



Universidad
Católica
de Valencia
San Vicente Mártir

Curso 2021/2022

Estudio de las entidades deportivas que cotizan en bolsa: análisis y comparativa

Grado en ADE

Presentado por:
José Luis Palmer García

Dirigido por: Dr. D. Miguel Ángel Latorre Guillem

Valencia, 01 de julio 2022



Universidad
Católica
de Valencia
San Vicente Mártir

Facultad de Ciencias Jurídicas, Económicas y Sociales.
Grado en Administración y Dirección de Empresas, Economía y Gecofin

Sr. / Sra.

Dr. D. Miguel Ángel Latorre Guillem

CERTIFICO:

Que el presente Trabajo de Fin de Grado titulado:

Estudio de las entidades deportivas que cotizan en bolsa: análisis y comparativa

ha sido realizado bajo mi supervisión por el alumno

José Luis Palmer García

Valencia, 01 de julio 2022

Firmado:

Agradecimientos

En primer lugar, quiero agradecer a mis padres, por haber sido ejemplo, apoyo y una fuente de inspiración durante todo mi proceso formativo, por haberme apoyado tanto en mis éxitos como en mis fracasos. Por otra parte, agradecer a todas las personas que han formado parte de mi formación, tanto académica como humana, por haberme aportado conocimientos y valores y haberme guiado durante este proceso, en especial, agradecer al claustro de profesores de la Universidad Católica de Valencia, y muy especialmente a mi tutor de TFG, Miguel Ángel Latorre Guillem, por su ayuda y sus aportaciones tanto como profesor durante el grado como en este trabajo final de grado. También quiero agradecer a mis compañeros de Substrate AI, por haber apostado por mí y haberme dado el impulso necesario. Por último, quiero agradecer especialmente a mi novia, ella ha sido el motor de este trabajo.

ÍNDICE

1	RESUMEN	3
2	INTRODUCCIÓN	4
3	REVISIÓN LITERARIA	6
4	ANÁLISIS DEL SECTOR	10
4.1	EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DEPORTIVAS	10
4.2	FORMAS TRADICIONALES DE INGRESOS Y FINANCIACIÓN	14
4.2.1	<i>Patrocinios y publicidad</i>	16
4.2.2	<i>Derechos de retransmisión</i>	19
4.2.3	<i>Taquillas</i>	22
4.2.4	<i>Ingresos UEFA y rendimiento Deportivo</i>	23
4.2.5	<i>Compra-Venta de jugadores</i>	24
4.3	EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL FÚTBOL ESPAÑOL	25
5	DISEÑO DE LA MUESTRA	30
5.1	EQUIPOS QUE COTIZAN EN BOLSA.....	30
5.2	ESTUDIO DE LA SITUACIÓN DE LA SALIDA A BOLSA DE LOS CLUBES DE FÚTBOL EN EL MERCADO ESPAÑOL. CONDICIONES LEGALES PARA COTIZAR EN ESPAÑA.	33
5.3	SOCIEDADES ANÓNIMAS DEPORTIVAS (S.A.D)	34
5.4	REQUISITOS PARA LA SALIDA A BOLSA.....	36
5.5	EQUIPOS QUE NO COTIZAN EN BOLSA.....	38
6	ANÁLISIS DE LA MUESTRA	39
6.1	HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN	39
6.2	ANÁLISIS CUANTITATIVO.....	40
6.2.1	<i>Borussia Dortmund</i>	42
6.2.2	<i>Manchester United</i>	45
6.2.3	<i>Olympique de Lyon</i>	50
6.2.4	<i>Equipos no cotizados en el mercado de valores</i>	55
6.3	CONTRASTE DE HIPÓTESIS Y ANÁLISIS DE RESULTADOS	59
7	VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA SALIDA A BOLSA COMO MÉTODO DE FINANCIACIÓN	62
8	VARIABLES QUE DETERMINAN EL PRECIO DE COTIZACIÓN	65
9	ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN	68
10	CONCLUSIONES	69
11	BIBLIOGRAFÍA	71

LISTA DE TABLAS

TABLA 1: INGRESOS DE LOS CLUBES DE FÚTBOL ESPAÑOLES.....	13
TABLA 2: PESOS RELATIVOS DE LAS FUENTES DE INGRESOS EN LAS 5 GRANDES LIGAS	15
TABLA 3: PATROCINIOS EN EL FÚTBOL ESPAÑOL	19
TABLA 4: INGRESOS CLUBES PRIMERA DIVISIÓN 2020-2021	21
TABLA 5: INGRESOS POR HITOS DE LA UEFA.....	24
TABLA 6: SITUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DEL FÚTBOL ESPAÑOL ENTRE 1999-2021	27
TABLA 7: RESULTADO EXTRAORDINARIO DE LOS CLUBES ESPAÑOLES ENTRE 1999 Y 2021	28
TABLA 8: EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE LOS CLUBES DE LA PRIMERA DIVISIÓN ESPAÑOLA ENTRE 1999 Y 2021	29
TABLA 9: EQUIPOS EUROPEOS QUE HAN COTIZADO EN BOLSA	32
TABLA 10: EQUIPOS QUE COTIZAN EN BOLSA QUE COMPONEN LA MUESTRA.....	38
TABLA 11: ESTADOS FINANCIEROS BORUSSIA DORTMUND	43
TABLA 12: ESTADOS FINANCIEROS MANCHESTER UNITED.....	46
TABLA 13: ESTADOS FINANCIEROS OLYMPIQUE DE LYON	53
TABLA 14: CONTRASTE DE HIPÓTESIS	60

