

Valoración y salida a bolsa de las sociedades anónimas deportivas españolas. Análisis comparativo con el caso inglés

■ JORDI SÁNCHEZ MARTÍN

Licenciado en Ciencias de la Actividad Física y el Deporte.
Profesor de la Escuela Superior Johan Cruyff

■ Palabras clave

Club de fútbol, Bolsa de valores,
Financiación, Inversión, Rentabilidad

Resumen

La necesidad de grandes sumas de dinero por parte de las SAD (básicamente clubes de fútbol) conlleva que éstas se planteen el financiarse en la Bolsa de valores como una opción más para conseguir la liquidez necesaria que les permita realizar nuevas inversiones, tanto en jugadores como en

inmovilizado. Y los inversionistas parecen dispuestos a entregarles dinero a cambio de acciones, por considerar que el fútbol tiene un porvenir económico rentable y porque la participación en la Bolsa obliga a los clubes a efectuar un enorme cambio en sus estructuras financieras, haciendo que sus operaciones económicas sean más transparentes y estén sometidas a más controles.

Pero la rentabilidad de una SAD no está sólo vinculada a los tradicionales criterios racionales (económico-financieros), sino también a criterios "pasionales" (sentimientos de pertenencia a un grupo, valores intangibles, etc.) Esta circunstancia se refleja en una mayor prima de riesgo, de forma que la valoración en Bolsa de los clubes es inferior a la de cualquier otro sector con similares expectativas de beneficios, obligando a los clubes a diversificar este riesgo, sobretodo cuando las expectativas de beneficio se han corregido a la baja por la experiencia vivida en otros mercados donde ya cotizan estos valores.

están dispuestos a entregar a cambio de acciones, por considerar que el fútbol tiene un porvenir económico muy rentable. Así, financiarse en Bolsa se convierte en una opción más para conseguir la liquidez necesaria que les permita realizar nuevas inversiones, tanto en jugadores como en inmovilizado.

Como dice Gerardo Soria: "primero era simple ocio, más tarde se convirtió en deporte, luego le añadieron espectáculo, hasta que alguien dijo: ¡Aquí hay negocio!" (G. Soria, 1996)

El fútbol es, hoy por hoy, por encima de todo, un formidable negocio económico, que toma por base un hecho deportivo y que exige que, cada vez más, un club de fútbol deba gestionarse como una empresa.

Antecedentes

Fase inicial en el fútbol inglés

Aunque la primera incursión de un club de fútbol en el mercado de valores data de 1984, con el Tottenham Hotspurs, no es hasta 1990 cuando se suceden toda una serie de hechos que conducirán al gran cambio en Inglaterra. Con anterioridad, los inversionistas se habían distanciado del fútbol pues no confiaban en las personas que dirigían los clubes y, además, la parte financiera de los mismos no era rentable, ya que gastaban su dinero en la compra de jugadores, beneficiándose solamente muy pocos de ello. A esto se ha de añadir que el fútbol tenía una reputación pública sumamente deteriorada debido a los problemas de vandalismo (*hooligans*) y al estado de deterioro en el que se encontraban la mayoría de los estados del país.

■ Abstract

The need for the SAD (basically football clubs) for big amounts of money, means that they are considering obtaining that money from the stock market, as another option to attain the necessary liquidity that will allow them to realize new investments, in players as much as in fixed assets. And the investors seem disposed to give them the money, in exchange for the shares, because they consider that football has a profitable future, and also because the participation in the stock market would force them to carry out a enormous change in their financial structure, making their money operations more transparent hence having to be submitted to more controls.

But the profitability of a SAD is not only linked to the traditional "rational criterion" (financial), but also the "emotional criterion" (feelings of belonging to a group, intangible values, et...). This fact is reflected in a bigger risk, in such a way that the club's valuation in the stock market is lower than any other sector with similar expectations of profits, forcing the club to diversify this risk, mainly when those expectations have gone down, due to the experience in other markets where these stocks are already quoting.

■ Key words

Football club, Stock market, Financiation, Investment, Profitability

Introducción

El 1 de enero de 2002 se abrió la posibilidad de que las sociedades anónimas deportivas (SAD) españolas salieran a cotizar en la Bolsa de valores, igual que ya sucede en otros países. Este hecho es la prueba evidente de que mundos tan diferentes como el fútbol y los mercados financieros están cada vez más relacionados entre sí.

La razón principal del interés de las SAD (básicamente clubes de fútbol) por la Bolsa de valores es su necesidad de grandes sumas de dinero, que los inversionistas

Sin embargo, el destino del fútbol cambió en el momento que Inglaterra consigue clasificarse para las semifinales de la Copa del Mundo de 1990, que habían de celebrarse en Italia. El logro de la selección revivió el interés del público por este deporte y muy pronto los clubes más grandes de Inglaterra constituyeron una *Premiere League* de élite. Esto, por su parte, atrajo a patrocinadores con dinero y, lo que es más importante, ayudó a firmar un acuerdo muy lucrativo con *Sky Television*. Al mismo tiempo, los clubes empezaron a remozar y modernizar sus estadios con la finalidad de ofrecer más seguridad y confort a los aficionados y esto, a su vez, atrajo enormes masas de público, especialmente tras la exitosa represión del vandalismo.

Desde ese momento, el fútbol británico empezó a mejorar gradualmente, logrando estimular los ingresos provenientes de TV y generar ventas de productos de comercialización (*merchandising*). Fue este extraordinario auge el que despertó el interés de los inversionistas, tras darse cuenta de que los clubes más famosos representaban un negocio muy rentable.

Fase de expansión en el fútbol inglés

En 1991 sale a cotizar en la Bolsa de valores de Londres el Manchester United y, con posterioridad, lo hará el *Millwall* (equipo de segunda división). Sin embargo, no es hasta 1996 que se produce el gran despegue de la revolución futbolística en materia de salida a Bolsa. A principios de ese año, 1996, sólo cotizaban tres equipos: los antes mencionados Tottenham Hotspurs, Manchester United y Millwall. A éstos se les unió el *Preston North End* y, en menos de un año, entre mayo de 1996 y abril de 1997, el listado de los clubes presentes en Bolsa pasó de 4 a 23.

Los clubes de fútbol están presentes en la Bolsa londinense bajo el epígrafe de *leisure, entertainment and hotels*. Algunos tienen los valores sujetos a negociación, como el Manchester United y el Totten-

ham Hotspurs, mientras que otros, sin estar admitidos a negociación, venden sus acciones en la Bolsa: Liverpool, Aston Villa, Newcastle United, Everton, Arsenal...

