Hasta que el Real Madrid pagó unos 60.101 euros por Luis Figo esa cantidad no se podría considerar normal y ahora se ha superado con los más de 69.116 euros que ha pagado por Zinedine Zidane. No obstante, esta cifra parece que ha significado un punto de inflexión comenzando a declinar el importe de los traspasos. Los fichajes de Ronaldo y Beckham han supuesto desembolsos muy inferiores.

²²⁰ En este sentido, la fiscalía investigó al Atlético de Madrid, entre otras cosas, por el pago de transferencias de jugadores que ni siquiera llegaron a jugar en el primer equipo.

en función de los elementos subvencionados. Si no tiene asignación concreta, se considerarán ingreso del ejercicio cuando se conceden.

ANEXO V.1 REQUISITOS PARA LA COTIZACIÓN EN BOLSA²²¹

Anexo V.1.1 ESPAÑA.

El art. 32 de la Ley del Mercado de Valores, exige la verificación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores²²² para que los valores sean admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Además se le añade la necesidad del acuerdo del organismo rector de la Bolsa.

Los requisitos de admisión están establecidos reglamentariamente, según lo previsto por el citado art. 32 de la Ley 24/1988. Rige el reglamento de las Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967 que establece las siguientes condiciones mínimas para la admisión a negociación de las acciones (<http://www.bolsamadrid.es>):

- El capital mínimo²²³ deberá ser de 1.202.024,21 €; en el cálculo de esta cifra no se incluirá la parte de capital que corresponda a accionistas que, cada uno, posean, directa o indirectamente, una participación en dicho capital igual o superior al 25%.
- La entidad emisora debe haber obtenido, en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos dentro de los últimos cinco, beneficios suficientes para poder repartir un dividendo mínimo del 6% del capital desembolsado, una vez dotadas las reservas legales y obligatorias, y habiendo hecho la previsión para el impuesto de sociedades.
- El Ministerio de Economía y Hacienda, el 19 de junio de 1997, emitió una Orden mediante la cual autoriza a la CNMV a conceder la excepción, en determinados casos de este requisito. Se pretende facilitar que puedan admitirse a negociación a valores emitidos por entidades de nueva creación. Así no es necesario que transcurran dos años o cinco en el peor de casos. Se podrá autorizar esta excepción en los siguientes supuestos:
 - a. si la entidad, independientemente del plazo que haya transcurrido desde su constitución, aporte un informe de su órgano de administración explicando las perspectivas económicas y financieras de su negocio, y las consecuencias que estiman se producirán sobre sus resultados en los próximos ejercicios. Esta información se presentará a la CNMV para que esta la ponga a disposición del público para que el mercado y los potenciales inversores puedan contar con datos adecuados para su toma de decisión²²⁴;
 - b. si la entidad procede de una fusión, escisión o aportación de una rama de actividad;

²²¹ Una primera versión de este anexo se presentó al I Congreso Científico Internacional de Fútbol Salamanca 2002.

²²² CNMV

²²³ El reglamento establece ese capital en 200 millones de pesetas. Como no se ha emitido ninguna normativa de ajuste el Euro, simplemente se aplica la equivalencia al tipo de cambio fijado en 1 €: 166,386 Pts.

²²⁴ La redacción de esta letra es la resultante del art. 2 de la Orden de 22 de diciembre de 1999.

- c. si la entidad está inmersa en un proceso de reordenación, reestructuración económica o de privatización de una entidad pública.
- Al final de la colocación deben existir, al menos, 100 accionistas cuya participación individual sea inferior al 25%. Este requisito busca la consecución de una liquidez mínima. Lo habitual es que las salidas a Bolsa superen, con creces, este requisito.

Desde el año 2000, las Bolsas de Valores españolas ofrecen un segmento especial de negociación que se denomina “Nuevo Mercado” y que se creó por medio de una Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999. En dicho segmento, está previsto que se negocien los valores de empresas de sectores innovadores o con alta capacidad de crecimiento pero con mayores niveles de riesgo que los sectores tradicionales. Las sociedades emisoras informarán, al menos una vez al año, de la marcha, evolución y perspectivas del negocio.

La propia naturaleza -y sobre todo la actividad que desarrollan: en gran medida ligada a unos resultados deportivos- de los clubes de fútbol profesional que han adoptado la figura de SAD podría justificar su inclusión en este segmento de mercado.

También existe, como en otros de los países que se analizan, lo que se denomina el Segundo Mercado. Pero dadas las exigencias que conlleva y lo poco que ofrece no tiene casi importancia. Por lo cual, lógicamente, un club que se plantee la negociación bursátil de sus títulos se vería encaminado a cualquiera de los dos primeros.

Anexo V.1.2 REINO UNIDO.

La Bolsa de Londres, que celebró recientemente su bicentenario, y es la principal bolsa en la zona europea, juega un importante papel para mantener a la City de Londres como uno de los principales centros financieros del mundo. En ella, se pueden distinguir tres segmentos de mercado, el principal, el denominado AIM²²⁵ –mercado creado para las empresas jóvenes y con alto potencial de crecimiento- y el tecnológico (*techMARK*).

Pues bien, en la Bolsa de Londres cotizan las acciones del Manchester Utd., Leeds Utd., Sunderland, Aston Villa, Tottenham Hotspur, Leicester City y Southampton -dentro de los clubes de la Premier League- en el mercado principal; y el Chelsea y el Charlton Athletic, en el mercado AIM. Además, también tiene admitidas sus acciones a cotización el Celtic, de la liga escocesa y otros clubes, que militan en la *First Division*²²⁶.

Para que una compañía sea admitida a cotización en la Bolsa londinense tiene que superar un proceso de admisión a través de dos etapas. Así, los títulos deben ser admitidos a cotización oficial por la UKLA²²⁷ -una división de la Autoridad de Servicios Financieros²²⁸- y también por la misma Bolsa. Concluido ese proceso, los títulos cotizarán oficialmente (London Stock Exchange, 2000; 1-1).

²²⁵ Siglas de *Alternative Investment Market* (Mercado Alternativo de Inversión).

²²⁶ El equivalente a la 2ª División A de la Liga española.

²²⁷ *UK Listing Authority* (Autoridad de Cotización del Reino Unido).

²²⁸ *FSA, Financial Services Authority*.

Y, de otra parte, las condiciones a reunir por una sociedad que quiera cotizar en dicho mercado están reguladas en un documento denominado “Las Reglas de Cotización”. Se distingue en él entre las condiciones que hacen referencia a las corporaciones solicitantes y las relativas a los títulos. Entre las condiciones exigidas a las primeras destacan las siguientes (FSA, 2002):

- estar constituida o establecida válidamente de acuerdo con las leyes de su lugar de constitución o establecimiento;
- haber publicado los estados financieros auditados que:
 - a) normalmente cubran los tres últimos años²²⁹, si bien, en el caso de nuevos solicitantes deben referirse a un periodo finalizado dentro de los últimos seis meses (doce para las compañías que ya coticen en el mercado AIM),
 - b) deben ser consolidados, a no ser que se acuerde otra cosa con la UKLA,
 - c) se hayan preparado de acuerdo con las leyes nacionales del solicitante y los principios de contabilidad generalmente aceptados en el Reino Unido, los Estados Unidos o los *International Accounting Standards*, los auditores sean independientes, y
- el informe, para el caso de los nuevos solicitantes, no contenga salvedades;
- mantener su actividad principal, por sí misma o a través de sus participadas;
- estar dirigidas por equipos con experiencia suficiente para responder del acierto en el gobierno de los negocios de la sociedad y elegidos de modo que no pueda existir un posible conflicto entre el desempeño de sus obligaciones para con la empresa y sus propios intereses personales;
- disponer de un capital circulante suficiente para las exigencias actuales de financiación de la actividad del grupo e incluir un estado del capital circulante en la información presentada con la solicitud de cotización;
- gozar del suficiente margen de independencia con respecto a la gestión de negocios por parte de los accionistas que puedan, de algún modo, controlar la sociedad.

Por otra parte, en lo que hace referencia a las condiciones que se exigen a los títulos, destacan, entre las exigidas por la FSA (2002), las siguientes:

- dichos títulos deben cumplir los requisitos legales exigidos en el lugar de origen de los solicitantes, además de estar debidamente autorizados

²²⁹ Se puede admitir un periodo inferior si la UKLA entiende que es beneficioso tanto para los solicitantes como para los inversores y, además, estos últimos disponen de información suficiente con respecto a los títulos y las corporaciones solicitantes (FSA, 2002; art. 3.4).

y haberse verificado los consentimientos estatutarios o cualquier otro necesario al respecto;

- se han de poder transferir libremente;
- el valor de capitalización de mercado esperado de las acciones para que coticen debe ser al menos de²³⁰ 1.147.541 €, aunque se puede admitir excepcionalmente un valor menor si se estima con fundamento que habrá un mercado efectivamente adecuado para las acciones implicadas;
- debe haber como mínimo un 25% de las acciones distribuido entre el público.

Aparte de cumplir preceptivamente los requisitos aquí enumerados, las sociedades que cotizan en Bolsa se comprometen a cumplir igualmente otros relativos a la publicidad que deben facilitar con respecto a todos aquellos aspectos de su negocio susceptibles de afectar sensiblemente al precio de los títulos, y, además, se obligan a hacerlo sin ningún retraso. Dentro de esta información se incluyen tanto las condiciones financieras de la sociedad, como los resultados de su actividad o cualquier otro desarrollo relevante en la esfera de sus negocios (London Stock Exchange, 2000).

Ahora bien, todos los requisitos para la cotización bursátil se suavizan notablemente con respecto al segmento AIM. Este planteamiento corresponde a la propia concepción de dicho mercado, que nació como herramienta clave de la estrategia concebida por la Bolsa de Londres para crear nuevas y variadas oportunidades, especialmente relativas a aquellos negocios crecientes que puedan desarrollarse en cualquier lugar del mundo. Parte del atractivo de este mercado consiste en que el conjunto empresarial que cubre potencialmente puede adquirir experiencia en un mercado público, siendo un modo de ganar flexibilidad en áreas como las adquisiciones, o, puede en todo caso, ser un paso previo para pasar más tarde a cotizar en el mercado principal (London Stock Exchange, 2001).

Los criterios de entrada en el AIM, al ser menos exigentes, permiten que una gama más amplia de compañías pueden acceder al mercado secundario. A lo que se añade que el régimen legal también es más asequible. Las reglas para las adquisiciones de empresas son más favorables, de modo que se facilita el crecimiento a través de la compra; y además existen ciertos beneficios fiscales específicos. Éstas pueden ser algunas de las razones que llevan a las sociedades a entrar en ese mercado (London Stock Exchange, 2001).

De forma resumida, se pueden destacar los siguientes requisitos necesarios para cotizar en el mercado AIM según se recoge en <http://www.londonstockexchange.com/>:

- no se admiten restricciones a la libre transmisión de las acciones;

²³⁰ La cifra mínima exigida es de 700.000 £. Se ha calculado el correspondiente importe en euros con un tipo de cambio calculado según los datos mensuales de 2002 publicados por el Banco Central Europeo, que han oscilado entre 0,61110, en el mes de enero, y 0,61540, en el de abril. Hemos tomado como tipo de cambio el de 1 €: 0,61 £.

- no existe la exigencia de un número mínimo de acciones en manos del público;
- no es necesaria la existencia de una actividad comercial anterior;
- no se requiere la aprobación previa de los accionistas para las transacciones;
- los documentos de admisión no deben ser revisados previamente por la UKLA; y,
- no se impone una capitalización mínima.

Anexo V.1.3 ITALIA.

Dentro de la Bolsa Italiana, las acciones pueden cotizar, o bien, en el mercado principal, o bien dentro del Nuevo Mercado, rigiéndose ambos según las reglas aprobadas por la Junta de Accionistas de la Bolsa Italiana celebrada el 6 de septiembre de 2001 y confirmadas por las resoluciones de la CONSOB²³¹ 13338 y 13377, de 14 de noviembre y 5 de diciembre de ese mismo año, respectivamente.

Pero, además, existe un segmento diferenciado del mercado principal - denominado STAR²³²-, el del Mercado de Títulos Electrónico²³³, que, organizado y gestionado por la propia Bolsa Italiana, está reservado a empresas de reducida y media capitalización caracterizadas por operar con éxito en los sectores económicos tradicionales y reunir unos requisitos más estrictos y específicos con respecto a la transparencia, liquidez y gobierno corporativo (<http://www.borsaitalia.it>).