LISTA DE ILUSTRACIONES

ILUSTRACIÓN 1: INGRESOS DE LOS CLUBES EUROPEOS EN EL AÑO 2021	15
ILUSTRACIÓN 2: FUENTES DE INGRESOS	16
ILUSTRACIÓN 3: PATROCINIOS DE CAMISetas.....	18
ILUSTRACIÓN 4: CRITERIOS PARA EL REPARTO DE INGRESOS TELEVISIVOS.....	20
ILUSTRACIÓN 5: PROPIEDAD DE LOS CLUBES EUROPEOS	56
ILUSTRACIÓN 6: PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL ÚLTIMO LUSTRO.....	57
ILUSTRACIÓN 7: RANKING CLUBES EUROPEOS POR PATRIMONIO NETO	59

1 Resumen

Con la profesionalización del fútbol mundial, el componente económico y empresarial de las entidades deportivas ha tomado un valor primordial en el desarrollo de las actividades de los clubes profesionales. Es por ello, que las entidades deportivas de índole profesional necesitan de nuevas fuentes de financiación que complementen al modelo de financiación tradicional. Diversificar los flujos de ingresos forma parte del cambio en el modelo de gestión de estas entidades, en busca de disminuir la dependencia de los ingresos por patrocinios y derechos televisivos, los clubes de fútbol europeos profesionales han apostado por nuevas fórmulas de financiación entre las que destaca la salida a bolsa de las sociedades.

Cotizar en bolsa concede a las entidades deportivas una nueva forma de ingreso que permite afrontar inversiones en el corto y medio plazo, a cambio de ceder parte de la propiedad del club. Además, debido a los requisitos para cotizar en bolsa, la salida a bolsa supone una oportunidad para sanear las cuentas, aumentar la transparencia con inversores y aficionados y, en definitiva, mejorar la imagen de marca.

Abstract

While soccer gets more professionalized worldwide, the economic and business component of sports entities has taken on an essential value in the development of the activities of professional clubs. For this reason, professional sports entities need new sources of financing to complement the traditional financial model. Diversifying revenue streams is part of the change in the management model of these entities. In order to reduce the dependence on income from sponsorship and television rights, professional European soccer clubs have opted for new financing formulas, among which the IPO of the companies stands out.

Listing on the stock exchange provides sports entities with a new form of income that allows them to make short- and medium-term investments in exchange for transferring part of the club's ownership. In addition, due to the requirements for listing on the stock exchange, the IPO is an opportunity to consolidate the financial accounts, increase transparency with investors and fans and, overall, improve the brand image.

2 Introducción

La profesionalización del deporte ha suscitado la incipiente necesidad de encontrar fuentes de financiación por parte de las entidades deportivas de primer nivel. La financiación mediante capital externo se torna fundamental en el devenir de las entidades deportivas profesionales, por ello, para afrontar el costo de nuevos proyectos deportivos, mejorar y ampliar infraestructuras, sanear cuentas mermadas, o simplemente por ofrecer una mayor transparencia y ejercer un mayor control sobre la gestión de la entidad, un número cada vez mayor de entidades deportivas profesionales y semiprofesionales, toman la decisión de buscar financiación colocando acciones en el mercado bursátil mediante la emisión de OPV (oferta pública de venta).

Desde la aparición de las plataformas digitales en 1996, los ingresos de los equipos profesionales de fútbol se han incrementado considerablemente, sin embargo, en la actualidad, los grandes clubes se encuentran sumidos en una profunda depresión económica, con elevadísimos niveles de deuda. Pese a las declaraciones de Javier Tebas, presidente de la liga, el pasado 2018, en las que afirmaba que, en los siguientes dos años, algún club de LaLiga cotizaría en bolsa, lo cierto es que estos, han apostado por otras formas de financiación, para evitar la cesión de propiedad y una transparencia que algunos clubes no aceptarían.

Los elevados niveles de deuda, la dependencia total de los contratos televisivos y la negativa a asumir la cesión de propiedad y las condiciones de transparencia financiera que requiere cotizar en bolsa, ha conducido a que equipos españoles, como el F.C. Barcelona, el Atlético de Madrid, el Valencia C.F o el Levante U.D, apuesten por la emisión de *Fan tokens*, descrito por Coinbase como “cualquier

criptomoneda aparte de Bitcoin y Ethereum”. La mala situación de los estados financieros de las entidades deportivas profesionales españolas, ha reabierto el debate sobre su modelo de financiación; más si cabe tras la apuesta del Intercity, un modesto club alicantino que milita en segunda RFEF, categoría no profesional, que ha sido el primer club español en cotizar en bolsa, en concreto, en el BME Growth, antiguo mercado alternativo bursátil, con una OPV de 4,4 millones de euros.