En la mayoría de los casos, la relación entre los clubes y la Bolsa de valores resultó muy beneficiosa para ambas partes. Los clubes recibieron dinero para modernizar sus estadios, mientras que los inversionistas pudieron registrar un enorme aumento del valor de sus acciones (al menos en esos estadios iniciales). Algunos de los equipos que cotizan en Bolsa han llegado incluso a pagar dividendos.

Fase de exportación del modelo a otros países

Los clubes de fútbol del resto de Europa empiezan a darse cuenta de hasta qué punto van retrasados respecto a los equipos británicos en lo que se refiere a negocios. El hecho de que los inversionistas en Inglaterra estén dispuestos a comprar acciones de clubes de fútbol refleja el gran éxito que han tenido éstos en sus actividades comerciales, que les han permitido situarse a la cabeza en cuanto a la explotación del potencial comercial de la mercadotecnia (*merchandising*), el confort en los estadios, la venta de derechos de imagen, el patrocinio y la publicidad.

Los clubes europeos comienzan a tomarse en serio la idea de figurar en la Bolsa, aunque primero tienen que demostrar que disponen de negocios seguros, con el potencial necesario para asegurar un beneficio continuado a sus accionistas. Para muchos clubes con pérdidas, este paso no es nada fácil.

En 1997, solamente Dinamarca tenía clubes que cotizaban en la Bolsa de valores: el Brøndby, AGF Kontraktfotbold y SIF Fotbold. Y además, producían grandes ganancias. También en 1997, la Asociación Suiza dio luz verde para que los clubes pudieran formar compañías públicamente cotizables. No obstante, los inversionistas europeos no han empezado a reaccionar hasta que no han aparecido en la Bolsa de valores los clubes de las grandes poten-

cias europeas como Italia y Alemania (y, próximamente, España).

Varios clubes italianos, entre los que se contaban los dos gigantes Juventus y AC Milan, consideraban ya en 1996 el lanzamiento de una sociedad al mercado de valores. Lo interesante de alguna de estas propuestas era que tenían previsto cotizar sus acciones en el mercado de Londres, debido al hecho de que la Bolsa de valores italiana requiere que una compañía muestre beneficios durante tres años consecutivos (y los clubes italianos, en general, no obtienen beneficios) pero también porque los clubes sabían que era en Londres donde se hallaba el dinero de los inversores. En 1998, la comisión que controla la Bolsa italiana (CONSOB)¹ decidió que para acceder a la Bolsa sólo fuese necesario presentar el balance del último año. Esto provocó que en abril de ese mismo año el Lazio de Roma saliese a Bolsa, convirtiéndose así en el primer equipo italiano en cotizar en la Bolsa de Milán. Al poco tiempo lo siguieron el AS Roma, el Inter, el AC Milan... Uno de los últimos en incorporarse ha sido el Juventus, que a finales de 2001 sacó al mercado el 37 % de su capital, cuyo valor total oscila entre los 430 y 530 millones de euros.

En Holanda, el Ajax de Amsterdam, el mayor club holandés, anunció su intención en 1998 y, para ello, se transformó en sociedad anónima; emitió 2 millones de acciones y puso a la venta el 30 %, en una operación que rondó los 8.000 millones de pesetas. Le han seguido el PSV Eindhoven, el AZ Alkmaar...

En Alemania, en el año 2000, el Borussia Dortmund se convirtió en el primer equipo en cotizar en Bolsa.

Pero esta tendencia también ha atravesado el océano, llegando a países del otro lado del Atlántico, como Brasil (C. Llorente, 1999), donde los inversores privados han podido acceder al sector futbolístico gracias a la denominada "Ley Pelé", elaborada por el ex jugador cuando fue Ministro de Deportes en el gobierno del presidente Fernando Cardoso, entre 1995 y 1998, y que establecía un plazo hasta marzo de 2001 para que los clubes se pu-

¹ Organismo equivalente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) española.

dieran convertir en empresas. Y Argentina también está a un paso de la privatización de sus clubes.

Estamos, pues, ante un fenómeno global.²

El caso español

La posible salida a Bolsa obliga a las SAD a efectuar un enorme cambio en sus estructuras financieras. Será necesaria la profesionalización de los cargos, se tendrán que elaborar planes de viabilidad, de actuación a determinados años vista y, sobretodo, habrá que diversificar el capital hacia otras actividades económicas que les puedan reportar beneficios. Las operaciones económicas de las entidades serán más transparentes y estarán sometidas a muchos más controles.

En España, excepto el FC Barcelona, el Real Madrid y el Atlético de Bilbao, los demás equipos de primera división son ya sociedades anónimas deportivas por lo que, cumpliendo los requisitos que demanda la CNMV, podrían salir a Bolsa.

Marco legislativo actual. Revisión histórica

Se puede considerar como punto de partida la Ley 10/1990, de 15 de octubre, del Deporte, todavía vigente, que al introducir la figura de la SAD perseguía reconocer el carácter sustancialmente mercantil del fútbol y baloncesto de primera y segunda división o equivalentes y ceder el terreno de la financiación de estas actividades a la ley de la oferta y la demanda privada, con alejamiento del dinero público.

Esta ley se vio reformada en parte por la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del

Orden Social, que en su Capítulo VII, de Acción Administrativa en materia de deportes y, concretamente, en su artículo 109, establece la modificación de determinados preceptos de la ley anterior, especialmente en aquellos que regulan el régimen jurídico de las SAD.

Estas modificaciones se producen al considerar el Ministerio de Economía y Hacienda que se trataba de un sector mercantil de alto riesgo y que era imprescindible presentar unas cuentas claras antes de salir a Bolsa.

Un requisito imprescindible y obligatorio para los clubes que quieran cotizar en Bolsa es repartir beneficios durante un período transitorio de tres años. La Ley 50/1998 ya permite a las SAD repartir dividendos, con lo cual las sociedades deberían esperar como mínimo hasta el 1 de enero de 2002 para poder salir a Bolsa (los tres años requeridos y que se consideran necesarios para que los clubes reorganicen y mejoren su situación financiera, que concuerda con la redacción del posterior Real Decreto 1251/1999).

Esta normativa provocó en su momento la cólera del Real Valladolid, equipo que incluso llegó a estudiar, a principios de 1999, la posibilidad de cotizar en la Bolsa de Londres, ya que en ese mercado lo podría hacer de forma más inmediata.