El Nuevo Mercado, que así se denomina el otro segmento bursátil especializado, tiene por objeto ofrecer una posibilidad de financiación a aquellas empresas de tamaño pequeño o mediano que pretenden crecer y efectuar inversiones estratégicas, impulsándolas en el desarrollo y fortalecimiento de su competitividad y éxito futuros. En general, se pretende acoger a empresas innovadoras que operen en el sector tecnológico, o, al menos, que aún desarrollando su actividad en sectores más tradicionales, pretenden no obstante abordar nuevos productos o servicios de acuerdo con un ambicioso plan de negocio (<http://www.borsaitalia.it>).

En general, las sociedades que pretenden cotizar en Bolsa deben reunir una serie de requisitos bien delimitados. Son, en este caso, por un lado, los exigidos por la naturaleza del propio mercado, como los de que tengan una trayectoria económica y financiera positiva, presenten un plan de negocio ambicioso y realista, lo gestione un equipo cualificado que siga una política corporativa adecuada, haya verdadera transparencia en la presentación de los estados financieros y en la propiedad de las acciones, y, además, acudan a la Bolsa en un mo-

²³¹ Siglas de la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* que es la autoridad pública responsable de la regulación del mercado de valores italiano (<http://www.consob.it/>). Viene a ser el equivalente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en España.

²³² Acrónimo de *Segmento Titoli con Alti Requisiti* (Segmento del mercado de acciones con altos requisitos).

²³³ *Mercato Telemático Azionario-MTA*.

mento apropiado y en que el mercado esté receptivo. Quizás, la percepción de estas exigencias del mercado resulta algo subjetivo. Sin embargo, al mismo tiempo existen en el conjunto de requisitos bursátiles una serie de obligaciones reglamentarias, que deben ser satisfechas por las sociedades.

De un lado, están los requisitos generales para la admisión a cotización en Bolsa (art. 2.1.3 del Reglamento de los Mercados Organizados por la Bolsa Italiana²³⁴), que básicamente vienen a sancionar la necesidad de que las sociedades emisoras estén debidamente constituidas, conforme a la legislación que les sea de aplicación. Y, es más, los mismos instrumentos financieros se deberán emitir de acuerdo a las leyes y reglamentos a los que estén sujetos, a más de que deben ser transferibles en todo caso sin restricciones. Existen particularidades al respecto para su aplicación a los emisores extranjeros, pero aquí no se consideran, pues se entiende que los clubes de fútbol buscarán esta forma concreta de financiación básicamente en sus propios mercados secundarios nacionales.

Por otro lado, están las condiciones exigidas como requisitos obligados a los emisores de las acciones (art. 2.2.1 del RMOBI) y las propias de las acciones (art. 2.2.2. del RMOBI), que se resumen a continuación, comenzando por las primeras:

- pueden ser admitidas a cotización las acciones de aquellos emisores que hayan hecho públicas las cuentas anuales consolidadas durante los tres últimos ejercicios, las cuales al menos en el caso del último año deben ir acompañadas por la opinión de un auditor²³⁵;
- ahora bien, las sociedades constituidas recientemente o aquellas otras cuyos activos y pasivos hayan sufrido cambios sustanciales en el ejercicio económico precedente, deben completar la citada información con estados financieros pro forma junto con un informe de una empresa de auditoría pronunciándose sobre su razonabilidad;
- en todo caso, la entidad emisora debe proseguir el cumplimiento de su objeto social con una actividad capaz de generar establemente ingresos. Esto lo realizará directamente o a través de sus participadas y en condiciones de autonomía en la gestión.

En lo que se refiere a los requisitos relativos a las acciones, se pueden destacar los siguientes:

- debe preverse que se alcance un nivel de capitalización bursátil de por lo menos 5 millones de Euros, aunque cabría admitir acciones con una capitalización bursátil menor cuando se prevea que se desarrollará un mercado adecuado para esas acciones,

²³⁴ En adelante, se citará como RMOBI.

²³⁵ Si el informe de auditoría recoge una opinión desfavorable, cabe que no se admita la cotización de las acciones. Por otro lado, en circunstancias excepcionales y siempre que beneficie al emisor y a los inversores y que la información disponible a estos últimos sea suficiente, se puede aceptar un número menor de cuentas anuales.

- el *free float* deberá ser de, al menos, el 25% del capital representado por acciones de la misma clase²³⁶. A la hora de obtener este porcentaje, no se tendrán en cuenta:
 - a) las que estén en poder de accionistas o con intención personal evidente de control o con acuerdos establecidos entre accionistas que restrinjan la transmisibilidad de las acciones,
 - b) las de aquellos accionistas que excedan el 2% del total considerado, salvo si la Bolsa entiende que, evaluadas la naturaleza del inversor y sus propósitos, no aparece reducida su negociabilidad,
 - c) en todo caso, sí se incluirán en el anterior porcentaje las acciones en manos de sociedades de inversión colectiva y fondos de pensiones.

Hay una serie de requisitos adicionales para que las acciones puedan ser negociadas en el segmento STAR (art. 2.2.3 RMOBI):

- poseer una capitalización bursátil, efectiva o predecible, inferior al límite establecido en el art. IA.4.1.2 párrafo 1 de las Instrucciones²³⁷ para la regulación de mercados organizados y gestionados por Borsa Italiana S.p.A. (800 millones de Euros);
- en el caso de las empresas que empiezan a cotizar, tener un *free float* del 35% de las acciones ordinarias (art. IA.4.1.3 párrafo 1 IRMOBI); y, en el de las que ya coticen, ese límite mínimo se reduce al 20% (art. IA.4.1.3 párrafo 2 IRMOBI);
- contar con el respaldo de un operador especialista para garantizar la liquidez de la acción;
- contar con que el emisor:
 - a) publicará sus informes trimestrales en los 45 días siguientes al final de cada trimestre;
 - b) enviará los estados financieros a la Bolsa Italiana en formato electrónico;
 - c) se obligará a que sus informes trimestrales, semestrales y anuales, además de otra información, estén disponibles en sus páginas web, tanto en italiano como en inglés;
 - d) contará dentro de su organización con una persona de cualificación específica para encargarse de las relaciones con los inversores;
 - e) contará con directores no ejecutivos e independientes en número suficiente como para que alcancen una ponderación significativa en las decisiones corporativas;
 - f) establecerá un comité para el control interno,
 - g) introducirá, en la remuneración de sus directores ejecutivos, determinados incentivos que relacionen sus objetivos individuales con la obtención de los logros corporativos.

²³⁶ La Bolsa italiana podrá admitir excepciones a este requisito cuando el valor de mercado de las acciones en manos del público sugiera que la operativa de mercado puede conseguirse con un porcentaje menor que el especificado como límite general.

²³⁷ En adelante, se utiliza la abreviatura IRMOBI.

Anexo V.1.4 ALEMANIA.

El mercado bursátil alemán ofrece tres posibilidades de negociación: la oficial, la del mercado regulado y la del mercado regulado no oficial. El primero de los tres sería el mercado principal, en el cual cotizan actualmente unas 630 acciones y algo más de 5.000 bonos (<http://deutsche-boerse.com>). Tanto para la negociación oficial como para el mercado regulado, el emisor de las acciones tiene que superar un proceso de aprobación por parte de las autoridades públicas.

Las normas relativas a la admisión de títulos a cotización oficial están recogidas en un documento²³⁸ de 15 de abril de 1987, publicado y revisado el 9 de septiembre de 1998. A continuación se extractan las más relevantes:

- el emisor deberá haberse constituido de acuerdo con las leyes del país en el que esté domiciliado; y, asimismo, también los estatutos y otros acuerdos de la sociedad deberán cumplir esas mismas leyes (art. 1 SEAR);
- la sociedad deberá contar con un mínimo de tres años y haber publicado sus estados financieros anuales durante los tres años fiscales precedentes (art. 3.1. SEAR);
- el valor de mercado de las acciones cotizadas, o, si no se puede estimar, el capital de la compañía, será como mínimo de 1,25 millones de Euros²³⁹ (<http://deutsche-boerse.com>); si bien la oficina de admisiones puede permitir excepciones a esta limitación si considera que habrá suficiente mercado para esos títulos (art. 2.4 SEAR);
- las acciones tienen que gozar de total libertad para poder ser transferidas (art. 5 SEAR);
- las acciones deben estar suficientemente distribuidas entre el público de uno o más miembros de la UE o uno o más Estados que mantengan acuerdos en el área económica europea; se entiende que está suficientemente distribuida si, por lo menos, el 25% del valor nominal total (o, si no, del número de las acciones admitidas) ha sido adquirido por el público, o si, debido al elevado número de acciones de la misma clase y su amplia distribución entre el público, se asegura una elevada negociación con un porcentaje menor (art. 9.1. SEAR).

Las condiciones para participar en el mercado regulado son menos exigentes; y, por otra parte, una sociedad que ya cotice en este mercado o en otra bolsa alemana podrá solicitar la admisión a la cotización oficial sin necesidad de recurrir –como ocurre en otro caso– al apoyo de una institución. En este caso, se pueden reseñar aquí los siguientes aminoramientos de los requisitos:

- no se exige una actividad mínima a la empresa (<http://deutsche-boerse.com>);

²³⁸ Reglamento sobre la admisión de títulos a cotización oficial en Bolsa. Lo citaremos como SEAR (*Stock Exchange Admission Regulation*).

²³⁹ Realmente, el art. 2.1 SEAR establece el límite en 2,5 millones de marcos. Teniendo en cuenta que el cambio definitivo entre Euro y marco fue de 1,95583 marcos por euro, esa cifra mínima sería de 1,28 millones de Euros.

- para la admisión inicial de acciones de un emisor el capital nominal mínimo a emitir será de 250.000 € (art. 58.1 FWB01e²⁴⁰);
- no se precisa un número mínimo de acciones en manos del público,
- el folleto de emisión debe incluir información apropiada para que los inversores puedan realizar una evaluación ajustada sobre el valor de las acciones (<http://deutsche-boerse.com>; art. 59 FWB01e).

Anexo V.1.5 PORTUGAL.

Los requisitos exigidos por la Bolsa de Portugal son similares a los que se exigen en los países ya analizados. De forma resumida y según BVLP (2001), serían los siguientes:

- sólo pueden ser admitidos a cotización valores mobiliarios que se ajusten a la legislación que les sea aplicable;
- la sociedad emisora debe estar constituida y operar dentro del marco legal que le sea propia;
- tiene ésta que haber desarrollado la actividad durante al menos un mínimo de tres años;
- debe además haber publicado las cuentas anuales e informes de gestión de los tres años previos a su solicitud de admisión;
- y se comprobará, por otra parte, que posee una situación económica y financiera compatible con la naturaleza de los valores para los cuales solicita admisión y con el mercado en el que la solicita.

Las acciones, por su parte, deben verificar a su vez los siguientes requisitos:

- a) debe haber en manos del público al menos un 25% del capital social, o, si no,
- b) una capitalización bursátil prevista, para las acciones por las que se solicita la admisión, de 2,5 millones de Euros, calculados si ya hubiera otras acciones de la sociedad emitidas y admitidas previamente a cotización; porque, si no se pudiera determinar así la capitalización, se calcularía en cambio partiendo del valor de los recursos propios, incluyendo los resultados no distribuidos del último ejercicio.

Además de este primer mercado, de cotización oficial, también existe lo que se denomina el Segundo Mercado, que tiene unos requisitos menos exigentes, pero también su importancia es mucho menor.

Finalmente, está el Nuevo Mercado, especialmente dirigido a la negociación de valores mobiliarios o bien representativos de sociedades que desarrollan su actividad en sectores tecnológicos, de carácter innovador, dotados con un elevado potencial de crecimiento, o, asimismo, de entidades con necesidades de financiación para proyectos operados en sectores tradicionales pero con proceso, productos y servicios innovadores aptos para permitir unas bases de crecimiento significativas. El emisor, en este caso, además de estar constituido de acuerdo con las leyes oportunas, debe presentar un plan que permita comprobar cómo

²⁴⁰ *Exchange Rules for the Frankfurt Stock Exchange.*

su situación económica y financiera es compatible tanto con la naturaleza de los valores a emitir como con el mercado en el que pretende cotizar (<http://www.bvl.pt>).