La industria del deporte es según los analistas de PWC, una palanca generadora de industria y riqueza. Por este motivo, el tema que incumbe a este trabajo final de grado, en la actualidad, tiene un gran impacto. Tanto el fútbol como la bolsa, son sectores que están en boca de todos y de los cuales, día a día, hay mayor conocimiento y cultura general.

El trabajo se estructura en torno al análisis de las entidades deportivas que cotizan en bolsa, para, tras ello, compararlas con las entidades que se han decidido por otros modelos de financiación alternativos, o, por el contrario, mantienen las fuentes de financiación tradicionales. Para la realización de este estudio, en primer lugar, estudiaremos las condiciones necesarias, en España, para la salida a bolsa de las entidades deportivas. Seguidamente, tomaremos una muestra de equipos de fútbol profesionales europeos y británicos que cotizan y que no cotizan en bolsa, y se realizará un análisis cuantitativo de los equipos correspondientes. Realizado este análisis, analizaremos las características de ambas muestras y valoraremos las diferentes alternativas y las posibles consecuencias de la decisión de salida a bolsa como fórmula de financiación.

3 Revisión literaria

El siguiente apartado recoge el contexto en el que se ha realizado el estudio, así como la evolución histórica de las finanzas deportivas. De este modo, se recogen las citas más influyentes de diferentes autores que han realizado sus estudios en los modelos de financiación de los clubes de fútbol profesional.

“El fútbol profesional ha adquirido la dimensión de una auténtica realidad empresarial, constituye un gran negocio y tiene un impacto creciente en la economía de los países” (Foster, 2005; Noll & Zimbalist, 1997).

Por ello, los clubes han tenido que reinventarse y adaptar sus estructuras, en busca de nuevas formas de financiación y con nuevas estructuras financieras, algunas entidades deportivas han apostado por la salida a bolsa. Sin embargo, a este cambio no siempre lo acompaña una gestión profesional. Así, en España, los procedimientos concursales, las deudas con instituciones públicas y la falta de transparencia han proyectado una mala imagen del sector, una pérdida de reputación y un bien comprensible recelo de parte de una opinión pública que demanda una administración responsable del fenómeno deportivo. (Sheth & Babiak, 2010).

El auge del deporte profesional, ha aumentado la monetización del mismo, incrementándose los ingresos de las entidades deportivas, así como de la industria alrededor de las competiciones profesionales, según Murillo (2012) “Esta situación se repite en muchos países europeos, especialmente en aquellos en las que se disputan las competiciones de liga que mueven mayores presupuestos, estos son: Premier League en Inglaterra, la Serie A en Italia, la Bundesliga en Alemania y la Ligue 1 en Francia”.

Para comenzar con nuestra investigación, en primer lugar, repasaremos los estudios previos y las conclusiones de investigaciones en lo que respecta a la bolsa como nuevo modelo de financiación para las entidades deportivas.

La liga de fútbol española está pasando por uno de sus peores momentos en cuanto a financiación se refiere. Los equipos "adornan" sus balances con elevadísimos niveles de endeudamiento, lo que junto a una enorme dependencia de los contratos televisivos hacen de nuestra liga una de las

menos saneadas de Europa. Mientras que, prácticamente, la totalidad de las grandes ligas europeas cuenta con alguno de sus clubes cotizando en bolsa, la presencia del fútbol en el mercado español es actualmente nula, a pesar de las ventajas de la cotización bursátil. La urgente necesidad de obtención de financiación por parte de los clubes de fútbol trae de nuevo a actualidad la salida a Bolsa como posible solución. (Fernández, 2003).

Para prever y entender el comportamiento del mercado de valores, y así, obtener la mayor rentabilidad posible, es esencial manejar la mayor cantidad de información sobre la empresa que estamos analizando y lo que le rodea (sector, condiciones coyunturales, industria, marco geopolítico, etc).

Los precios de los activos negociables en el mercado de valores deben reflejar toda la información disponible sobre emisores que deben considerarse en un mercado de capital eficiente. Por consiguiente, se espera que los precios de las acciones de las compañías deportivas incorporen información sobre el desempeño financiero basado en estados financieros y puntajes deportivos. (Samagaio, Couto & Caiado, 2009, p.3)

La información es una fuente de conocimiento que nos permite entender los movimientos que suceden en el mercado de valores, sin embargo, disponer de la información no es suficiente para poder establecer causalidad entre la información de la que disponemos y los movimientos del mercado, para ello, es fundamental realizar una buena interpretación de la información disponible.