En el Real Decreto 1251/1999, de 16 de julio, sobre Sociedades Anónimas Deportivas, se establece, en su artículo 9.1 que las “sociedades anónimas deportivas podrán solicitar la admisión a negociación de sus acciones en las Bolsas de Valores a partir de 1 de enero de 2002”.

En sus artículos 19.3 y 20.1 dice que “las sociedades anónimas deportivas deberán remitir a CSD la información anual” y de otra periodicidad prevista, y

que “en la memoria de las cuentas anuales deberá especificarse la distribución del importe neto de las cifras de negocio correspondientes a las actividades propias de cada sección deportiva de la sociedad, derechos de adquisición de los jugadores, inversiones realizadas en instalaciones deportivas, derechos de imagen de los jugadores y aquellos otros extremos de relieve que se establezcan en las normas de adaptación” aprobadas por el Ministerio de Economía y Hacienda.

Por lo tanto, con la nueva ley, las cuentas de las sociedades anónimas deportivas serán sometidas a un exhaustivo control por parte del Consejo Superior de Deportes (CSD). Las auditorías, los informes de gestión y el registro de accionistas deberán pasar por sus manos. En otras palabras, el CSD ejercerá una función similar a la que realiza la CNMV con otras empresas que cotizan en Bolsa.

Las participaciones significativas

En el artículo 10.2 del Real Decreto 1251/1999 se establece que se entiende por participación significativa, una “participación en el capital de la sociedad igual o múltiplo del 5 %” y se establecen toda una serie de limitaciones. Así, en el artículo 14.1 se dice que “la adquisición o enajenación de participaciones significativas en una sociedad anónima cuyas acciones estén admitidas a cotización en una Bolsa de Valores se notificarán a la CNMV, de conformidad con lo previsto en la legislación del mercado de valores”. Y en el artículo 16.1, que “una participación en el total de los derechos de voto de la sociedad igual o superior al 25 %, deberá obtener autorización previa del CSD”.

² Además, y aunque este tipo de análisis ya no se corresponda de forma estricta con el objeto de estudio del presente trabajo, se podría decir que la financiación de los clubes de fútbol en el mercado de valores es un fenómeno sobre-complejo que puede alterar el concepto actual del mercado futbolístico.

¿Porqué se produce este efecto imitativo que llevará a numerosos clubes europeos a cotizar próximamente en Bolsa? Entre otras cosas, porque a estos clubes les preocupa que el dinero que pueden obtener los clubes ingleses de los inversionistas les proporcione cada vez mayores ventajas en el mercado futbolístico, que la potencia financiera de los clubes británicos les pueda ayudar a sobrepujar a los clubes del resto de Europa en la contratación de jugadores de élite.

Pero se ha de tener en cuenta que esta afluencia de dinero también se producirá en el resto de países. Así, se prevé que en los próximos años, los diez mayores clubes brasileños reciban inversiones por más de 5000 millones de dólares, lo que les permitirá elevar los salarios de sus principales estrellas hasta los niveles vigentes en Europa, con lo cual se establecería un freno a la venta masiva de sus jugadores, lo que redundaría en una mayor y mejor competencia interna, pero a la vez, en una disminución de la presencia de jugadores de esta procedencia en el resto de países.

Si estos países tradicionalmente formadores de jugadores de élite consiguen retenerlos y evitar que emigren hacia los grandes clubes europeos, estaríamos hablando de una alteración del concepto actual de mercado futbolístico y, por lo tanto, de un fenómeno global que trascendería los límites de lo estrictamente financiero-económico para situarse de nuevo en el plano deportivo (hecho básico y que conforma la razón de ser de los clubes de fútbol). Esto obligaría a los clubes a replantearse su política de captación de jugadores de élite, primando la promoción del fútbol-base en detrimento de los fichajes (por el elevado costo que supondrían).

En el artículo 17.1 se establece que *“las sociedades anónimas deportivas y los clubes que participen en competiciones profesionales de ámbito estatal no podrán participar directa o indirectamente en el capital de otra sociedad anónima deportiva que tome parte en la misma competición profesional o pertenezca a la misma modalidad deportiva”*. Y en el 17.2 que *“ninguna persona física o jurídica que ostente una participación en los derechos de voto en una sociedad anónima deportiva igual o superior al 5 % podrá ostentar directa o indirectamente una participación igual o superior a dicho 5 % en otra sociedad anónima deportiva que participe en la misma competición profesional o pertenezca a la misma modalidad deportiva”*.

Con este articulado se pretende evitar la existencia de grupos que puedan manipular a su conveniencia las competiciones y, consecuentemente, las cotizaciones de los clubes. En otros países, estas medidas no son tan severas. En abril de 1999, el Gobierno británico vetó la oferta de compra de cerca de 150.000 millones de pesetas sobre acciones del Manchester United (lo que suponía hacerse con el control del club) por parte de BSkyB, la compañía de televisión por satélite propiedad del magnate australiano de la prensa Rupert Murdoch. Aún así, el grupo mediático continúa intentando comprar grandes cantidades de acciones de los clubes de fútbol (por ejemplo, posee cerca del 10 % del Manchester United, Leeds United, Manchester City, Sunderland y Chelsea), ya que su negocio consiste en lograr de los clubes la cesión de los derechos de imagen en televisión e internet.

En noviembre de 1999 la Asociación de Fútbol inglesa manifestó que era legal que Davor Suker, en aquel momento jugador del Arsenal de Londres, poseyese acciones en un club rival como el Manchester United. El jugador croata había comprado acciones de ese club por un valor cercano a los 5 millones de pesetas y también tenía participaciones en el Lazio italiano. El portavoz de la FA, Steve

Double, comentó que *“no hay ninguna ley que impida a Suker hacer eso. Mientras el jugador no tenga una participación superior al 10 % se trata de una inversión y nada más”* (El Mundo, 17-11-1999).

Intentos previos y situación actual

Con anterioridad a la situación actual, ya se habían producido algunos intentos de acercamiento a los mercados financieros por parte del sector futbolístico español, en la búsqueda de fuentes de financiación. Algunos ejemplos:

- “Pagarés Koeman” emitidos por el FC Barcelona para financiar el fichaje de este jugador.
- En 1990, el RCD Español necesitaba financiación y acudió a los mercados financieros emitiendo obligaciones por un valor de 1000 millones de pesetas con un interés referenciado a la posición del equipo en la liga: 20 % si era primero o segundo, hasta un mínimo del 10 % si estaba en los últimos puestos de la 2ª división.