ANEXO V.2 TABLAS ESTADISTICAS

Tabla A 5-1 Endeudamiento de los clubes y ratio de cobertura de intereses

Temporada 99/00 Club	Posición neta de tesorería (euros)	Apalancamien- to Bancario	Apalanca- miento Total	Cobertu- ra de los intereses
Clubes con saldo de tesorería positivo y FP positivos (1ª D)				
Barcelona	1.617.384	n.a.	0,25	73,0
Real Betis	793.342	n.a.	1,79	6,3
Real Sociedad	512.814	n.a.	0,25	-*
Rayo Vallecano	349.404	n.a.	0,65	7,8
Clubes con endeudamiento bancario y FP positivos (1ª D)				
Alavés	-59.662	0,01	2,49	-*
Zaragoza	-2.658.505	0,26	2,97	8,9
Real Oviedo	-8.195.918	1,16	3,62	-*
Numancia	-9.476.530	4,20	6,46	-*
Mallorca	-10.470.409	0,50	2,43	-*
Athlet. Bilbao	-10.961.932	0,73	1,51	-*
Real Valladolid	-11.106.860	1,57	5,49	1,4
Celta Vigo	-11.463.050	1,40	5,86	5,1
Sevilla	-14.097.598	1,82	7,57	2,9
Málaga	-19.631.057	14,63	22,73	-*
Racing Club	-25.060.492	0,76	1,14	6,6
Athlet. Madrid	-25.487.679	1,03	7,52	2,0
Valencia	-35.510.313	1,23	2,78	-*
Depor Coruña	-36.920.486	3,27	10,47	0,1
Real Madrid	-94.237.790	0,56	1,35	3,2
Clubes con endeudamiento bancario y FP negativos (1ª D)				
Espanyol	-14.287.981	-†	-†	-*
Clubes con saldo de tesorería positivo y FP positivos (2ª D)				
Elche	n.d.	n.d.	1,28	0,3
Getafe	n.d.	n.d.	252,65	-*
Recreativo Huelva	12.135.420	n.a.	1,79	2,5
Leganés	726.353	n.a.	0,58	-*
Clubes con endeudamiento bancario y FP positivos (2ª D)				
Albacete	-241.090	0,39	16,18	-*
Compostela	-733.421	0,56	2,60	-*
Levante	-1.196.074	0,21	0,93	-*
U.D. Salamanca	-1.783.870	0,18	1,85	-*
U.D. Las Palmas	-11.833.790	6,07	11,14	4,1
Villareal	-16.776.676	24,41	83,01	-*
CD Tenerife	-17.675.532	0,54	1,11	-*
Clubes con endeudamiento bancario y FP negativos (2ª D)				
Córdoba	-297.814	-†	-†	-*

Sport. Gijón	-8.138.191	-†	-†	-*
Club 2ª División B				
Murcia	124.986	n.a.	0,58	-*

Notas:

$$\text{Apalancamiento Bancario} = \frac{\text{Posición neta de tesorería}}{\text{Fondos Propios}}$$

$$\text{Apalancamiento Total} = \frac{\text{Acreedores a largo plazo} + \text{Acreedores a corto plazo}}{\text{Fondos Propios}}$$

$$\text{Cobertura intereses} = \frac{\text{Rdo. Explotación ajustado con Bfo. Traspaso Jugadores}}{\text{Intereses}}$$

*No tiene cobertura por presentar un resultado negativo.

†No se puede calcular porque los Fondos Propios son negativos.

n.a.: no aplicable por presentar posición neta positiva.

n.d.: información no disponible.

Fuente: Elaboración propia a partir de Cuentas Anuales.

ANEXO V.3 TEST DE INDEPENDENCIA CLASIFICACIÓN Y ENDEUDAMIENTO

Resumen del procesamiento de los casos temporada 99/00

	Casos					
	Válidos		Perdidos		Total	
	N	Porcentaje	N	Porcentaje	N	Porcentaje
variación en la clasificación *	100000,0 ^a	100,0%	0	,0%	100000,0	100,0%
variación en la deuda						

a. El número de casos válidos es diferente del recuento total de la tabla de contingencia porque se han redondeado las frecuencias de casilla.

Tabla de contingencia variación en la clasificación * variación en la deuda

% del total

		variación en la deuda		Total
		Aumento Deuda	Disminución Deuda	
variación en la clasificación	Mejor Clasificación	28,6%	14,3%	42,9%
	Igual Clasificación	3,6%	3,6%	7,1%
	Peor Clasificación	21,4%	28,6%	50,0%
Total		53,6%	46,4%	100,0%

Pruebas de chi-cuadrado

	Valor	gl	Sig. asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	5298,412 ^a	2	,000
Razón de verosimilitud	5366,777	2	,000
Asociación lineal por lineal	5237,923	1	,000
N de casos válidos	99999		

a. 0 casillas (,0%) tienen una frecuencia esperada inferior a 5. La frecuencia mínima esperada es 3315,92.

Resumen del procesamiento de los casos temporada 00/01

	Casos					
	Válidos		Perdidos		Total	
	N	Porcentaje	N	Porcentaje	N	Porcentaje
variación en la clasificación * variación en la deuda	100000 ^a	100,0%	0	,0%	100000	100,0%

a. El número de casos válidos es diferente del recuento total de la tabla de contingencia porque se han redondeado las frecuencias de casilla.

Tabla de contingencia variación en la clasificación * variación en la deuda

% del total

		variación en la deuda		Total
		Aumento Deuda	Disminución Deuda	
variación en la clasificación	Mejor Clasificación	26,9%	7,7%	34,6%
	Igual Clasificación	3,8%		3,8%
	Peor Clasificación	30,8%	30,8%	61,5%
Total		61,5%	38,5%	100,0%

Pruebas de chi-cuadrado

	Valor	gl	Sig. asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	9722,377 ^a	2	,000
Razón de verosimilitud	11273,426	2	,000
Asociación lineal por lineal	7691,537	1	,000
N de casos válidos	99999		

a. 0 casillas (,0%) tienen una frecuencia esperada inferior a 5.
La frecuencia mínima esperada es 1479,22.

ANEXO VI.1 TABLAS ESTADÍSTICAS

Tabla A 6-1 Relación de variables de ingresos

INCN	Importe neto de la cifra de negocios
IDEP	Ingresos deportivos
AMDB	Apuestas mutuas Deportivo Benéficas
TAQ	Taquillaje
AMDTAQ	Apuestas mutuas Deportivo Benéficas más Taquillaje
DTV	Derechos de televisión
PUB	Publicidad
IASP	Ingresos por abonados, socios y palcos
OIE	Otros ingresos de explotación
SUBV	Subvenciones
ICD	Ingresos por cesión de derechos
CJUG	Cesión de jugadores
ARREN	Arrendamientos
VMERC	Venta merchandising
OIG	Otros ingresos de gestión
TIE	Total ingresos de explotación
IIA	Intereses e ingresos asimilados
SUBCAP	Subvenciones de capital
BTJU	Beneficios procedentes del traspaso de jugadores
IEXTR	Ingresos extraordinarios
BDIII	Beneficios procedentes de derechos de imagen e inmovilizado inmaterial
IEXTRAJ	Ingresos extraordinarios ajustados (IEXTR+BDIII)
IEIAEA	Ingreso extraordinario por impuesto anticipado de ejercicios anteriores
IT	Ingresos totales

Tabla A 6-2. Estadísticos de las variables de ingresos.

	N		Media	Mediana	Desv. típ.
	Válidos	Perdidos			
INCN	141	20	19.393.139	11.472.708	25.942.467
IDEP	141	20	14.979.037	9.471.578	19.565.628
AMDB	71	90	177.706	132.518	210.563
TAQ	110	51	3.023.602	1.204.858	6.091.152
AMDTAQ	110	51	3.138.304	1.316.463	6.069.325
DTV	110	51	8.972.209	6.911.137	10.195.738
PUB	108	53	3.836.556	1.546.621	6.795.343
IASP	120	41	5.186.570	2.934.646	7.195.145
OIE	141	20	3.832.553	1.114.453	7.681.083
SUBV	123	38	177.730	40.496	336.733
ICD	35	126	1.548.265	0	6.423.654
CJUG	44	117	979.896	199.156	2.478.236
ARREN	39	122	205.261	52.931	363.064
VMERC	43	118	1.612.082	305.002	3.273.243
OIG	138	23	2.256.157	600.878	4.704.124
TIE	141	20	23.225.692	13.334.115	31.105.168
IIA	140	21	331.234	88.748	596.976
SUBCAP	140	21	163.706	0	413.973
BTJU	140	21	8.277.571	2.809.732	12.300.572
IEXTR	138	23	2.403.248	826.046	4.177.894
BDIII	60	101	8.389.473	0	50.287.382
IEXTRAJ	138	23	6.050.845	841.850	33.540.242
IEIAEA	46	115	26.513	0	179.823
IT	142	19	37.600.073	21.678.939	60.171.910

Tabla A 6-3. Estimadores-M^(e) de las variables a introducir en el análisis factorial

	AÑO	Estimador-M de Huber(a)	Biponderado de Tukey(b)	Estimador-M de Hampel(c)	Onda de Andrews(d)
IDEP	1.998	10.387.074	9.034.757	10.089.141	8.969.136
	1.999	8.387.864	7.203.538	8.330.238	7.196.426
	2.000	8.625.768	7.297.419	8.041.670	7.287.805
	2.001	9.365.665	7.870.667	8.457.677	7.870.283
	2.002	13.134.500	11.277.807	12.443.078	11.280.811
AMDTAQ	1.998	1.706.372	1.587.514	1.615.700	1.587.453
	1.999	1.650.870	1.216.246	1.557.566	1.202.969
	2.000	1.197.209	995.014	1.089.886	992.426

Modelo de valoración de clubes de fútbol basado en los factores clave de su negocio

	2.001	1.271.504	1.104.448	1.101.133	1.104.468
	2.002	1.410.325	1.223.289	1.221.686	1.223.449
DTV	1.998	8.381.395	8.392.379	8.297.746	8.399.958
	1.999	6.923.805	6.444.480	7.296.458	6.401.712
	2.000	5.833.400	5.195.562	5.703.671	5.186.304
	2.001	5.745.695	5.201.918	5.664.114	5.205.993
	2.002	8.519.392	7.295.293	8.557.375	7.288.300
PUB	1.998	1.281.769	1.226.086	1.156.490	1.224.466
	1.999	1.372.927	1.149.346	1.195.998	1.149.342
	2.000	1.831.398	1.629.998	1.699.787	1.630.685
	2.001	1.790.166	1.467.594	1.684.782	1.466.302
	2.002	2.178.465	1.689.029	1.772.806	1.688.955
IASP	1.998	4.108.885	3.344.036	3.653.827	3.347.133
	1.999	2.889.267	2.387.754	2.507.802	2.387.826
	2.000	2.741.755	2.353.557	2.549.976	2.345.198
	2.001	2.665.351	2.252.505	2.444.786	2.252.469
	2.002	3.221.659	2.474.149	2.811.681	2.457.632
OIE	1.998	923.680	700.032	716.704	700.159
	1.999	975.617	802.875	859.573	801.270
	2.000	1.385.448	1.165.240	1.213.822	1.165.634
	2.001	1.154.513	863.565	959.573	863.896
	2.002	1.495.143	1.104.304	1.139.397	1.104.295
SUBV	1.998	25.252	14.064	16.997	14.077
	1.999	66.258	46.885	54.705	46.863
	2.000	60.032	36.736	42.288	36.792
	2.001	60.502	41.677	49.023	41.669
	2.002	37.424	26.945	29.925	26.968
VMERC	1.998	236.718	158.959	157.812	158.974
	1.999	239.287	134.881	137.857	134.840
	2.000	250.048	160.029	178.305	160.008
	2.001	595.904	434.433	479.199	434.387
	2.002	395.697	268.077	338.846	268.150
OIG	1.998	825.975	614.410	706.414	611.767
	1.999	664.744	514.856	600.119	514.790
	2.000	596.051	417.139	511.070	417.640
	2.001	709.552	496.462	567.725	496.625
	2.002	718.210	406.661	496.003	407.620
SUBCAP	1.998	.	.	.	.
	1.999	.	.	.	.
	2.000	.	.	.	.
	2.001	.	.	.	.
	2.002	178.550	133.078	185.896	131.352
BTJU	1.998	4.984.205	4.215.566	5.046.247	4.179.098

	1.999	3.748.315	2.674.906	3.525.825	2.666.430
	2.000	5.123.042	4.108.862	5.195.609	4.092.724
	2.001	5.376.163	3.088.315	5.106.475	3.064.886
	2.002	588.902	227.790	284.403	223.400
IEXTRAJ	1.998	1.051.594	774.090	843.090	774.018
	1.999	821.289	616.101	689.401	614.538
	2.000	1.326.040	772.741	1.118.977	765.541
	2.001	797.976	557.263	677.617	553.950
	2.002	1.288.665	694.426	898.004	694.002

a La constante de ponderación es 1,339.

b La constante de ponderación es 4,685.

c Las constantes de ponderación son 1,700, 3,400 y 8,500.

d La constante de ponderación es $1,340 \cdot \pi$.

e No se pueden calcular algunos estimadores-M debido a que la distribución se centra sobre todo en la mediana.