Por una parte, los estados financieros reportan información sobre eventos en el último año, semestre o trimestre. En consecuencia, la lectura e interpretación de esa información podría ayudar a cambiar los precios de las acciones de las empresas deportivas. En ausencia de algún otro evento, los precios de las acciones solo cambian a la divulgación de información contenida en declaraciones. (Samagaio et al., 2009, p.12)

En el particular caso de las entidades deportivas, parte de la información disponible, que, además, es de dominio público y fácil acceso, es el rendimiento deportivo de las entidades, según Boido (2013), cuando el rendimiento del

equipo afecta al precio de las acciones se pueden distinguir dos canales de transmisión, por los cuales el rendimiento deportivo afecta al precio de cotización: En primer lugar, el canal emocional, razón por la cual el sentimiento de los inversores constituye un factor determinante en la decisión de inversión, por lo que, el factor emocional puede afectar a los movimientos de los inversores de manera irracional. Según Straca “algunos factores emocionales juegan un papel importante en la configuración del precio del mercado financiero”. El autor afirma que se usa la expresión “emocional” para indicar que la principal motivación de los inversores no es estrictamente económica o al menos sus decisiones no están basadas exclusivamente en cálculos financieros.

Por otro lado, se encuentra el impacto del desempeño financiero en las decisiones de inversión, este factor, adopta un comportamiento de mayor racionalidad y no constituye un factor tan diferencial de la inversión en entidades deportivas. El impulso económico consecuencia del rendimiento deportivo (premios, primas, derechos, etc) impulsan las ganancias potenciales y reales de la entidad. Por tanto, a mayor éxito deportivo, mayores son los ingresos generados por patrocinios, derechos televisivos, venta de entradas, primas y premios en metálico, etc.

Consecuentemente, el buen rendimiento deportivo, es un factor determinante de su rendimiento en el mercado de valores y puede ser clave para revalorizar un club. Samagaio et al., (2009) afirma que:

La calidad del equipo, ganar partidos y competiciones ayuda a cambiar las expectativas de los inversores sobre los precios de las acciones de los clubes deportivos. Dice además que el éxito en el terreno puede conducir a mayores ingresos por publicidad, mayores ventas de productos de merchandasing y un mayor conocimiento de la marca, es decir, una mayor capacidad para crear valor para los inversores. (Samagaio et al., 2009, p.13)

Sin embargo, en el caso del fútbol español, la mala situación de los estados financieros imposibilita la salida a bolsa. La desigualdad entre los presupuestos de los equipos que conforman la primera división del fútbol español, unido a el amplio diferencial entre los ingresos televisivos cobrados por unos y otros, ha

conducido a las entidades deportivas españolas de fútbol profesional a una situación de elevado endeudamiento e incapacidad por revertir la situación financiera, sin mermar el rendimiento deportivo. Pese al exponencial incremento de los presupuestos durante este siglo, la situación financiera de la mayoría de los clubes es insostenible.

Desde la aparición de las plataformas digitales en 1996, el dinero de la televisión representa el 50 por ciento de los ingresos de los clubes, pasando de repartirse 42 millones de euros a 240 millones por temporada. Pese a estos elevados ingresos por derechos de retransmisión, en la temporada actual parece que, salvo los dos grandes clubes, el resto se encuentran sumidos en una honda depresión económica, con elevadísimos niveles de deuda, una situación que se ha visto reflejada en los escasos movimientos del mercado de fichajes.

(Fernandez et al., 2003)

Debido a la dependencia histórica de los derechos televisivos, y con la posición dominante de las plataformas digitales al fusionarse y disminuir la competencia; observamos el claro ejemplo en España, en primer lugar con la fusión entre Canal+ y Movistar, y más recientemente, con los acuerdos de cesión de derechos entre Movistar+ y DAZN; desde principios de los años 2000, las entidades deportivas españolas buscan modelos de financiación alternativos, para reducir la dependencia de los contratos televisivos.

La salida a bolsa se convierte en una alternativa atractiva para obtener la financiación necesaria para los clubes de fútbol. Las sucesivas modificaciones de la Ley del Deporte han retrasado la cotización en los mercados financieros de las Sociedades Anónimas Deportivas, obstaculizando de esta forma las intenciones de clubes que, como el Valladolid, habían llegado a presentar el borrador del folleto para la oferta pública de venta (OPV) ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Pero la legislación española no ha sido la única razón del retraso existente en nuestro país respecto a otros de la Unión Europea para la

cotización bursátil. La escasa profesionalización en la gestión del fútbol o la existencia de presidentes que únicamente buscaron el reconocimiento social, también han favorecido el desfase actual.

(Fernandez et al., 2003)

Diversos autores, coinciden en que el rendimiento deportivo es la principal causa del incremento o la disminución de los ingresos tanto televisivos, como comerciales de los clubes de fútbol. La posición negociadora de los clubes deportivos, depende directamente de su reconocimiento y su rendimiento deportivo. Aglietta et. Al., (2010) aseguran que “las victorias repetidas en el campeonato tienden a aumentar el valor de los jugadores y el valor de los contratos que el club puede pretender negociar con los patrocinadores y los medios de comunicación. Por el contrario, los malos resultados deportivos, como ser relegado a una división inferior, depreciarán valor del capital de los jugadores y futuros contratos de patrocinio.”