Aún así, los verdaderos esfuerzos se están realizando en los últimos años. Uno de los equipos que tienen los planes más avanzados es el RCD Español, que ya ha mantenido contactos con la Bolsa de Barcelona y la CNMV para estudiar su posible salida a Bolsa. Natwest Markets, filial del National Westminster Bank, se encargó de realizar en 1998 (*Cataluña Económica*, marzo de 1998) un informe sobre la viabilidad de la operación, de la que resultó una valoración del club en 15.000 millones de pesetas. El club espera colocar en Bolsa una tercera parte del capital social, que se ha visto incrementado recientemente por dos ampliaciones de capital destinadas a los actuales accionistas.

El Atlético de Madrid tiene intención de colocar en Bolsa un 35 % del capital social. Con el objetivo de mejorar la cuenta de resultados de cara a la salida a Bolsa, los bancos de negocios Merrill Lynch y

BBV Interactivos vienen examinando las cuentas de esta sociedad; la primera acción en esta dirección fue cerrar un préstamo en 1998 por 4.000 millones de pesetas con Merrill Lynch que ayudó al club a sanear su balance, cancelando la deuda de 1.100 millones que tenía con Hacienda, así como refinanciando la deuda para pasarla de corto a largo plazo.

El Valencia CF también está preparado para salir a Bolsa. Según el responsable del Banco Espíritu Santo, encargado de estudiar la salida a Bolsa del club, una vez obtenido el visto bueno de la entidad, podría estar cotizando *“en un período entre cuatro y seis meses”* (M. Domínguez, 2001).

Caja Madrid también ha entrado en el negocio del fútbol al pagar en el año 2000, 73 millones de dólares por el 20 % del capital de una filial del Real Madrid,³ fórmula que utilizará el club para cotizar en bolsa (*Gestión Deporte y Negocios*, n.º 21). La figura mediante la cual Caja Madrid participa en la refinanciación del club de fútbol es la de “retorno de capital” a finales de 2002, con un 11,54 % de interés anual. Durante el tiempo que su dinero permanezca en la filial, Caja Madrid participará de la explotación de los derechos de imagen del club, así como de la gestión de todos los ingresos por taquilla, derechos de televisión, patrocinio y productos de comercialización.

La inyección de capital de Caja Madrid al Real Madrid surtió de liquidez al club, después de las debilitadas finanzas por el fichaje del portugués Figo. En el caso de que el club no obtenga la liquidez para cubrir la devolución, la entidad financiera tiene garantizado el préstamo con pagarés de Sogecable, una de las empresas que explota los derechos de televisión del Real Madrid, por un valor de 115 millones de dólares.

Consideraciones sobre el sector específico

Cuando el fútbol se convierte en un negocio bursátil funciona con parámetros diferentes al resto de sociedades cotizadas. Existe un hecho diferencial de este tipo de

³ Al respecto, conviene recordar que el Real Madrid no puede cotizar directamente en Bolsa por no ser una SAD.



inversiones respecto de las convencionales: es un sector muy específico, donde los inversores son principalmente pequeños accionistas particulares y aficionados que se dejan guiar más por los sentimientos que por el análisis de factores como la rentabilidad.

Así, la rentabilidad de una sociedad deportiva no está sólo vinculada a los tradicionales criterios económico-financieros sino también a acontecimientos deportivos donde la suerte y otros elementos incontrolables juegan un papel fundamental. En este sentido se parece más a un juego de azar u otro tipo de apuestas que a una inversión bursátil. Esta circunstancia tiende a reflejarse en una mayor prima de riesgo, de tal forma que la valoración en Bolsa de los clubes debe ser inferior a la de cualquier otro sector con similares expectativas de beneficios (F. J. López, 1999).

Según Juan Cueto (F. J. López, 1999) *“la principal diferencia con otros valores es que los clubes no tienen como principal objetivo la maximización de beneficios.”*

El accionista “pasional” y el accionista “racional”

Si bien es cierto que los clubes de fútbol han encontrado en el mercado de valores una buena fórmula para financiar los costosos fichajes, también lo es que lo han utilizado como forma de promoción entre su hinchada. Así, muchos aficionados han aprovechado la oportunidad de ser dueños de una parte de su club. A pesar de que una gran parte de las acciones futbolísticas están en manos de instituciones financieras,⁴ en los últimos años, la mayoría ha sido vendida a los aficionados (debido a la reducción de las expectativas de beneficios y a que algunos inversores consideran que estas acciones se

han convertido, para los clubes, en una forma de captar dinero extra de sus aficionados, sin importarles la obtención de beneficios) (A. Oxlade, 2001).

La cotización en el mercado de valores entraña la responsabilidad del club de producir ganancias sobre las inversiones de sus accionistas; y los intereses de los accionistas no son siempre similares a los de los aficionados. De acuerdo con Edward Rust, *“son inversores irracionales. Las personas involucradas en dirigir los clubes y también los accionistas no quieren beneficios, quieren copas”* (A. Oxlade, 2001). Tomemos como ejemplo de esta afirmación al Tottenham Hotspur, que tuvo un enorme éxito financiero a mediados de los noventa (P. Haverson, 1997). La gerencia produjo grandes ganancias y dividendos para los accionistas, pero los aficionados se quejaron de que el propietario del club, el millonario Alan Sugar, estaba dando preferencia a los intereses de los accionistas y descuidando la parte futbolística del club. Los aficionados achacaron a la gerencia la culpa de haber dejado de ser uno de los equipos más potentes de la *Premiere League*, argumentando que no había gastado suficiente dinero en conseguir jugadores estrellas internacionales, *“pues prefiere hacer ganancias fuera del terreno de juego que celebrar momentos gloriosos en el mismo.”*

De momento, el Manchester United parece ser capaz de satisfacer tanto a los accionistas como a los aficionados, pero... ¿Cuanto durará? Ya en octubre de 1999, el presidente del Manchester United, Martin Edwards, y su familia, vendieron 19,5 millones de acciones (la mitad de las que poseían, pasando del 13 % al 6,5 %) por más de 10.500 millones de pesetas (*El Mundo*, 7.10.1999).

Es tan importante la diferencia de intereses, que ha llevado a la creación de grupos de aficionados como los Shareholders United que se definen a sí mismos como *“los aficionados que quieren de su club algo más que los dividendos”*.