Tabla A 6-4. Matriz de correlaciones entre las variables de ingresos

Estadísticos	INCN	IDEP	AMDB	TAQ	AMDTAQ	DTV	PUB	IASP	OIE	SUBV	ICD	CJUG	ARREN	VMERC	OGG	TIE	IIA	SUBCAP	BTJU	IEXTR	BDIII	IEXTRAJ	IEIAEA	IT
INCN	1																							
Correlación de Pearson	.993**	.005	.024	.798**	.797**	.952**	.930**	.945**	.291**	.122	.430*	.015	.301**	.757**	.268**	.980**	.663**	.082	.550**	.342**	.457**	.469**	.417**	.852**
Sig. (bilateral)	.000	.969	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.180	.012	.923	.001	.000	.000	.001	.000	.000	.338	.000	.000	.000	.000	.004	.000
N	141	141	71	110	110	110	108	120	141	123	35	44	39	43	138	141	140	140	140	138	60	138	46	141
IDEP	.993**	1																						
Correlación de Pearson	.005	.024	1	.034	.028	.046	.020	.049	.130	.267**	.140	.135	.080	.164	.024	.025	.056	.052	.324**	.047	.129	.105	.105	.038
Sig. (bilateral)	.969	.844	.710	.775	.818	.705	.867	.682	.281	.030	.534	.468	.698	.406	.846	.837	.645	.668	.006	.700	.446	.385	.752	.000
N	141	141	71	110	110	108	120	141	123	35	44	39	43	138	141	140	140	140	140	138	60	138	46	141
AMDB	.798**	.798**	1																					
Correlación de Pearson	.000	.000	.775	1	1.000**	.647**	.576**	.637**	.496**	.043	.661**	.037	.767**	.855**	.172	.768**	.480**	.126	.401**	.206	.420**	.449**	.535**	.721**
Sig. (bilateral)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.665	.000	.810	.000	.000	.073	.000	.000	.193	.000	.032	.001	.000	.000	.000
N	110	110	71	110	110	110	108	110	110	105	35	44	39	43	109	110	109	109	109	109	56	109	43	110
AMDTAQ	.767**	.797**	.028	1.000**	1	.646**	.575**	.635**	.492**	.048	.661**	.043	.769**	.855**	.169	.766**	.481**	.125	.403**	.204**	.419**	.448**	.535**	.719**
Correlación de Pearson	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.628	.000	.782	.000	.000	.078	.000	.000	.196	.000	.078	.000	.000	.000	.000
Sig. (bilateral)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
N	110	110	71	110	110	110	108	110	110	105	35	44	39	43	109	110	109	109	109	109	56	109	43	110
DTV	.952**	.957**	.046	.647**	1.000**	1	.646**	.575**	.492**	.048	.661**	.043	.769**	.855**	.169	.766**	.481**	.125	.403**	.204**	.419**	.448**	.535**	.719**
Correlación de Pearson	.000	.000	.705	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.113	.033	.832	.001	.000	.037	.000	.000	.214	.000	.014	.000	.000	.000	.000
Sig. (bilateral)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
N	110	110	71	110	110	110	108	110	110	105	35	44	39	43	109	110	109	109	109	109	56	109	43	110
PUB	.930**	.913**	.020	.576**	.575**	1	.921**	.561**	.509**	.117	.379**	.020	.339**	.640**	.278**	.920**	.655**	.015	.575**	.298**	.323**	.369**	.403**	.785**
Correlación de Pearson	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.240	.025	.896	.035	.039	.004	.000	.000	.881	.000	.004	.000	.000	.000	.000
Sig. (bilateral)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
N	108	108	71	108	108	108	108	108	108	103	35	44	39	43	107	108	107	107	107	107	55	107	42	108
IASP	.952**	.957**	.049	.647**	1.000**	1	.921**	.561**	.509**	.117	.379**	.020	.339**	.640**	.278**	.920**	.655**	.015	.575**	.298**	.323**	.369**	.403**	.785**
Correlación de Pearson	.000	.000	.682	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.279	.087	.981	.020	.000	.006	.000	.000	.360	.000	.002	.002	.000	.000	.000
Sig. (bilateral)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
N	120	120	71	110	110	110	108	120	120	114	35	44	39	43	118	120	119	119	119	119	58	119	44	120
OIE	.591**	.585**	.130	.496**	.492**	.481**	.561**	.550**	1	.009	.660**	.188	.622**	.477**	.769**	.740**	.293**	.052	.206**	.282**	.348**	.327**	.736**	.608**
Correlación de Pearson	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
Sig. (bilateral)	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
N	141	141	71	110	110	110	108	120	141	123	35	44	39	43	138	141	140	140	140	138	60	138	46	141
SUBV	.125**	.129**	.135**	.037**	.043**	.156**	.117**	.102**	.009	1	.089	.016	.110	.046	.092	.105	.111	.135	.121	.207**	.035	.042	.038	.194**
Correlación de Pearson	.180	.157	.030	.665	.628	.113	.240	.279	.923	.611	.916	.468	.771	.311	.249	.221	.136	.183	.123	.792	.792	.790	.802	.303
Sig. (bilateral)	.123	.123	.66	.105	.105	.103	.114	.123	.123	.35	.44	.39	.42	.122	.123	.123	.123	.123	.123	.121	.121	.121	.121	.121
N	123	123	66	105	105	103	114	123	123	35	44	39	42	122	123	123	123	123	123	121	121	121	121	121
ICD	.420**	.459**	.140	.661**	.661**	.361**	.379**	.293	.660**	.089	1	.096	.362**	.304	.050	.520**	.043	.126	.207	.082	.031	.013	.999**	.265
Correlación de Pearson	.012	.006	.846	.073	.078	.037	.004	.006	.000	.311	.773	.964	.101	.944	.000	.003	.887	.041	.011	.421	.180	.120	.000	.125
Sig. (bilateral)	.35	.35	.22	.35	.35	.35	.35	.35	.35	.35	.35	.32	.30	.33	.35	.35	.35	.35	.35	.35	.35	.35	.35	.35
N	35	35	22	35	35	35	35	35	35	35	32	30	33	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
CJUG	.015	.019	.135**	.037**	.043**	.156**	.117**	.102**	.009	1	.089	.016	.110	.046	.092	.105	.111	.135	.121	.207**	.035	.042	.038	.194**
Correlación de Pearson	.923	.903	.468	.810	.782	.832	.896	.981	.222	.916	.600	.422	.955	.850	.964	.824	.972	.477	.789	.175	.369	.950	.628	.915
Sig. (bilateral)	.44	.44	.31	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44	.44
N	44	44	31	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
ARREN	.501**	.541**	.080	.767**	.769**	.514**	.339**	.370**	.622**	.120	.362**	.010	1	.736**	.267	.375**	.411**	.245	.085	.005	.769**	.737**	.481	.742**
Correlación de Pearson	.001	.000	.698	.000	.000	.035	.020	.000	.000	.611	.000	.049	.955	.001	.101	.000	.009	.133	.608	.977	.000	.000	.059	.000
Sig. (bilateral)	.39	.39	.26	.39	.39	.39	.39	.39	.39	.39	.39	.35	.39	.34	.39	.39	.39	.39	.39	.39	.39	.39	.39	.39
N	39	39	26	39	39	39	39	39	39	39	35	39	34	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
VMERC	.787**	.791**	.025	.768**	.766**	.918**	.920**	.926**	.740**	.105	.520**	.035	.575**	.783**	.412**	1	.626**	.081	.510**	.355**	.459**	.472**	.823**	
Correlación de Pearson	.000	.000	.406	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.771	.085	.850	.000	.944	.000	.000	.114	.035	.589	.000	.000	.000	.434	
Sig. (bilateral)	.43	.43	.28	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	.43	
N	43	43	28	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	
OGG	.268**	.261**	.024	.172	.169	.200**	.278**	.249**	.769**	.092	.050	.007	.267	.011	1	.412**	.255**	.012	.174**	.217**	.106	.115	.233	
Correlación de Pearson	.001	.002	.846	.073	.078	.037	.004	.006	.000	.311	.773	.964												

ANEXO VI.2 ANÁLISIS DE REGRESIÓN DE JUGADORES, SEGÚN PROCEDENCIA, Y BENEFICIO POR TRASPASO DE JUGADORES²⁴¹

Anexo VI.2.1 JUGADORES DE LA CANTERA Y BENEFICIO PROCEDENTE DEL TRASPASO DE JUGADORES

Variables introducidas/eliminadas^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	Jugadores cantera ^a	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: BTJU

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,012 ^a	,000	-,033	8156717,190943

a. Variables predictoras: (Constante), Jugadores cantera

b. Variable dependiente: BTJU

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	3,059E+11	1	3,06E+11	,005	,946 ^a
	Residual	1,996E+15	30	6,65E+13		
	Total	1,996E+15	31			

a. Variables predictoras: (Constante), Jugadores cantera

b. Variable dependiente: BTJU

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	6904944	2303403		2,998	,005
	Jugadores cantera	-20091,9	296289,7	-,012	-,068	,946

a. Variable dependiente: BTJU

²⁴¹ Se excluye el Atlético de Madrid de la muestra por su comportamiento anómalo.

Anexo VI.2.2 JUGADORES NACIONALES Y BENEFICIO PROCEDENTE DEL TRASPASO DE JUGADORES

Variables introducidas/eliminadas(b)

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	Jugadores nacionales(a)	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: BTJU

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,586 ^a	,343	,322	6609692,741

a. Variables predictoras: (Constante), Jugadores nacionales

b. Variable dependiente: BTJU

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	6,856E+14	1	6,86E+14	15,694	,000 ^a
	Residual	1,311E+15	30	4,37E+13		
	Total	1,996E+15	31			

a. Variables predictoras: (Constante), Jugadores nacionales

b. Variable dependiente: BTJU

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	2,3E+07	4176163		5,428	,000
	Jugadores nacionales	-861464	217457,6	-,586	-3,962	,000

a. Variable dependiente: BTJU

Anexo VI.2.3 JUGADORES EXTRANJEROS Y BENEFICIO PROCEDENTE DEL TRASPASO DE JUGADORES

Variables introducidas/eliminadas^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	Jugadores extranjeros o _a comunitarios	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: BTJU

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,629 ^a	,395	,375	6343900,196

a. Variables predictoras: (Constante), Jugadores extranjeros o comunitarios

b. Variable dependiente: BTJU

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	7,889E+14	1	7,89E+14	19,603	,000 ^a
	Residual	1,207E+15	30	4,02E+13		
	Total	1,996E+15	31			

a. Variables predictoras: (Constante), Jugadores extranjeros o comunitarios

b. Variable dependiente: BTJU

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	-3716224	2623200		-1,417	,167
	Jugadores extranjeros o comunitarios	1248995	282099,2	,629	4,428	,000

a. Variable dependiente: BTJU

ANEXO IX.1 TABLAS

Tabla A 9-1. Aspectos de tamaño del club relacionados con la afición

1ª División	Presupuesto 2001-2002 (miles euros)	Capacidad Estadio	nº de socios
Alavés	25.243	19.200	14.000
Athletic de Bilbao	38.122	40.000	33.400
Barcelona	154.220	98.600	103.000
Betis	24.040	52.500	30.000
Celta	35.460	31.800	21.800
Deportivo	59.765	35.600	25.000
Español	30.652	56.000	24.000
Las Palmas	21.636	20.300	18.200
Málaga	21.035	25.000	18.000
Mallorca	30.051	23.142	15.500
Osasuna	13.054	19.980	15.200
Rayo Vallecano	12.020	15.500	6.500
Real Madrid	577.945	75.000	66.000
Real Sociedad	24.040	32.000	27.000
Sevilla	17.718	45.500	28.000
Tenerife	15.025	24.000	13.000
Valencia	101.727	49.092	39.000
Valladolid	21.035	26.512	12.000
Villarreal	24.040	22.000	16.000
Zaragoza	29.750	34.596	24.500

Fuente: *www.lfp.es*. Elaboración propia

ANEXO IX.2 CÁLCULOS DE LOS ANÁLISIS DE REGRESIÓN

Anexo IX.2.1 ANÁLISIS UNIVARIANTE DE AFICIÓN Y VARIABLES SOCIOECONÓMICAS (PRINCIPALES RESULTADOS)

Variables introducidas/eliminadas^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	Pob. Provincia _a ajustada	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,886 ^a	,785	,778	7150,104

a. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	5,800E+09	1	5,80E+09	113,457	,000 ^a
	Residual	1,585E+09	31	51123992		
	Total	7,385E+09	32			

a. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Coefficientes^a

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	4784,136	1868,176		2,561	,016
	Pob. Provincia ajustada	,017	,002	,886	10,652	,000

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Diagnósticos por caso^a

Número de caso	Residuo típ.	Asistencia media estadio
50	-3,052	7935

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Estadísticos sobre los residuos^a

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típ.	N
Valor pronosticado	6314,28	70079,97	19623,45	13463,354	33
Residuo bruto	-21821,39	18754,14	,00	7037,497	33
Valor pronosticado típ.	-,989	3,748	,000	1,000	33
Residuo típ.	-3,052	2,623	,000	,984	33