También es importante diferenciar el objetivo de la gerencia de los equipos que cotizan en bolsa porque puede que tengan fines distintos. Algunos, quizás tengan intención de maximizar las ganancias y otros, al contrario, les restan importancia a los resultados económicos y se centran en la consecución de los objetivos deportivos (Samagaio et al., 2009).

4 Análisis del sector

4.1 Evolución histórica de la financiación de las entidades deportivas

Para contextualizar la investigación y los modelos de financiación actuales por los que apuestan las entidades deportivas, en primer lugar, es necesario evaluar los modelos históricos y tradicionales de financiación de las entidades deportivas.

Muchas son las culturas, que, en la actualidad, debido a la fama y el reconocimiento del fútbol, quieren atribuirse su invención. Bien es cierto, que los antecedentes del fútbol pueden atribuirse a diferentes culturas como la japonesa, la italiana o la azteca, quienes originaron juegos similares al fútbol. El primer

reglamento oficial tal y como conocemos en la actualidad, se remonta a mediados del siglo XIX y fue redactado por los británicos, el Código Cambridge. Este código recoge un abanico de reglas y normas de un juego practicado fundamentalmente por estudiantes universitarios de diferentes facultades de la universidad de Cambridge. Sin embargo, no fue hasta el año 1863 cuando se oficializaron las primeras reglas en la ciudad de Londres. Es durante esta época cuando surgen los primeros clubes de fútbol en Reino Unido creándose los primeros campeonatos. En España, el primer club se fundaría en 1878, fundado como *Huelva Recreation Club*, el actual Recreativo de Huelva. Tras ello, a primeros de siglos se fundan las primeras ligas de fútbol.

Desde los inicios del fútbol español, las entidades deportivas fundadas, buscan formas de financiación para sufragar los gastos fundamentales, equipajes, compra o alquiler de terrenos donde disputar los partidos, viajes, etc. Durante estos primeros años, la forma básica de financiación de estas entidades es mediante la venta de entradas para disfrutar de los encuentros. La escasa notoriedad del fútbol hace desaparecer muchas de las entidades fundadas. La falta de ingresos, unido a la negativa de los bancos por ofrecer créditos, provoca la disolución de muchas de las entidades creadas, al ser insostenibles económicamente.

Durante el siglo XX, pese a la inestabilidad social y política de la Europa, el notorio incremento del número de aficionados creó la necesidad de buscar o construir mayores estadios en los que disputarse los partidos. El crecimiento de la base de aficionados atisbaba un negocio con gran potencial.

En los años 40, el presidente del Real Madrid, Santiago Bernabéu cambió la forma de ver el fútbol para siempre. Al observar el auge del deporte como espectáculo, la importancia que comenzaba a tener el fútbol en la sociedad y ante la necesidad de explotar esta nueva necesidad, el presidente del Real Madrid decidió construir un estadio a la altura de las expectativas de los aficionados, con el objetivo de obtener mayores beneficios con la venta de un mayor número de entradas.

Sin embargo, la falta de liquidez de las entidades deportivas y la ausencia de créditos y préstamos por parte de los bancos, impulsaría al club blanco a emitir obligaciones a cuyos portadores se les pagaría el importe junto con unos intereses. La venta de la mayor parte de obligaciones fue comprada por socios

del Real Madrid quienes no exigían las condiciones restrictivas de los bancos y recogían el sentimiento de pertenencia al club. De este modo, la manera de ver el fútbol cambió, comenzando a verse el fútbol como un negocio.

Durante los años 70, y con la profesionalización del fútbol y la inclusión de un claro componente empresarial, se empiezan a observar las primeras publicidades en las equipaciones de los equipos profesionales, así como, las vallas publicitarias en los campos de fútbol. Durante esta década, se populariza la publicidad como el nuevo modelo de financiación de las entidades deportivas profesionales, las cuales incrementan considerablemente sus ingresos, gracias al auge del “deporte rey”. Junto a la publicidad, surge otra gran fuente de ingresos, pero también de gasto, para las entidades deportivas, los jugadores, son considerados activos de los clubes, y la compraventa de jugadores, genera plusvalías muy notorias.