Valoración de los clubes

En términos generales, la participación de los clubes ingleses en la Bolsa de valores ha sido positiva, ya que les permitió conseguir grandes sumas de dinero que de otra manera no hubieran podido generar. Y las rigurosas exigencias de informes financieros por parte de compañías públicas significó que los clubes se vieran obligados a introducir la contabilidad y una disciplina financiera, lo cual era necesario desde hacía mucho tiempo.

Un primer paso necesario antes de salir a Bolsa es la realización de una valoración del club. Hay distintas fórmulas según el tipo de criterios a los que atiendan que, como en el apartado anterior, se dividirán en racionales y pasionales.

Criterios racionales

Como en cualquier empresa, el aspecto fundamental si se desea invertir en acciones de un club de fútbol (al margen de los factores sentimentales) será estimar los rendimientos previsible que podrá obtener el inversor en el futuro, vía dividendos o vía revalorización de la acción en relación a la inversión inicial. De acuerdo con un informe realizado por la agencia de valores y bolsa *Ibersecurities*, dado que es probable que gran parte de los equipos no paguen dividendos (ya que muchos tienen pérdidas), el inversor debería centrarse en la revalorización (F. J. López, 1999). Por tanto, estará obligado a afinar sobre las

⁴ En Inglaterra existen incluso fondos de inversión especializados en este sector.

expectativas de su valor y su capacidad para aumentar cada año los beneficios. Para ello, aparte de la buena o la mala gestión del club, deberá tener en cuenta que también son materia de análisis fundamental para el estudio de las cotizaciones, factores como la existencia de sanciones a jugadores o al club, fichajes previstos, lesiones de jugadores, edad media de la plantilla, estado y propiedad del estadio, etc.; que en los ingresos de los clubes cada vez tienen más peso dos conceptos: los ingresos por televisión y los productos de comercialización (aunque no se deben olvidar las plusvalías obtenidas por el traspaso de jugadores); y en el apartado de gastos, deberá detenerse en los sueldos de los jugadores⁵ y el resto de personal administrativo y, sobretodo, en la partida de gastos financieros.

Pero existen otras fórmulas. “Una medida consiste en multiplicar por seis el presupuesto anual de ingresos. Otra puede ser la suma del capital social y la deuda neta de la entidad dividida por el resultado bruto más las amortizaciones” (*Cataluña Económica*, marzo 1998).

Para la valoración del RCD Español, el Natwest Markets utilizó en 1998 el parámetro de multiplicar por 11 el *cash flow* que se podría generar en el futuro y que cifró en algo más de 1.000 millones anuales. De esta cantidad, el 30 % serían beneficios netos para el club.

De cualquier manera, en estas operaciones no entran elementos intangibles, que en este sector deben tenerse muy en cuenta.⁶

Críterios pasionales

En un estudio sobre el comportamiento de las “marcas” de fútbol (clubes profesionales) publicado a principios del año 2001 (*Gestión, Deporte y Negocios*, n.º 21), la consultora internacional FutureBrand estimó para su calificación variables como “el apoyo y la fidelidad de los consumidores, imagen del equipo, ventas, nivel de riesgo y el valor agregado de sus activos corrientes, los deportistas estrella”. Tam-

bién plantea la importancia de que la marca sea potente y se perciba como duradera a largo plazo, para que tenga capacidad de generar ingresos incluso cuando los resultados deportivos no sean buenos. Con estos requisitos, el club inglés Manchester United, con 259 millones de dólares es la marca líder del fútbol europeo. Le siguen, por orden, el Real Madrid (155 millones de dólares), el Bayern de Múnich, el Juventus, el Liverpool, el FC Barcelona (85 millones de dólares), el Arsenal, el Inter de Milán y el Rangers.

A modo de conclusión, se podría decir que, de acuerdo con la experiencia británica, se pueden distinguir tres categorías de clubes de fútbol:

- Aquellos con un alto valor en intangibles y que se podrían considerar los mejores en orden a su capitalización (serían el caso del Real Madrid y FC Barcelona, por ejemplo).
- Otro grupo cuya cotización dependería más de su marcha deportiva que de factores extra-futbolísticos (como el Valencia CF, Deportivo, RCD Español, etc.).
- Un tercer grupo con aquellos equipos que difícilmente son rentables o que suelen ascender y descender de categoría (como el Sevilla CF, el Lleida, etc.).

En cualquier caso, como ya se ha dicho anteriormente, parece ser que, debido al gran riesgo del sector, los clubes de fútbol están infravalorados y, por lo tanto, teóricamente son valores baratos (A. Oxlade, 2001).

Valoración del riesgo

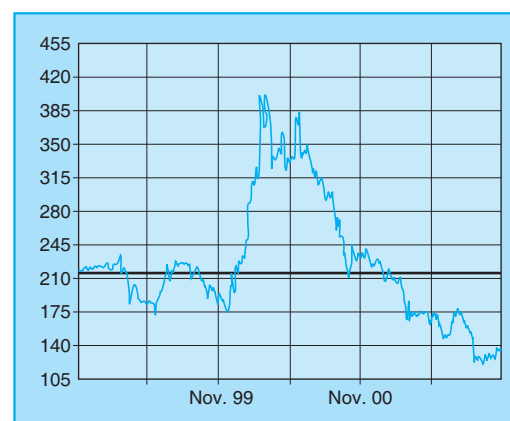
Uno de los mayores riesgos de la inversión en fútbol es que el rendimiento de las acciones depende generalmente de la actuación de los equipos, principalmente hacia finales de la temporada. Otro riesgo de los inversionistas es que no pueden estar seguros de que los clubes gasten de forma razonable el dinero que han obte-

nido en la Bolsa de valores. Si se gasta demasiado dinero en transferencias y salarios y los nuevos jugadores no actúan bien y el club comienza a tener dificultades, entonces la inversión puede considerarse una pérdida.

Variación de la cotización en función de los resultados

La experiencia ha dado lugar a situaciones de lo más pintorescas. En enero de 2000, la eliminación del Manchester United del Mundial de clubes a manos del Vasco da Gama brasileño tuvo una repercusión negativa en la cotización de sus acciones; pero pocos meses después, en marzo del mismo año, establecía otro récord al ser el primer club de fútbol en superar la barrera de los 1000 millones de libras esterlinas en la Bolsa de Londres. El valor de las acciones del equipo subió después de la victoria sobre el Girondins Burdeos, que le puso al borde de la clasificación para la ronda siguiente de la Liga de Campeones de Europa. (*Gráfico 1*)

La temporada 1995-96, el Millwall (equipo de la segunda división inglesa) invirtió mucho en dos jugadores rusos y descendió a pesar de todo. Presentó pérdidas por valor de 340 millones de pesetas, lo que produjo una pérdida de valor al accionista del 75 %.