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

VARIABLES INTRODUCIDAS/ELIMINADAS^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	Pob. Municipio ajustada	.	Introducir

- a. Todas las variables solicitadas introducidas
 b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

RESUMEN DEL MODELO^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,850 ^a	,722	,713	8140,895

- a. Variables predictoras: (Constante), Pob. Municipio ajustada
 b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	5,331E+09	1	5,33E+09	80,434	,000 ^a
	Residual	2,054E+09	31	66274178		
	Total	7,385E+09	32			

- a. Variables predictoras: (Constante), Pob. Municipio ajustada
 b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

COEFICIENTES^a

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	6745,339	2017,470		3,343	,002
	Pob. Municipio ajustada	,036	,004	,850	8,969	,000

- a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

ESTADÍSTICOS SOBRE LOS RESIDUOS^a

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típ.	N
Valor pronosticado	8004,35	68696,76	19623,45	12906,787	33
Residuo bruto	-11379,63	18731,64	,00	8012,684	33
Valor pronosticado típ.	-,900	3,802	,000	1,000	33
Residuo típ.	-1,398	2,301	,000	,984	33

- a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Variables introducidas/eliminadas^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	Cuota de mercado ^a ajustada	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,855 ^a	,732	,723	7993,967

a. Variables predictoras: (Constante), Cuota de mercado ajustada

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	5,404E+09	1	5,40E+09	84,568	,000 ^a
	Residual	1,981E+09	31	63903509		
	Total	7,385E+09	32			

a. Variables predictoras: (Constante), Cuota de mercado ajustada

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	7326,638	1929,899		3,796	,001
	Cuota de mercado ajustada	14,160	1,540	,855	9,196	,000

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Estadísticos sobre los residuos^a

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típ.	N
Valor pronosticado	8685,99	68327,57	19623,45	12995,451	33
Residuo bruto	-11038,41	19661,27	,00	7868,070	33
Valor pronosticado tip.	-,842	3,748	,000	1,000	33
Residuo tip.	-1,381	2,460	,000	,984	33

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Anexo IX.2.2 ANÁLISIS MULTIVARIANTE DE AFICIÓN Y VARIABLES SOCIOECONÓMICAS

Variables introducidas/eliminadas^a

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	Pob. Provincia ajustada	.	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar <= ,050, Prob. de F para salir >= ,100).

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,886 ^a	,785	,778	7150,104

a. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	5,800E+09	1	5,80E+09	113,457	,000 ^a
	Residual	1,585E+09	31	51123992		
	Total	7,385E+09	32			

a. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	4784,136	1868,176		2,561	,016
	Pob. Provincia ajustada	,017	,002	,886	10,652	,000

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Variables excluidas^b

Modelo	Beta dentro	t	Sig.	Correlación parcial	Estadísticos de colinealidad
					Tolerancia
1					
Índice actividad económica	,084 ^a	,826	,415	,149	,676
Pob. Municipio ajustada	,313 ^a	1,879	,070	,325	,230
varones municipio ajustado	,308 ^a	1,847	,075	,320	,231
Edad Media hombres	,109 ^a	1,268	,214	,226	,927
Tasa de paro registrado	-,010 ^a	-,112	,912	-,020	,966
Nivel económico	,077 ^a	,896	,377	,162	,936
Cuota de mercado ajustada	,317 ^a	1,781	,085	,309	,204
Índice Industrial	,100 ^a	1,000	,325	,180	,688
Índice comercial	,080 ^a	,771	,447	,139	,645
Índice de restauración y bares	,080 ^a	,804	,428	,145	,706
Índice turístico	,088 ^a	,886	,383	,160	,708

a. Variables predictoras en el modelo: (Constante), Pob. Provincia ajustada

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Diagnósticos por caso^c

Número de caso	Residuo tip.	Asistencia media estadio
50	-3,052	7935

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Estadísticos sobre los residuos^d

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típ.	N
Valor pronosticado	6314,28	70079,97	19623,45	13463,354	33
Residuo bruto	-21821,39	18754,14	,00	7037,497	33
Valor pronosticado tip.	-,989	3,748	,000	1,000	33
Residuo tip.	-3,052	2,623	,000	,984	33

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Anexo IX.2.3 ANÁLISIS UNIVARIANTE AFICIÓN Y CALIDAD DE LAS PLANTILLASVariables introducidas/eliminadas^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	(spd+dadaj) ^a	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,863 ^a	,745	,736	7922,705

a. Variables predictoras: (Constante), (spd+dada)

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	5,311E+09	1	5,31E+09	84,604	,000 ^a
	Residual	1,820E+09	29	62769258		
	Total	7,131E+09	30			

a. Variables predictoras: (Constante), (spd+dada)

b. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	7258,374	2010,951		3,609	,001
	(spd+dada)	,001	,000	,863	9,198	,000

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Estadísticos sobre los residuos[§]

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típ.	N
Valor pronosticado	8240,68	64236,73	20328,35	13304,789	31
Residuo bruto	-10914,35	20254,68	,00	7789,541	31
Valor pronosticado tip.	-,909	3,300	,000	1,000	31
Residuo tip.	-1,378	2,557	,000	,983	31

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Anexo IX.2.4 ANÁLISIS MULTIVARIANTE AFICIÓN Y RESULTADOS DEPORTIVOS

Variables introducidas/eliminadas[§]

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	PG	.	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar <= ,050, Prob. de F para salir >= ,100).
2	Partidos no ganados (PJ-PG)	.	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar <= ,050, Prob. de F para salir >= ,100).
3	-ln (n/43-n)	.	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar <= ,050, Prob. de F para salir >= ,100).

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Resumen del modelo^d

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,883 ^a	,780	,772	7176,253
2	,935 ^b	,874	,865	5519,316
3	,966 ^c	,932	,925	4113,316

- a. Variables predictoras: (Constante), PG
- b. Variables predictoras: (Constante), PG, Partidos no ganados (PJ-PG)
- c. Variables predictoras: (Constante), PG, Partidos no ganados (PJ-PG), -ln (n/43-n)
- d. Variable dependiente: Asistencia media estadio

ANOVA^d

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	5,466E+09	1	5,47E+09	106,131	,000 ^a
	Residual	1,545E+09	30	51498606		
	Total	7,011E+09	31			
2	Regresión	6,127E+09	2	3,06E+09	100,567	,000 ^b
	Residual	883422675	29	30462851		
	Total	7,011E+09	31			
3	Regresión	6,537E+09	3	2,18E+09	128,784	,000 ^c
	Residual	473742210	28	16919365		
	Total	7,011E+09	31			

- a. Variables predictoras: (Constante), PG
- b. Variables predictoras: (Constante), PG, Partidos no ganados (PJ-PG)
- c. Variables predictoras: (Constante), PG, Partidos no ganados (PJ-PG), -ln (n/43-n)
- d. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	5825,136	1803,258		3,230	,003
	PG	35,175	3,414	,883	10,302	,000
2	(Constante)	9789,785	1627,055		6,017	,000
	PG	59,683	5,878	1,498	10,153	,000
	Partidos no ganados (PJ-PG)	-23,513	5,046	-,688	-4,660	,000
3	(Constante)	11736,952	1275,509		9,202	,000
	PG	55,108	4,479	1,383	12,305	,000
	Partidos no ganados (PJ-PG)	-25,816	3,789	-,755	-6,813	,000
	-ln (n/43-n)	2866,577	582,550	,300	4,921	,000

- a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

VARIABLES EXCLUIDAS^d

Modelo		Beta dentro	t	Sig.	Correlación parcial	Estadísticos de colinealidad
						Tolerancia
1	Puntos Acumulados	,189 ^a	1,836	,077	,323	,639
	Índice compuesto	,434 ^a	4,062	,000	,602	,424
	-ln (n/43-n)	,249 ^a	2,566	,016	,430	,659
	Diferencia de goles (gf-gc)	,453 ^a	4,439	,000	,636	,435
	Partidos no ganados (PJ-PG)	-,688 ^a	-4,660	,000	-,654	,200
2	Puntos Acumulados	,274 ^b	4,035	,000	,606	,615
	Índice compuesto	,343 ^b	4,094	,000	,612	,402
	-ln (n/43-n)	,300 ^b	4,921	,000	,681	,649
	Diferencia de goles (gf-gc)	-,230 ^b	-,379	,708	-,071	,012
3	Puntos Acumulados	,010 ^c	,075	,940	,015	,135
	Índice compuesto	,050 ^c	,315	,755	,061	,100
	Diferencia de goles (gf-gc)	-,006 ^c	-,012	,990	-,002	,012

a. Variables predictoras en el modelo: (Constante), PG

b. Variables predictoras en el modelo: (Constante), PG, Partidos no ganados (PJ-PG)

c. Variables predictoras en el modelo: (Constante), PG, Partidos no ganados (PJ-PG), -ln (n/43-n)

d. Variable dependiente: Asistencia media estadio

DIAGNÓSTICOS POR CASO^e

Número de caso	Residuo tip.	Asistencia media estadio
74	3,106	27526

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

ESTADÍSTICOS SOBRE LOS RESIDUOS^f

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típ.	N
Valor pronosticado	2848,31	62278,24	19027,81	14521,202	32
Residuo bruto	-6645,48	12774,54	,00	3909,221	32
Valor pronosticado tip.	-1,114	2,978	,000	1,000	32
Residuo tip.	-1,616	3,106	,000	,950	32

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Anexo IX.2.5 MODELO CONJUNTO DE EXPLICACIÓN DE LA ASISTENCIA**Variables introducidas/eliminadas^a**

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	Pob. Provincia ajustada	.	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar \leq ,050, Prob. de F para salir \geq ,100).
2	Puntos Acumulados	.	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar \leq ,050, Prob. de F para salir \geq ,100).
3	Diferencia de goles (gf-gc)	.	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar \leq ,050, Prob. de F para salir \geq ,100).
4	PG	.	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar \leq ,050, Prob. de F para salir \geq ,100).

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,906 ^a	,822	,815	6573,856
2	,952 ^b	,907	,900	4844,342
3	,973 ^c	,947	,941	3723,088
4	,978 ^d	,956	,949	3455,407

a. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada

b. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada, Puntos Acumulados

c. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada, Puntos Acumulados, Diferencia de goles (gf-gc)

d. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada, Puntos Acumulados, Diferencia de goles (gf-gc), PG

e. Variable dependiente: Asistencia media estadio

ANOVA^e

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	5,573E+09	1	5,57E+09	128,950	,000 ^a
	Residual	1,210E+09	28	43215582		
	Total	6,783E+09	29			
2	Regresión	6,149E+09	2	3,07E+09	131,011	,000 ^b
	Residual	633626472	27	23467647		
	Total	6,783E+09	29			
3	Regresión	6,422E+09	3	2,14E+09	154,440	,000 ^c
	Residual	360395913	26	13861381		
	Total	6,783E+09	29			
4	Regresión	6,484E+09	4	1,62E+09	135,768	,000 ^d
	Residual	298496021	25	11939841		
	Total	6,783E+09	29			

- a. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada
- b. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada, Puntos Acumulados
- c. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada, Puntos Acumulados, Diferencia de goles (gf-gc)
- d. Variables predictoras: (Constante), Pob. Provincia ajustada, Puntos Acumulados, Diferencia de goles (gf-gc), PG
- e. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	4026,625	1830,185		2,200	,036
	Pob. Provincia ajustada	,017	,001	,906	11,356	,000
2	(Constante)	-7440,318	2678,132		-2,778	,010
	Pob. Provincia ajustada	,014	,001	,761	11,575	,000
	Puntos Acumulados	143,536	28,962	,326	4,956	,000
3	(Constante)	-3453,570	2245,612		-1,538	,136
	Pob. Provincia ajustada	,008	,002	,427	4,713	,000
	Puntos Acumulados	150,801	22,319	,342	6,757	,000
	Diferencia de goles (gf-gc)	9,848	2,218	,384	4,440	,000
4	(Constante)	-2591,179	2118,294		-1,223	,233
	Pob. Provincia ajustada	,007	,002	,386	4,487	,000
	Puntos Acumulados	120,882	24,531	,274	4,928	,000
	Diferencia de goles (gf-gc)	7,715	2,262	,301	3,411	,002
	PG	7,516	3,301	,186	2,277	,032