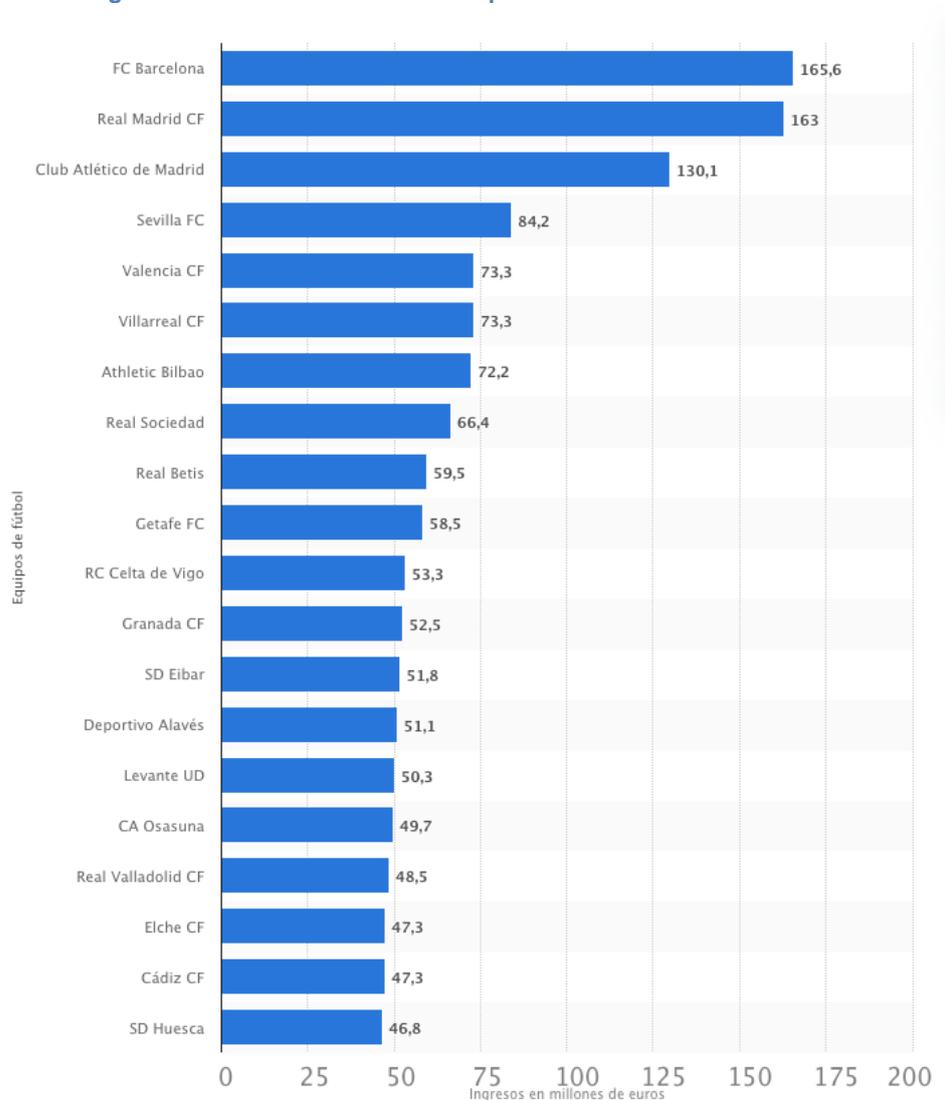
Más adelante, en los años 80, en busca de nuevas fuentes de ingresos, las entidades deportivas desarrollan las primeras actividades de marketing, creando una imagen de marca y estableciendo grandes contratos de patrocinio y con marcas deportivas. La venta de camisetas y *merchandising* de los equipos, constituye una nueva fuente de ingresos. En esta misma década, más concretamente en 1983, el Tottenham Hotspur, club inglés de la primera división de fútbol profesional, en busca de una nueva fuente de financiación, emite una OPV y comienza a cotizar en la bolsa de Londres. Este movimiento se produjo para solventar los problemas económicos por los que atravesaba el club. En el momento de la salida a bolsa, el club mantenía unas deudas “superiores a los 900 millones de pesetas, después de la construcción de una tribuna de su estadio.” (El País, 1973).

Por otro lado, desde los años 90, con la aparición de las plataformas de “streaming” y la televisión privada, los derechos televisivos conforman una de las principales fuentes de ingresos, la competencia entre plataformas y el seguimiento mundial del fútbol, generó que los ingresos por derechos televisivos sean una de las principales fuentes de ingreso de las entidades deportivas. En los últimos años, los ingresos televisivos suponen para las grandes ligas europeas la principal fuente de ingresos. “Para la Premier, la Liga y la Serie A el

porcentaje de ingresos por derechos de TV sobre el total supuso un 54%, 43% y 49% respectivamente en el año 2017.” (Martín, 2019).

En el caso del fútbol español, según datos publicados por *LaLiga* y recogidos por la *statista.com*, los ingresos televisivos de los equipos españoles durante la pasada temporada 2020/2021, oscilaron entre los 46 millones de euros y los 165 millones de euros percibidos por el F.C. Barcelona. En la tabla 1 se observa los ingresos generados por cada uno de los equipos que componen la primera división española.