▪ **GRÁFICO 1.** Variación de la cotización del Manchester United en los últimos 3 años. (Nothing-Ventured).

⁵ El Lazio italiano factura anualmente unos 250.000 millones de liras gracias a los ingresos por concepto de taquilla, abonos, primas de los torneos europeos y del campeonato italiano, contratos de patrocinio y derechos de televisión. Esta cantidad resulta discreta si se tiene en cuenta que el club gastó durante el año 2001, sólo en el pago de fichas a la plantilla, 210.000 millones de liras. (21) Ante la fuerte escalada salarial, la directiva contempla reducir un 30 % la ficha de los jugadores.

⁶ Existen publicaciones especializadas, como “Soccer Investor” (Londres), que pueden servir de referencia.

En 1997, la mala actuación de algunos clubes muy cotizados de la primera división inglesa, como el Southampton y el Sunderland, hizo que los inversionistas vendieran sus acciones, temiendo que los ingresos y beneficios de éstos sufrirían un gran revés si descendían a la segunda división. También el mismo año, las acciones de los clubes Sheffield United y Loftus Road, ambos de segunda división, registraron una disminución debido a que sus posibilidades de ascenso a la primera división se redujeron enormemente tras una serie de malos resultados.

En mayo de 2000, las acciones del club de fútbol Lazio de Roma aumentaron un 25 % en la Bolsa de Milán, al día siguiente de la consecución del campeonato de liga italiano. Durante la mañana, la cotización del club fue suspendida a causa de un aumento considerado excesivo. El valor de capitalización del Lazio, estimado en unos 277 millones de euros alcanzó ese día más de 323,4 millones. Sin embargo, en la temporada siguiente, su eliminación en la primera fase de la Liga de Campeones y su mala posición en la clasificación de la liga (ocupaba el 10.º lugar), pasaron factura al club, cuyo valor en Bolsa cayó más de un 46 % en un año.

Variación de la cotización en función de otros aspectos

Pero no sólo la clasificación de los equipos influye en su cotización. Al inicio de la temporada 2000-01 las sospechas sobre un falso pasaporte italiano del jugador argentino del Lazio, Veneén, y los insultos racistas de su estrella Mijhailovic a un jugador de color del Arsenal inglés, fueron suficientes para bajar la cotización bursátil del club romano. Gragnotti, presidente del Lazio, actuó rápidamente para intentar frenar la pérdida continua de valor y su “solución” se pudo ver minutos antes de que comenzara el partido de liga europea entre el Lazio y el Sharterk Donetsk: se obligó al jugador a pedir perdón públicamente, a micrófono abierto y desde el mismo césped del estadio. Mijhailovic admitió su culpa y el club romano “lavaba” su deteriorada imagen.

Cuando Eric Cantoná, jugador del Manchester United, agredió a un espectador, lo que le supuso no poder jugar hasta final de temporada y una multa para el club, se produjo una caída en la cotización de un 4 %. En 1998, el club inglés Chelsea despidió al holandés Ruud Gullit, que ejercía como manager y jugador a la vez, ya que le pareció excesiva su petición de aumentar en un 100 % su salario hasta los 2 millones de libras anuales. Esto provocó una caída en la cotización de las acciones de más de un 10 %.

Diversificación del riesgo

Los clubes buscan diversificar el riesgo para tener contentos a los inversores. Un ejemplo paradigmático es el del club inglés Manchester United, cuyas acciones se han revalorizado desde que salieron al mercado en 1991 y que, según las estadísticas de la UEFA (*Cataluña Económica*, marzo 1998), se ha convertido en el club más rico del mundo a pesar de tener un estadio con cabida tan solo para 55.000 espectadores

Una de las claves del éxito parece ser la expansión a otras áreas de negocio diferentes de las propias del deporte, que han llevado a convertir el club en algo más que un club de fútbol, en una marca. Así, el club deviene una marca en una operación de comercialización global, como explica el hecho de que sólo un poco más de la tercera parte de los ingresos del Manchester United provengan de la venta de entradas; el resto provienen de los denominados “ingresos atípicos”: un 14 % de los derechos de televisión; un 12 % de los patrocinadores, los royalties y la publicidad; un 6 % del servicio de restauración; y un tercio de la comercialización de productos.⁷ Continuando su proceso de diversificación, los proyectos de expansión futuros incluyen la construcción de un hotel de tres estrellas en los terrenos adyacentes al campo y la creación y potenciación de un canal de televisión temático MUTV, ya en funcionamiento.

La empresa británica de telefonía móvil Vodafone adquirió por 44 millones de dó-

lares el patrocinio del equipo. Y la multinacional de bienes deportivos Nike pactó en el 2000 el uso de sus prendas en el contrato más caro de la industria del deporte mundial: 450 millones de dólares en 10 años.

En nuestro país, el FC Barcelona obtuvo la temporada 2000-01 unos ingresos netos por comercialización de productos (*merchandising*) de 350 millones de pesetas y la previsión para la temporada 2001-02 era aumentar esta cifra cerca de un 10 % más. En la temporada 2002 ya contaba con un equipo compuesto por un patrocinador principal, cuatro secundarios y siete u ocho empresas proveedoras, que le reportaron unos ingresos estimados en 900 millones de pesetas (G. González-Adrio, 2001c).

A principios de 2002, el Atlético de Madrid, en previsión de su ascenso a Primera División la temporada siguiente, duplicó el importe de su contrato de patrocinio con la cadena de distribución de electrodomésticos Idea, hasta los 500 millones de pesetas (G. González-Adrio, 2002)

Los productos financieros

La pasión desbordada por el fútbol lo convierte en una mina de oro para que los clubes puedan conseguir sus objetivos de financiación. Así, otra forma de diversificación es la oferta de productos financieros con el nombre del club o dirigidos a los aficionados del mismo:

- Tarjeta de crédito del FC Barcelona, RCD Español, Sevilla CF, Betis y Valencia CF emitida por La Caixa. Cuando se compra algo con ellas, los bancos destinan un 0,5 % al equipo de fútbol.
- La Banca Mas Sardà creó el Banco del Barça, donde los socios tenían ventajas como un mayor interés en sus depósitos.
- El “depósito campeón” de Argentaria.