- a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Variables excluidas^e

Modelo		Beta dentro	t	Sig.	Correlación parcial	Estadísticos de colinealidad
						Tolerancia
1	Puntos Acumulados	,326 ^a	4,956	,000	,690	,801
	Índice compuesto	,425 ^a	4,908	,000	,687	,466
	PG	,449 ^a	4,885	,000	,685	,415
	-ln (n/43-n)	,303 ^a	4,105	,000	,620	,748
	Diferencia de goles (gf-gc)	,341 ^a	2,428	,022	,423	,275
	Partidos no ganados (PJ-PG)	,259 ^a	3,306	,003	,537	,765
	Pob. Municipio ajustada	,319 ^a	2,076	,047	,371	,241
	Cuota de mercado ajustada	,337 ^a	2,049	,050	,367	,212
	(spd+dadaj)	,444 ^a	3,913	,001	,602	,327
	ln (spd+dadaj)	,376 ^a	4,799	,000	,679	,580
	Partidos en 1 ^a	,331 ^a	3,968	,000	,607	,599
	2	Índice compuesto	,211 ^b	1,022	,316	,196	,081
PG		,301 ^b	3,415	,002	,556	,319
-ln (n/43-n)		-,031 ^b	-,181	,857	-,036	,124
Diferencia de goles (gf-gc)		,384 ^b	4,440	,000	,657	,274
Partidos no ganados (PJ-PG)		,115 ^b	1,477	,152	,278	,549
Pob. Municipio ajustada		,226 ^b	1,951	,062	,357	,234
Cuota de mercado ajustada		,236 ^b	1,906	,068	,350	,206
(spd+dadaj)		,252 ^b	2,285	,031	,409	,245
ln (spd+dadaj)		,203 ^b	1,782	,087	,330	,248
Partidos en 1 ^a		,185 ^b	2,225	,035	,400	,436
3	Índice compuesto	-,106 ^c	-,598	,555	-,119	,066
	PG	,186 ^c	2,277	,032	,414	,264
	-ln (n/43-n)	,076 ^c	,572	,572	,114	,120
	Partidos no ganados (PJ-PG)	,124 ^c	2,170	,040	,398	,549
	Pob. Municipio ajustada	,010 ^c	,087	,932	,017	,169
	Cuota de mercado ajustada	-,021 ^c	-,169	,867	-,034	,140
	(spd+dadaj)	,089 ^c	,863	,396	,170	,196
	ln (spd+dadaj)	,175 ^c	2,037	,052	,377	,246
	Partidos en 1 ^a	,143 ^c	2,213	,036	,405	,426
4	Índice compuesto	-,071 ^d	-,427	,673	-,087	,066
	-ln (n/43-n)	,118 ^d	,961	,346	,193	,118
	Partidos no ganados (PJ-PG)	-,401 ^d	-,733	,470	-,148	,006
	Pob. Municipio ajustada	-,003 ^d	-,026	,980	-,005	,168
	Cuota de mercado ajustada	-,034 ^d	-,298	,768	-,061	,140
	(spd+dadaj)	,046 ^d	,466	,645	,095	,188
	ln (spd+dadaj)	,113 ^d	1,215	,236	,241	,200
	Partidos en 1 ^a	-,730 ^d	-,733	,470	-,148	,002

a. Variables predictoras en el modelo: (Constante), Pob. Provincia ajustada

b. Variables predictoras en el modelo: (Constante), Pob. Provincia ajustada, Puntos Acumulados

c. Variables predictoras en el modelo: (Constante), Pob. Provincia ajustada, Puntos Acumulados, Diferencia de goles (gf-gc)

d. Variables predictoras en el modelo: (Constante), Pob. Provincia ajustada, Puntos Acumulados, Diferencia de goles (gf-gc), PG

e. Variable dependiente: Asistencia media estadio

Estadísticos sobre los residuos^a

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típ.	N
Valor pronosticado	4068,84	65294,64	19076,19	14695,467	32
Residuo bruto	-6213,25	7389,58	-48,37	3161,954	32
Valor pronosticado tip.	-1,046	3,048	-,043	,983	32
Residuo tip.	-1,798	2,139	-,014	,915	32

a. Variable dependiente: Asistencia media estadio

ANEXO X.1 TABLAS

Tabla A 10-1. Fecha de presentación de los estados financieros

Club	Fecha presentación
Manchester Utd.	oct-00
Chelsea	oct-00
Leeds Utd.	jun-00
Aston Villa	may-00
Sunderland	oct-00
Leicester City	nov-00
Tottenham Hotspur	oct-00
Newcastle Utd.	oct-00
Southampton	oct-00
Charlton Athletic	nov-00
Birmingham City	dic-00
Bolton Wanderers	nov-00
Sheffield Utd.	oct-00
West Bromwich Albion	oct-00
Millwall	may-01
Preston North End	feb-01

Fuente: elaboración propia.

Tabla A 10-2. Muestra clubes españoles temporada 99/00

CLUB	DIVISIÓN
Alavés	1
Albacete	0
Athlet. Bilbao	1
Atlet. Madrid	1
Barcelona	1
CD Tenerife	0
Celta Vigo	1
Compostela	0
Córdoba	0
Depor Coruña	1
Elche	0
Espanyol	1
Getafe	0
Leganés	0
Levante	0
Málaga	1
Mallorca	1
Numancia	1
Racing Club	1
Rayo Vallecano	1
Real Madrid	1
Real Oviedo	1
Real Sociedad	1
Real Valladolid	1
Recreativo Huelva	0
Sevilla	1
Sport. Gijón	0
U.D. Las Palmas	0
U.D. Salamanca	0
Valencia	1
Villareal	0
Zaragoza	1

*Nota: "1" Primera División;
"0" Segunda División*

Fuente: Elaboración propia

Tabla A 10-3. Ordenación clubes españoles según el I_i

CLUB	I_i
Real Madrid	100,00
Barcelona	97,26
Valencia	88,87
Atlet. Madrid	83,05
Depor Coruña	78,41
Athlet. Bilbao	74,42
Celta Vigo	71,71
Málaga	67,01
Mallorca	66,73
Espanyol	66,69
Zaragoza	66,37
Real Sociedad	64,94
Sevilla	63,75
Alavés	58,43
Real Oviedo	57,74
Racing Club	57,05
Real Valladolid	56,11
CD Tenerife	55,29
U.D. Las Palmas	54,60
Rayo Vallecano	49,69
Villareal	46,27
Numancia	43,47
Sport. Gijón	43,10
U.D. Salamanca	39,23
Córdoba	32,89
Albacete	30,37
Levante	21,95
Recreativo Huelva	19,83
Compostela	8,76
Getafe	7,63
Leganés	0,00

Fuente: elaboración propia

Tabla A 10-4. Resultados de la regresión entre el índice de flujo de caja operativo y del factor del valor económico en los equipos ingleses.

Independiente: I_i									
Dependiente	Mth	Rsq	d.f.	F	Sigf	b0	b1	b2	b3
IFC^*_i	LIN	0,779	13	45,72	0,000	-3,2702	0,9169		
IFC^*_i	QUA	0,822	12	27,66	0,000	15,9051	-0,056	0,0091	
IFC^*_i	CUB	0,834	11	18,41	0,000	30,3436	-1,303	0,0362	-0,0002
IFC^*_i	COM	0,662	13	25,44	0,000	9,5615	1,0248		
IFC^*_i	GRO	0,662	13	25,44	0,000	2,2577	0,0245		
IFC^*_i	EXP	0,662	13	25,44	0,000	9,5615	0,0245		
IFC^*_i	LGS	0,662	13	25,44	0,000	0,1046	0,9758		

Fuente: elaboración propia

ANEXO X.2 METODOLOGÍA DE CONSTRUCCIÓN DE UN ÍNDICE DE VALORACIÓN DE UNA VARIABLE ECONÓMICA CON UNA FUNCIÓN DE DISTRIBUCIÓN DESCONOCIDA

Sea FCF la variable aleatoria que representa el flujo de caja libre –extensible a cualquier otra variable económica–, con una función de distribución desconocida $F(fcf, \theta)$ dependiendo de un parámetro θ n-dimensional desconocido.

Sabemos que mediante la transformación $y=F(FCF)$ la variable aleatoria y sigue una distribución uniforme en el $[0, 1]$. Una vez que la variable está definida en ese intervalo, multiplicando por 100 obtenemos un índice porcentual.

Dado que los parámetros son desconocidos, se pueden eliminar los que se relacionan con los momentos de primer y segundo orden si tipificamos la variable. Sea z_{FCF} la variable tipificada según la expresión:

$$(92) \quad z_{FCF} = \frac{FCF - E(FCF)}{\sigma_{FCF}}$$

Por otro lado, sabemos que una distribución uniforme en el $(0, 1)$ verifica que su forma de distribución es:

$$(93) \quad F(FCF) = FCF \quad \forall FCF \in (0, 1)$$

Por tanto, si la variable está tipificada, se hallará comprendida entre dos valores (θ_1, θ_2) donde $\theta_1 < 0 < \theta_2$. Ambos coincidirán si la variable aleatoria FCF es simétrica. En cualquier otro caso serán distintos. Esto implica que la variable obtenida, nunca estará comprendida entre $(0, 1)$. Por lo que será necesaria una transformación para ajustarla a dicho intervalo. Este proceso lo estructuramos en tres fases:

- a. trasladar la variable para que sea positiva,
- b. transformar la variable para que sea uniforme, y
- c. transformar la uniforme para que esté entre $(0, 1)$.

El primer paso nos asegura que el soporte de la distribución sea siempre positivo. Para esto, sumamos $-\theta_1$, y, de esta forma, se facilita la transformación de la variable aleatoria:

$$(94) \quad v_{FCF} = z_{FCF} - \theta_1 \in (0, \theta_2 - \theta_1)$$

denominamos:

$$(95) \quad \theta' = \theta_2 - \theta_1$$

Para asegurar que su distribución sea uniforme, debe verificar que la función de distribución sea lineal. Para esto, en primer lugar necesitamos ordenar los datos de menor a mayor. Luego, buscamos la transformación de v_{FCF} que la haga lineal, mediante el uso de las funciones potencia de Tukey (Tukey, 1977):

$$(96) \quad x^p = \begin{cases} x^p & \text{si } p > 0 \\ \ln x & \text{si } p = 0 \\ -x^{-p} & \text{si } p < 0 \end{cases}$$

Sea t la variable que medirá las observaciones una vez ordenadas. Elegimos el p que:

$$(97) \quad \max_p \left[\text{cor}(v_{\text{FCF}}^p, t) \right]^2$$

Una vez elegido p podemos asegurar que la variable transformada s

$$(98) \quad s_{\text{FCF}} = v_{\text{FCF}}^p$$

es cuasilineal, pero a causa de la transformación puede ocurrir que obtengamos nuevamente valores negativos. Elegimos entonces la transformación que convierte una uniforme cualquiera en una uniforme $(0, 1)$,

Para convertirla en una distribución uniforme en el $(0,1)$ tomamos

$$(99) \quad u_{\text{FCF}} = \frac{s_{\text{FCF}} - \min(s)}{\max(s) - \min(s)}$$

Los parámetros máximo y mínimo los estimamos directamente de la muestra. Multiplicando por 100 habremos elaborado un índice.