Tabla 1: Ingresos de los clubes de fútbol españoles



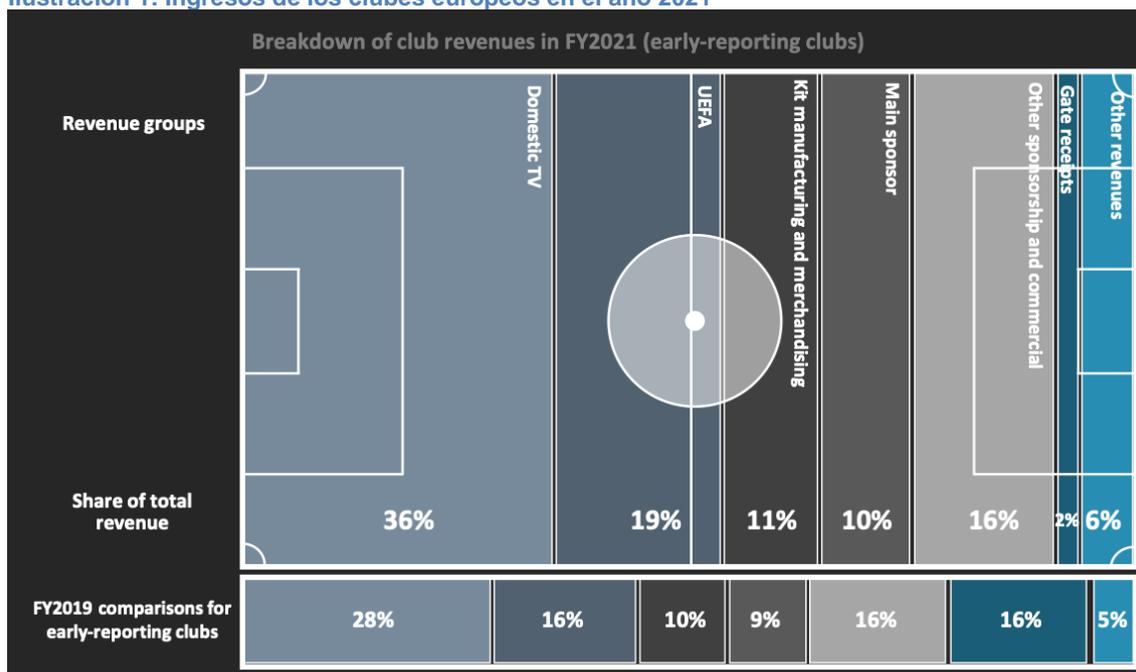
Fuente: Statista

4.2 Formas tradicionales de ingresos y financiación

En este apartado se presentan las formas tradicionales de obtención de ingresos y financiación para las entidades deportivas. De esta manera, el fútbol no es un fenómeno exclusivamente deportivo, constituye también un fenómeno económico, social e incluso cultural. Por esta razón, sus fuentes de ingresos y financiación, históricamente, no se han limitado al ámbito deportivo y de rendimiento, por el contrario, la mayor parte de los ingresos generados por el fútbol, provienen de su carácter social y cultural. A continuación, analizamos las fuentes de ingresos y financiación que tradicionalmente han sustentado el negocio del fútbol profesional.

Según el informe *The European Club Footballing Landing Scape*, realizado anualmente por la UEFA, los ingresos televisivos suponen el mayor de los ingresos para las entidades deportivas, además, debido a la pandemia, y la consiguiente reducción de los ingresos por entradas, los derechos televisivos asumen un papel más importante en las cuentas de las entidades deportivas. Seguidamente, los ingresos por participaciones en competiciones de la UEFA suponen la segunda mayor fuente de ingresos. A continuación, se encuentran los ingresos por entradas (salvo en 2020), los patrocinios y las ventas de *merchandising*, con pesos muy similares. En la ilustración 1, extraída del informe *The European Club Footballing Landing Scape* elaborado anualmente por la UEFA, observamos el peso relativo de cada fuente de ingresos el pasado año 2021.

Ilustración 1: Ingresos de los clubes europeos en el año 2021



Fuente: The European Club Footballing Landing Scope, UEFA (2021)

En el caso concreto de las 5 grandes ligas europeas, LaLiga española, la Premier League inglesa, la Bundesliga alemana, la Serie A italiana y la Ligue 1 francesa; los pesos relativos de cada fuente de ingreso varían considerablemente. La tabla 2 recoge los pesos relativos de las fuentes de ingreso en cada una de las grandes ligas europeas. La importancia tanto de los derechos televisivos como de los patrocinios es muy superior a la media, debido a la visibilidad y el seguimiento de estas ligas, las televisiones aceptan pagar un canon mayor, y los patrocinadores se enfrentan a mayores competidores y, por tanto, los precios son mayores.