El club inglés Manchester United también ofrece toda una serie de productos financieros en colaboración con el Britannia Building Society, con unos intereses ventajosos para sus clientes-aficionados:

⁷ El club generó en 1997 unos ingresos en concepto de merchandising de más de 3500 millones de pesetas.

- *Premier League*: cuenta de ahorro para menores de 18 años, con una TAE del 5 % desde la primera libra.
- *Manchester United Offshore Saver*, con un interés creciente dependiendo de la cantidad que se mantenga en la cuenta, desde una TAE del 3,4 % hasta el 4,7 %.
- *Manchester United Saving Account*, cuenta corriente que ofrece una TAE por tramos, del 2 % entre 100 y 4999 libras de saldo en la cuenta y del 3,5 % por importes superiores a las 5000 libras.
- Tarjeta de crédito *Manchester United*

El club de fútbol se beneficia con un bono anual de al menos el 1 % del total de la cantidad correspondiente al valor de los ahorros de las personas adultas poseedoras de una libreta *Manchester United Saving Account*.

Prospectiva de futuro

Ya en 1997, parecía que el interés de los inversionistas por el fútbol se estaba disipando lentamente. Mientras que en 1996 las acciones de los clubes más cotizados aumentaron en el doble e incluso en el triple de su valor, a principios de 1997 cayeron casi un tercio, principalmente porque los inversionistas consideraron cada vez más que habían llegado a expectativas irreales de ganancias.

En 1998, la publicación de una investigación sobre la rentabilidad de la televisión de pago (*pay per-view*) en el mercado americano, que argumentaba que se había sobrestimado el potencial de suscripción a esta modalidad de TV por cable y por satélite, provocó una caída dramática del precio de las acciones de los clubes de fútbol, sumiéndolos en una depresión que, en menor o mayor grado, dura hasta la actualidad. Se ha de tener presente que el principal atractivo para invertir en fútbol, viene de los ingresos que generan los derechos de retransmisión de los partidos.

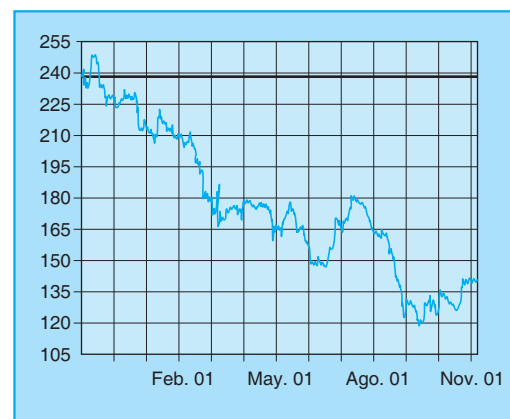
En España, a Audiovisual Sport, sociedad que gestiona los derechos audiovisuales de la Liga de Fútbol Profesional, se le estima unas pérdidas en el período 1996-2001 cercanas a los 73.000 millones de pesetas, “dato que demuestra que el negocio del fútbol en nuestro país está sustentado en una ficción y se encuentra en situación real de quiebra”⁸ (A. Ruiz del Árbol, 2001). La sociedad, participada por Telefónica Medios de Comunicación (40 %), Sogecable (40 %) y TV3 (20 %) muestra una interminable cascada de números rojos: en la temporada futbolística 1998-99 perdió 10.000 millones de pesetas, 12.000 millones en las dos siguientes y para la temporada 2002-03 se preveían 11.000 millones de pesetas de pérdidas.

Y el contrato firmado entre esta sociedad y la Liga de Fútbol Profesional se ha renovado al finalizar la temporada 2002-2003, con una dura negociación a la baja de las condiciones económicas, que ha llevado a los clubes modestos a crear un *lobby* que defienda sus posturas, ya que los ingresos televisivos pueden llegar a representar entre un 30 % y un 40 % para los clubes más modestos.

Por tanto, no es oro todo lo que reluce. El índice Nomura *Footie*⁹ confeccionado con los valores de todos los clubes ingleses que cotizan en Bolsa, cayó un 29,4 % durante los primeros 6 meses de 2001. Durante ese año, un club, el Millwall, sufrió toda una serie de dificultades y sus inversionistas son propietarios actualmente de acciones sin valor. Las acciones del Aston Villa, que se pusieron a la venta a 1.110 peniques bajaron hasta 700 (cayeron un 61 % en un año) y las del Newcastle, que salieron a 135, se situaron por debajo de los 100 peniques (descenso de más del 32 % en un año). El Arsenal sufrió un descenso acumulado del 35,8 %; el Chelsea, del 34,4 %; el Leeds United, de más del 20 %; incluso las acciones del Manchester United cayeron un 59 % durante el año 2001. (Gráfico 2)

Y no sólo son los equipos ingleses los que han visto castigados sus valores. El Ajax de Ámsterdam, líder del campeonato holandés, contabilizaba hasta finales de 2001, un descenso en el valor de sus acciones del 24,2 % (G. González-Adrió, 2001b). El Roma italiano, por su parte, ha perdido un 49 % de su valor en Bolsa. Una vez más, se impone la necesidad de diversificar riesgos y de entrar en otros mercados. En febrero de 2001 (*BBC News*, 2001) se anunció el que entonces parecía el mayor pacto de marketing de la historia del deporte, entre el club de fútbol Manchester United y el club de béisbol Yankees de New York, para fundar una especie de “superclub” con el objetivo de vender sus derechos de forma colectiva tanto a los patrocinadores como a las cadenas de televisión interesadas en retransmitir sus partidos. También contemplan un intercambio de productos de comercialización. Las acciones del Manchester United subieron un 9 % al saberse la noticia. Una de las lecturas económicas de este acuerdo es que ambos clubes servirán de puerta para la ampliación de mercados en Europa y Estados Unidos, para el otro club.

Tan sólo un año después, en enero de 2002, el FC Barcelona y la *National Football League* (NFL) norteamericana



■ GRÁFICO 2.
Cotización del Manchester United el año 2001.
(Nothing-Ventured).

⁸ Desde el punto de vista de la rentabilidad televisiva, los únicos equipos que generan una demanda suficiente para calificarlos de “interesantes” son, según los responsables de Audiovisual Sport, el Real Madrid y el FC Barcelona y, en menor medida, el Atlético de Madrid (que aun cuando estaba en Segunda División era tercero en “pay per-view”), el Valencia y el Deportivo.