ANEXO X.3 EFECTOS DE LOS INGRESOS, RESULTADOS DEPORTIVOS Y AFICIÓN SOBRE EL FCF EN LOS EQUIPOS INGLESES

Variables introducidas/eliminadas

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	INGTOT	.	Por pasos (criterio: Prob. de F para entrar \leq ,050, Prob. de F para salir \geq ,100).

a. Variable dependiente: fcf en euros

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,916 ^a	,840	,827	7686,16765

a. Variables predictoras: (Constante), INGTOT

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	4,025E+09	1	4,03E+09	68,138	,000 ^a
	Residual	768003251	13	59077173		
	Total	4,793E+09	14			

a. Variables predictoras: (Constante), INGTOT

b. Variable dependiente: fcf en euros

Coefficientes^a

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.	Estadísticos de colinealidad	
		B	Error típ.	Beta			Tolerancia	FIV
1	(Constante)	-7994,011	2818,284		-2,836	,014		
	INGTOT	,290	,035	,916	8,255	,000	1,000	1,000

a. Variable dependiente: fcf en euros

Variables excluidas^b

Modelo		Beta dentro	t	Sig.	Correlación parcial	Estadísticos de colinealidad		
						Tolerancia	FIV	Tolerancia mínima
1	Asistencia media	,140 ^a	,641	,533	,182	,272	3,678	,272
	ln(clas/68-clasi)	-,014 ^a	-,060	,953	-,017	,242	4,136	,242

a. Variables predictoras en el modelo: (Constante), INGTOT

b. Variable dependiente: fcf en euros

ANEXO X.4 ANÁLISIS DE TRAYECTORIAS: CALIDAD DE LA PLANTILLA, RESULTADOS DEPORTIVOS, AFICIÓN E INGRESOS DEPORTIVOS

Variables introducidas/eliminadas^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	LNASIS ^a	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: LNIDEP

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,747 ^a	,558	,543	,87339

a. Variables predictoras: (Constante), LNASIS

b. Variable dependiente: LNIDEP

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	29,823	1	29,823	39,096	,000 ^a
	Residual	23,647	31	,763		
	Total	53,470	32			

a. Variables predictoras: (Constante), LNASIS

b. Variable dependiente: LNIDEP

Coeficientes^a

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	4,386	1,829		2,398	,023
	LNASIS	1,187	,190	,747	6,253	,000

a. Variable dependiente: LNIDEP

Diagnósticos por caso^a

Número de caso	Residuo típ.	LNIDEP
103	-4,260	13,21

a. Variable dependiente: LNIDEP

Estadísticos sobre los residuos^a

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típ.	N
Valor pronosticado	13,1959	17,5536	15,7807	,96538	33
Residuo bruto	-3,7208	,8684	,0000	,85964	33
Valor pronosticado típ.	-2,678	1,836	,000	1,000	33
Residuo típ.	-4,260	,994	,000	,984	33

a. Variable dependiente: LNIDEP

Variables introducidas/eliminadas^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	LNINDIC ^a	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: RESINAF

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,361 ^a	,130	,102	,81457734

a. Variables predictoras: (Constante), LNINDIC

b. Variable dependiente: RESINAF

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	3,078	1	3,078	4,638	,039 ^a
	Residual	20,570	31	,664		
	Total	23,647	32			

a. Variables predictoras: (Constante), LNINDIC

b. Variable dependiente: RESINAF

Coefficientes^a

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	-3,521	1,641		-2,146	,040
	LNINDIC	,661	,307	,361	2,154	,039

a. Variable dependiente: RESINAF

Diagnósticos por caso^a

Número de caso	Residuo típ.	RESINAF
103	-4,685	-3,72079

a. Variable dependiente: RESINAF

Estadísticos sobre los residuos^a

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típ.	N
Valor pronosticado	-,5022528	,5877590	,0000000	,31011707	33
Residuo bruto	-3,81618	1,2121933	,0000000	,80174855	33
Valor pronosticado típ.	-1,620	1,895	,000	1,000	33
Residuo típ.	-4,685	1,488	,000	,984	33

a. Variable dependiente: RESINAF

Variables introducidas/eliminadas^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	LNINDIC ^a	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: LNASIS

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,799 ^a	,638	,626	,49720

a. Variables predictoras: (Constante), LNINDIC

b. Variable dependiente: LNASIS

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	13,492	1	13,492	54,577	,000 ^a
	Residual	7,663	31	,247		
	Total	21,155	32			

a. Variables predictoras: (Constante), LNINDIC

b. Variable dependiente: LNASIS

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	2,225	1,002		2,222	,034
	LNINDIC	1,385	,187	,799	7,388	,000

a. Variable dependiente: LNASIS

Estadísticos sobre los residuos^a

	Mínimo	Máximo	Media	Desviación típ.	N
Valor pronosticado	8,5454	10,8277	9,5970	,64932	33
Residuo bruto	-1,4111	,7664	,0000	,48937	33
Valor pronosticado típ.	-1,620	1,895	,000	1,000	33
Residuo típ.	-2,838	1,542	,000	,984	33

a. Variable dependiente: LNASIS

Variables introducidas/eliminadas^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	In gastos personal total		Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: LNINDIC

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,668 ^a	,446	,429	,64936

a. Variables predictoras: (Constante), In gastos personal total

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	10,871	1	10,871	25,780	,000 ^a
	Residual	13,494	32	,422		
	Total	24,364	33			

a. Variables predictoras: (Constante), In gastos personal total

b. Variable dependiente: LNINDIC

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	-3,416	1,700		-2,009	,053
	In gastos personal total	,529	,104	,668	5,077	,000

a. Variable dependiente: LNINDIC

Variables introducidas/eliminadas^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	In gastos personal total	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: RESAFRD

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,246 ^a	,060	,030	,48196772

a. Variables predictoras: (Constante), In gastos personal total

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	,462	1	,462	1,990	,168 ^a
	Residual	7,201	31	,232		
	Total	7,663	32			

a. Variables predictoras: (Constante), In gastos personal total

b. Variable dependiente: RESAFRD

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	-1,843	1,309		-1,408	,169
	In gastos personal total	,113	,080	,246	1,411	,168

a. Variable dependiente: RESAFRD

VARIABLES INTRODUCIDAS/ELIMINADAS^b

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	In gastos personal total	.	Introducir

a. Todas las variables solicitadas introducidas

b. Variable dependiente: RESRESRD

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,046 ^a	,002	-,030	,81372896

a. Variables predictoras: (Constante), In gastos personal total

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	,043	1	,043	,065	,801 ^a
	Residual	20,527	31	,662		
	Total	20,570	32			

a. Variables predictoras: (Constante), In gastos personal total

b. Variable dependiente: RESRESRD

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	,561	2,211		,254	,801
	In gastos personal total	-,034	,135	-,046	-,254	,801

a. Variable dependiente: RESRESRD

ANEXO X.5 ANÁLISIS FACTORIAL PARA DETERMINAR EL FACTOR DE VALOR ECONÓMICO DE LOS CLUBES ESPAÑOLES

Comunalidades

	Inicial	Extracción
LNINDIC	1,000	,813
LNINGCOM	1,000	,826
LNDTV	1,000	,790
LNPUB	1,000	,810
LNIASP	1,000	,902
In población provincia ajustada	1,000	,740
LNASIS	1,000	,893
In gastos personal total	1,000	,902
LNDAJ	1,000	,644

Método de extracción: Análisis de Componentes principales.

Varianza total explicada

Componente	Autovalores iniciales			Sumas de las saturaciones al cuadrado de la extracción		
	Total	% de la varianza	% acumulado	Total	% de la varianza	% acumulado
1	7,321	81,343	81,343	7,321	81,343	81,343
2	,585	6,499	87,842			
3	,370	4,106	91,948			
4	,256	2,848	94,796			
5	,176	1,959	96,756			
6	,144	1,595	98,351			
7	,072	,800	99,151			
8	,052	,573	99,724			
9	,025	,276	100,000			

Método de extracción: Análisis de Componentes principales.

Matriz de componentes^a

	Componente
	1
LNINDIC	,902
LNINGCOM	,909
LNDTV	,889
LNPUB	,900
LNIASP	,950
In población provincia ajustada	,860
LNASIS	,945
In gastos personal total	,950
LNDAJ	,802

Método de extracción: Análisis de componentes principales.

a. 1 componentes extraídos

Matriz de coeficientes para el cálculo de las puntuaciones en las componentes

	Componente
	1
LNINDIC	,123
LNINGCOM	,124
LNDTV	,121
LNPUB	,123
LNIASP	,130
In población provincia ajustada	,118
LNASIS	,129
In gastos personal total	,130
LND AJ	,110

Método de extracción: Análisis de componentes principales.

Puntuaciones de componentes.

Matriz de covarianza de las puntuaciones de las componentes

Componente	1
1	1,000

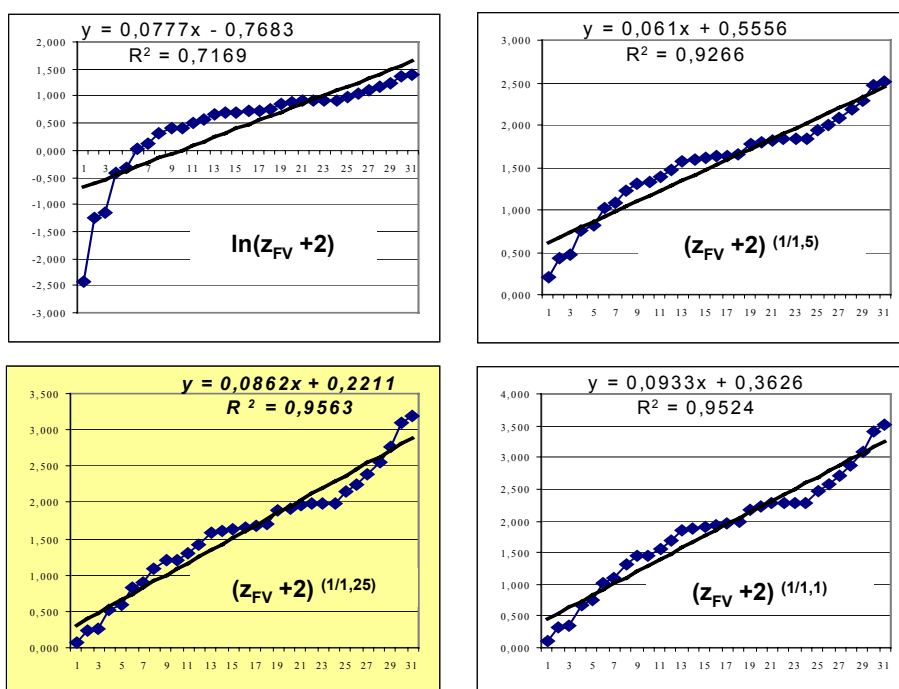
Método de extracción: Análisis de componentes principales.

Puntuaciones de componentes.

ANEXO X.6 DETERMINACIÓN DE LA FORMA FUNCIONAL DEL FACTOR DE VALOR ECONÓMICO PARA LOS EQUIPOS ESPAÑOLES

	Z_{FV}	$Z_{FV} + 2$	$(Z_{FV} + 2)^{0.5}$	$\ln(Z_{FV} + 2)$	$(Z_{FV} + 2)^{(1/1.5)}$	$(Z_{FV} + 2)^{(1/1.25)}$	$(Z_{FV} + 2)^{(1/1.1)}$
Leganés	-1,911	0,089	0,299	-2,415	0,200	0,071	0,111
Getafe	-1,716	0,284	0,532	-1,260	0,432	0,227	0,318
Compostela	-1,685	0,315	0,562	-1,154	0,463	0,252	0,350
Recreativo Huelva	-1,341	0,659	0,812	-0,417	0,757	0,527	0,684
Levante	-1,270	0,730	0,854	-0,315	0,811	0,584	0,751
Albacete	-0,975	1,025	1,013	0,025	1,017	0,820	1,023
Córdoba	-0,883	1,117	1,057	0,111	1,077	0,894	1,106
U.D. Salamanca	-0,644	1,356	1,164	0,304	1,225	1,085	1,319
Sport. Gijón	-0,495	1,505	1,227	0,409	1,314	1,204	1,451
Numancia	-0,480	1,520	1,233	0,419	1,322	1,216	1,463
Villareal	-0,370	1,630	1,277	0,489	1,385	1,304	1,559
Rayo Vallecano	-0,233	1,767	1,329	0,569	1,462	1,414	1,678
U.D. Las Palmas	-0,032	1,968	1,403	0,677	1,570	1,574	1,850
CD Tenerife	-0,004	1,996	1,413	0,691	1,586	1,597	1,875
Real Valladolid	0,030	2,030	1,425	0,708	1,603	1,624	1,904
Racing Club	0,069	2,069	1,439	0,727	1,624	1,655	1,937
Real Oviedo	0,098	2,098	1,449	0,741	1,639	1,679	1,961
Alavés	0,127	2,127	1,458	0,755	1,654	1,702	1,986
Sevilla	0,352	2,352	1,534	0,855	1,769	1,882	2,176
Real Sociedad	0,403	2,403	1,550	0,877	1,794	1,923	2,219
Zaragoza	0,465	2,465	1,570	0,902	1,825	1,972	2,271
Espanyol	0,479	2,479	1,574	0,908	1,831	1,983	2,282
Mallorca	0,480	2,480	1,575	0,908	1,832	1,984	2,284
Málaga	0,493	2,493	1,579	0,913	1,838	1,994	2,294
Celta Vigo	0,697	2,697	1,642	0,992	1,938	2,158	2,465
Athlet. Bilbao	0,817	2,817	1,678	1,036	1,995	2,254	2,564
Deport. Coruña	0,995	2,995	1,731	1,097	2,078	2,396	2,710
Athlet. Madrid	1,205	3,205	1,790	1,165	2,174	2,564	2,883
Valencia	1,471	3,471	1,863	1,245	2,293	2,777	3,100
Barcelona	1,863	3,863	1,965	1,351	2,462	3,090	3,416
Real Madrid	1,993	3,993	1,998	1,385	2,517	3,194	3,521