⁹ Este nombre juega con las palabras “Football” y el índice de referencia de la Bolsa de Londres, análogo al IBEX 35 español, denominado “Footsie”.

firmaron un acuerdo de colaboración que se convirtió en el nuevo referente a nivel mundial. Durante los últimos años, las dos partes habían buscado fórmulas para extender sus respectivas marcas a nivel internacional, encontrando como nexo de unión a los Barcelona Dragons, equipo catalán que disputa la NFL Europa.¹⁰

Según Javier Pérez Farguell, director general del FC Barcelona, “*el acuerdo con la NFL, la empresa deportiva más grande del mundo*,¹¹ supone una puerta de entrada a los Estados Unidos del FC Barcelona como marca y, a la vez, forma parte del proceso de expansión de nuestro club (...) Esta alianza coincide con nuestros principales criterios de gestión, en cuanto a liderazgo e internacionalización, porque nos unimos a un socio estratégico de primerísimo orden mundial, y también en cuanto a independencia, porque preservamos, por encima de todo, nuestra identidad.” (NFL Europa, 2002)

Y el FC Barcelona pretende potenciar también su presencia en el mercado latinoamericano, donde cuenta con muchos seguidores al tener en su equipo jugadores como Ronaldinho (brasileño) y Saviola (argentino).

Conclusión

La salida a la Bolsa española de las sociedades anónimas deportivas se espera que genere una fuerte corriente inversionista, igual que ha pasado en otros países. Aunque quizá la demanda no sea tan alta por parte de las sociedades inversoras debido a la manifiesta volatilidad de las acciones y a que las expectativas de beneficio se

han corregido a la baja por la experiencia vivida en otros mercados donde ya cotizan estos valores.

Siguiendo el ejemplo marcado por los otros países, con el paso del tiempo las “inversiones racionales” se irán sustituyendo por “inversiones pasionales”, por las de aquellos accionistas aficionados del club que lo que quieren es ser dueños de una parte del mismo. Por lo tanto, si lo que se quiere es rentabilizar la inversión, la recomendación sería invertir a corto plazo y realizar beneficios, pero no mantener la inversión a largo plazo.

Los únicos clubes que a priori muestran una capacidad de generar beneficios de forma continua y a largo plazo son aquellos que se podrían clasificar en la “categoría uno”, aquellos en cuya valoración tienen un peso muy importante los intangibles y que, por lo tanto, son capaces de conservar o aumentar su valor de manera casi independiente a los resultados deportivos obtenidos. Y en este caso coincide con los dos clubes de mayor capitalización y que tienen una mayor diversificación del riesgo, con unos ingresos muy importantes tanto por patrocinio como por la comercialización de productos, etc.: FC Barcelona y Real Madrid.

Pero se da el caso de que ninguno de los dos clubes es SAD, por lo que no pueden acceder directamente al mercado de valores por no cumplir con los requisitos de la normativa vigente. Se deberá esperar, por lo tanto, a que acudan con alguna entidad filial.

Y mientras tanto, aquellos que quieran probar su talento como inversionistas en este sector, antes de que salgan a cotizar en la Bolsa de valores los clubes de fútbol,

pueden practicar con los juegos simulados de *Yahoo!* y *Neopoly*, “Bolsa de la Liga de Campeones”¹² o de *As* y *Canal Plus*, *Golstreet*.¹³ Suerte!

Bibliografía consultada

- Cazorla, L. M. (2000). Dinero público en el fútbol profesional. *Expansión* (2 de junio).
- Domínguez, M. (2001). La salida a Bolsa del Valencia CF sería un éxito rotundo porque es una novedad única. *Levante* (28 de septiembre).
- García, A. (2002). El club busca nuevos ingresos asociándose con la NFL. *El Mundo* (23 de enero).
- González-Andrío, G. (2001). Cragnotti planea vender un 20 % de sus acciones en el Lazio. *Expansión* (19 de noviembre).
- (2001a). Lazio, Aston Villa y Manchester lideran la liga de los más “goleados” en bolsa. *Expansión* (22 de noviembre).
 - (2001b). El Barça cederá a una empresa la venta de todos sus productos. *Expansión* (24 de noviembre).
 - (2001c). La Juventus sacará a bolsa el 37 % del capital. *Expansión* (29 de noviembre).
 - (2001d). “Los clubes crean un lobby para asegurar su futuro con los derechos de televisión”. *Expansión* (6 de diciembre).
 - (2002). “Idea duplica su contrato de patrocinio con el Atlético”. *Expansión* (12 de enero).
- Haverson, P. (1997). Las acciones de fútbol nunca fueron tan altas. *FIFA Magazine* (Abril).
- Ley 10/1990, de 15 de octubre, del Deporte.
- Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.
- López, F.J. (1999). Antes de salir a Bolsa, las cuentas claras. *El Mundo*. Suplemento Dominical, n.º 164 (21 de marzo).
- Llorente, C. (1999). ¡Comienza la temporada! *El Mundo*. Suplemento Dominical, n.º 156 (24 de enero).
- Oxlade, A. (2001). Watford: worth a punt? *This is Money* Inglaterra (2 de julio).
- Real Decreto 1251/1999, de 16 de julio, sobre Sociedades Anónimas Deportivas.

¹⁰ Los partidos de los Barcelona Dragons en la NFL Europa, tienen una audiencia de 17 millones de espectadores en territorio norteamericano. En el momento de cerrar la edición de esta revista se ha notificado el traslado de la franquicia propietaria del equipo Barcelona Dragons a Alemania, por lo que se ha deshecho el acuerdo de colaboración firmado con el FC Barcelona.

¹¹ El volumen de negocio de la NFL supera al de las otras tres grandes ligas norteamericanas juntas (National Basket Association, National Hockey League, Major League Baseball). Se estima que la retransmisión televisiva de la Super Bowl de este año, la gran final de la NFL, ha sido vista por 130 millones de personas en Estados Unidos y 800 millones en todo el mundo.

¹² El juego se basa en el mercado bursátil, en el que las acciones a negociar son de los 32 equipos que participan esta temporada en la Liga de Campeones. Tanto para consultar las bases del juego como para inscribirse, se puede visitar la página <http://es.championexchange.yahoo.net>

¹³ Es otro juego interactivo accesible por internet que simula el comportamiento de un hipotético mercado de valores en el que cotizan los 20 clubes de fútbol de la Primera División española. Tanto para consultar las bases como para inscribirse puede visitarse la página <http://www.golstreet.plus.es>