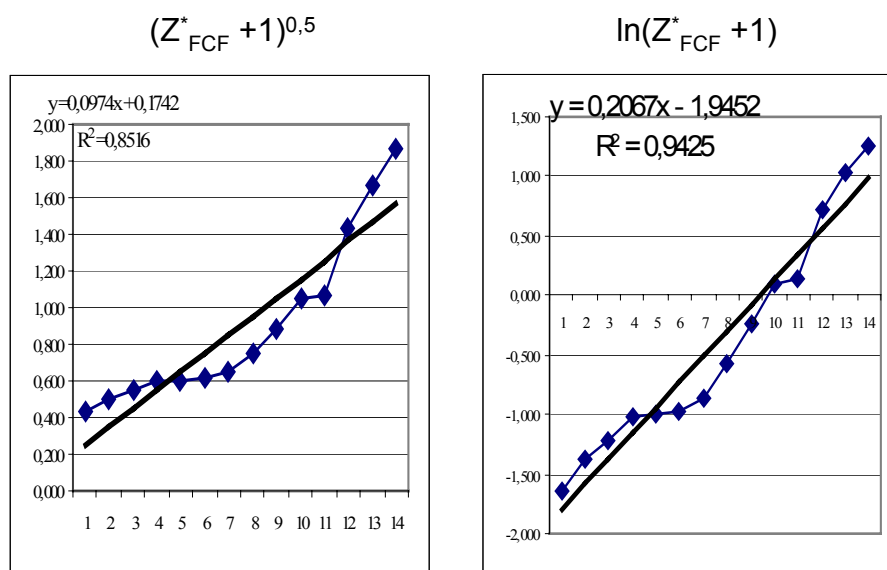
Ilustración A.10-1. Ajuste de la forma funcional del factor de valor económico en los equipos españoles



ANEXO X.7 DETERMINACIÓN DE LA FORMA FUNCIONAL DE LOS FLUJOS DE CAJA PARA LOS EQUIPOS INGLESES

Club	Z_{FCF}^*	$Z_{FCF}^* + 1$	$(Z_{FCF}^* + 1)^{0,5}$	$\ln(Z_{FCF}^* + 1)$
Preston North End	-0,807	0,193	0,439	-1,644
Sheffield Utd.	-0,746	0,254	0,504	-1,371
Birmingham City	-0,706	0,294	0,543	-1,223
Charlton Athletic	-0,642	0,358	0,599	-1,026
Millwall	-0,634	0,366	0,605	-1,004
West Bromwich Albion	-0,620	0,380	0,617	-0,967
Bolton Wanderers	-0,577	0,423	0,650	-0,860
Southampton	-0,435	0,565	0,752	-0,571
Newcastle Utd.	-0,205	0,795	0,892	-0,230
Aston Villa	0,092	1,092	1,045	0,088
Tottenham Hotspur	0,153	1,153	1,074	0,142
Sunderland	1,036	2,036	1,427	0,711
Chelsea	1,775	2,775	1,666	1,021
Manchester Utd.	2,499	3,499	1,870	1,252

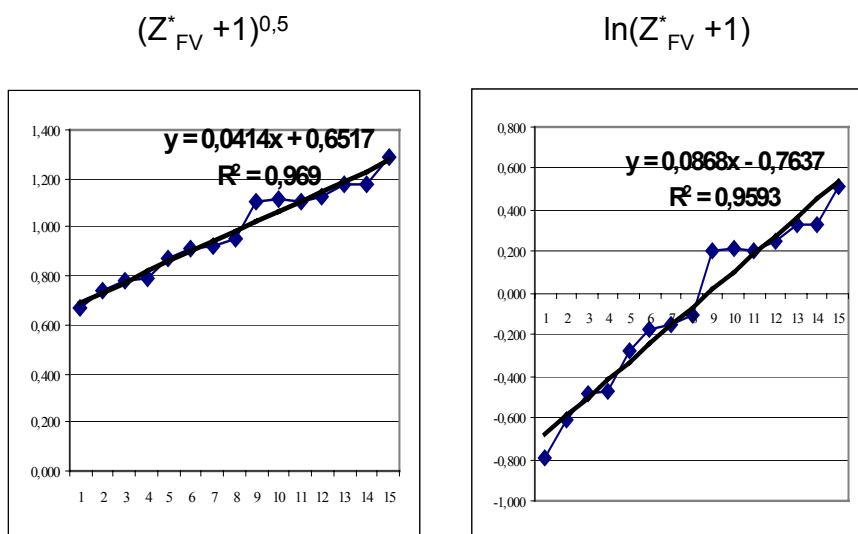
Ilustración A.10-2. Ajuste de la forma funcional de los flujos de caja



ANEXO X.8 DETERMINACIÓN DE LA FORMA FUNCIONAL DEL FACTOR DE VALOR ECONÓMICO PARA LOS EQUIPOS INGLESES

club	Z_{FV}^*	$Z_{FV}^* + 1$	$(Z_{FV}^* + 1)^{0,5}$	$\ln(Z_{FV}^* + 1)$
Millwall	-0,547	0,453	0,673	-0,792
Preston North End	-0,456	0,544	0,738	-0,608
Sheffield Utd.	-0,386	0,614	0,784	-0,487
West Bromwich Albion	-0,377	0,623	0,789	-0,474
Bolton Wanderers	-0,244	0,756	0,869	-0,280
Birmingham City	-0,164	0,836	0,914	-0,179
Charlton Athletic	-0,143	0,857	0,926	-0,154
Southampton	-0,099	0,901	0,949	-0,104
Newcastle Utd.	0,228	1,228	1,108	0,206
Tottenham Hotspur	0,235	1,235	1,111	0,211
Aston Villa	0,228	1,228	1,108	0,205
Sunderland	0,278	1,278	1,130	0,245
Chelsea	0,390	1,390	1,179	0,329
Leeds Utd.	0,394	1,394	1,181	0,332
Manchester Utd.	0,663	1,663	1,290	0,509

Ilustración A.10-3. Ajuste de la forma funcional del factor de valor económico en los equipos ingleses



ANEXO X.9 CÁLCULOS PARA LA ESTIMACIÓN DEL ÍNDICE DE LOS FLUJOS DE CAJA (IFC^*_I) EN FUNCIÓN DEL ÍNDICE DEL FACTOR (I^*_I)

VARIABLES INTRODUCIDAS/ELIMINADAS^a

Modelo	Variables introducidas	Variables eliminadas	Método
1	Índice ^a del factor	.	Introducir

- a. Todas las variables solicitadas introducidas
- b. Variable dependiente: Índice del fcf

Resumen del modelo^b

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	,882 ^a	,779	,762	14,19225

- a. Variables predictoras: (Constante), índice del factor
- b. Variable dependiente: Índice del fcf

ANOVA^b

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	9208,934	1	9208,934	45,720	,000 ^a
	Residual	2618,460	13	201,420		
	Total	11827,394	14			

a. Variables predictoras: (Constante), índice del factor

b. Variable dependiente: Índice del fcf

Coeficientes^a

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error típ.	Beta		
1	(Constante)	-3,270	8,250		-,396	,698
	índice del factor	,9169	,136	,882	6,762	,000

a. Variable dependiente: Índice del fcf

El R² del factor es ligeramente inferior al que salía con el ingreso sólo, pero dado que las diferencias a penas son importantes (0,84 y 0,779) y que desde el punto de vista conceptual hemos demostrado que todas las variables incluidas en el factor explican una parte de los flujos de caja libre, el uso de este factor nos parece una medida más coherente con el modelo.

ANEXO X.10 ESTIMACIÓN DEL VALOR DE LOS CLUBES DE FÚTBOL ESPAÑOLES DE LA MUESTRA A PARTIR DEL MODELO DESARROLLADO

Hemos aplicado el modelo de la tesis para determinar el valor de los clubes españoles de la muestra estudiada.

Partiendo del Flujo Neto de Caja esperado, determinamos el valor de los recursos propios de acuerdo a la siguiente expresión:

$$(100) \quad RRPP = \frac{FNC - D \times K_i(1 - t)}{K_e}$$

El coste de los recursos propios (k_e) se obtiene a partir de las betas cualitativas estimadas según se ha expuesto en el texto. En cuanto al coste de la deuda (k_i), después de comprobar que, a partir de datos contables, obteníamos valores muy extraños (ya fuera empleando la deuda con entidades financieras o los acreedores a largo y corto plazo), hemos optado por emplear un coste de la deuda teórico a partir del euribor a un año más 2 puntos según los datos del Boletín Estadístico del Banco de España. Para aquellos clubes con beneficios hemos estimado el tipo impositivo efectivo del 35%.

Hemos hecho una estimación de la deuda financiera de cada club, a partir de los intereses devengados en el periodo y el coste de la deuda. El Valor del Club es la suma del valor de los recursos propios y de la deuda estimada.

Una segunda estimación se realiza tomando el valor contable de los Acreedores a Largo Plazo más los Acreedores a Corto Plazo. En general, este valor es más

elevado que el estimado a partir de los intereses devengados. En consecuencia, el valor de cada club será superior.

Tanto en un caso como en otro hemos supuesto que los Flujos de Caja Libre esperados se mantendrían constantes, en términos medios, a lo largo del tiempo.

Una vez, estimado el valor de la empresa, conociendo el Flujo Neto de Caja esperado, se halla el CMPC para cada club.

Tabla A 10-5 Valores estimados de los clubes españoles de la muestra con FCF esperado positivo, partiendo de datos de la temporada 99/00

Club	Ko	Flujo de caja esperado (miles €)	Valor estimado deuda financiera (miles €)	Valor de los RRPP (miles €)	Valor empresa (miles €)
Real Madrid CF	8,37%	40.887,32	180.893,14	307.765,83	488.658,97
Barcelona	9,15%	37.053,30	7.427,07	397.454,42	404.881,49
Valencia CF	8,95%	27.013,58	97.678,36	204.095,53	301.773,89
Atlético de Madrid	9,08%	21.313,88	86.848,99	147.935,78	234.784,77
Deportivo de La Coruña	9,91%	17.391,24	34.430,56	141.121,64	175.552,20
Athletic Club de Bilbao	9,49%	14.413,35	10.305,28	141.507,07	151.812,35
Celta de Vigo	10,26%	12.567,81	8.779,51	113.734,59	122.514,10
Mallorca	10,05%	9.530,23	24.831,09	69.956,16	94.787,25
Espanyol	10,32%	9.505,91	18.080,90	74.060,71	92.141,61
Zaragoza	10,25%	9.324,08	2.688,91	88.320,41	91.009,32
Málaga	11,87%	9.691,03	17,18	81.600,04	81.617,23
Sevilla FC	10,12%	7.902,43	23.237,46	54.841,92	78.079,38
Real Sociedad FC	11,14%	8.539,43	1.577,91	75.067,12	76.645,04
Real Valladolid CF	8,51%	4.312,85	10.720,75	39.959,28	50.680,03
Real Oviedo	10,30%	5.014,86	4.797,45	43.893,95	48.691,40
Alavés	11,02%	5.322,42	3.765,63	44.524,89	48.290,52
Racing Club Santander	9,79%	4.712,35	15.696,05	32.460,14	48.156,19
CD Tenerife	8,55%	3.971,56	14.314,57	32.141,34	46.455,91
UD Las Palmas	9,17%	3.687,07	9.222,82	30.966,99	40.189,81
Rayo Vallecano	10,24%	1.836,59	6.861,78	11.076,89	17.938,67
Villarreal CF	5,75%	689,04	12.393,12	-413,90	11.979,22
Sporting Gijón		-277,67	8.829,85		
Numancia		-170,46	6.883,48		
UD Salamanca		-1.348,19	4.014,82		
Córdoba CF		-2.868,75	3.101,57		
Albacete Balompié		-3.401,19	5.726,17		
Recreativo de Huelva		-5.261,64	3.072,03		
Levante UD		-4.930,83	2.831,38		
Compostela		-6.702,00	4.610,66		
Getafe CF		-6.824,94	570,72		
Leganés		-7.562,48	430,05		

Fuente: elaboración propia

Los resultados obtenidos parecen razonables. Hay que destacar que operaciones extraordinarias condujeron a una reducción drástica del endeudamiento del Real Madrid y un aporte de tesorería que pudo emplear en fortalecer notablemente su capacidad de generación de fondos lo que indudablemente se traduce en un aumento del valor de sus recursos propios.

El caso del Barcelona ha sido diferente. Las políticas seguidas en las últimas temporadas han supuesto grandes inversiones con pobres resultados. Su valor, al haber variado notablemente el éxito en su gestión económica y deportiva, se reduciría respecto al obtenido a partir de los datos de la temporada 99/00.

La estimación del valor de la empresa a partir de un solo ejercicio supone una limitación. Al mismo tiempo, el hecho de considerar que el comportamiento del club debe ser financieramente razonable, condiciona el valor estimado, de modo que cuanto peor gestionado esté un club, la diferencia entre el valor estimado por nuestro modelo y el valor aproximado del club con esa gestión, sería mayor (un ejemplo sería el del Real Oviedo). No obstante, en este trabajo se trata de presentar un modelo que oriente hacia el empleo de variables que ayuden a explicar una realidad como la de los clubes de fútbol.