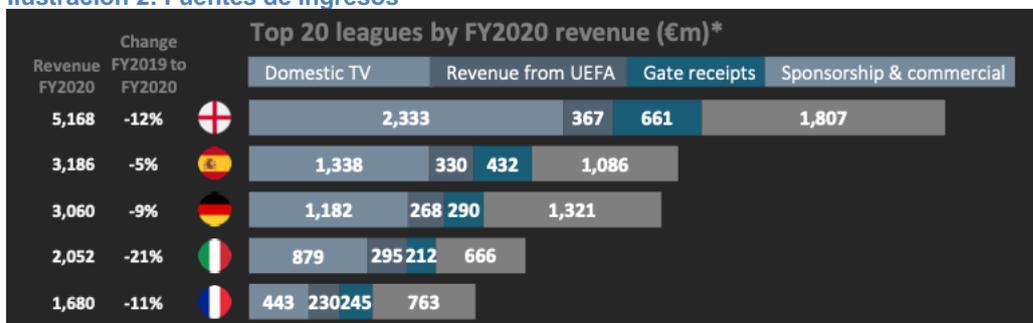
Tabla 2: Pesos relativos de las fuentes de ingresos en las 5 grandes ligas

Ingresos totales					
País	(millones €)	Derechos TV	Ingresos UEFA	Venta de tickets	Patrocinios
Inglaterra	5.168,00	45,14%	7,11%	12,79%	34,96%
España	3.186,00	42,00%	10,36%	13,56%	34,08%
Alemania	3.060,00	38,62%	8,75%	9,47%	43,16%
Italia	2.052,00	42,84%	14,37%	10,33%	32,46%
Francia	1.680,00	26,36%	13,69%	14,55%	45,40%
Promedio	3.029,20	38,99%	10,86%	12,14%	38,01%

Fuente: Elaboración propia datos de The European Club Club Footballing Landing Scope

La ilustración 2, rescatada del informe anual de la UEFA, recoge los pesos absolutos de las principales fuentes de ingresos para los equipos que componen las ligas inglesa, española, alemana, italiana y francesa.

Ilustración 2: Fuentes de ingresos



Fuente: The European Club Footballing Landing Scape, UEFA (2021)

4.2.1 Patrocinios y publicidad

Dada la magnitud económica del deporte profesional, así como su cuota de visibilidad, lo convierte en un sector muy atractivo para las grandes marcas comerciales de todo tipo de sectores, por ello, encontramos todo este tipo de contratos de patrocinios en el mundo del deporte profesional. Los clubes de fútbol de las principales ligas negocian contratos de patrocinio millonarios, ofreciendo a las marcas la visibilidad y la imagen corporativa que otorga ser el patrocinador de los clubes de fútbol más importante del planeta.

Entre los patrocinios de las entidades deportivas profesionales, encontramos un inmenso abanico de acuerdos, en los que se negocian cantidades muy dispares, ya que el impacto de los ingresos generados por estos patrocinios difiere mucho dependiendo de la importancia del club, su rendimiento y su posicionamiento. Los “grandes” equipos mantienen una posición más dominante en la negociación de acuerdos, sin embargo, los equipos modestos, pueden encontrarse con multitud de problemas a la hora de conseguir patrocinios de sumas cuantiosas. Según datos de la propia UEFA, y como se puede observar en la anterior tabla, los patrocinios suponen cerca de un 40% de los ingresos de los equipos de las cinco grandes ligas europeas, mientras que, en el promedio de todas las ligas recogidas en la Unión Europea de Asociaciones de Fútbol (UEFA), los patrocinios generan algo más del 25% de los ingresos.

El componente social y cultural del fútbol, convierten al fútbol en una herramienta para todo tipo de empresas para llegar a su público objetivo; por ello, al ser un

fenómeno de masas, las empresas anunciantes reconocen en el fútbol y el deporte profesional, una oportunidad de captar a un gran público potencial.

Dentro de los patrocinios de las entidades deportivas, se hayan los patrocinadores principales y los patrocinadores secundarios.

El patrocinador principal es aquel que acapara las principales herramientas de difusión de la marca. Habitualmente, su nombre o logotipo aparece en la cara delantera de la equipación, es la marca con mayor presencia en las vallas publicitarias y las pantallas del estadio, los jugadores y componentes del club colaboran en las campañas de marketing de la empresa, etc. Es muy complicado establecer unos límites concretos y universales, ya que cada club y patrocinador acuerdan de acciones publicitarias concretas.

En segundo lugar, existen patrocinios secundarios con un impacto menor en la audiencia y menor visibilidad. En estos casos, destacan las promociones por redes sociales, la publicidad en el estadio y en la camiseta, en menores dimensiones.

Además, otro de los principales patrocinios de los que se benefician las entidades deportivas, son los patrocinios deportivos o de material, entre ellos, destacan los acuerdos alcanzados con las marcas que visten a los equipos, quienes suministran todo el equipamiento necesario, además de desembolsar grandes cantidades de dinero. Uno de los principales ingresos para estos patrocinadores es la venta de sus productos a través de los canales oficiales del club.

Por otro lado, durante los últimos años, se ha promulgado en el deporte profesional la firma de contratos nominativos, por los cuales el equipo o el estadio, toman el nombre de la empresa patrocinadora. Ejemplos de este tipo de patrocinio, observamos el reciente acuerdo entre el F.C Barcelona y la empresa Spotify, para renombrar el estadio como *Spotify Camp Nou*.

En los patrocinios se produce una identificación de la marca con el club y viceversa. Así, tanto la marca como el club se benefician (o salen perjudicados) de los valores que se asocia a las entidades y de las acciones tomadas por la empresa y el club.

Según datos de KPMG, publicados en su informe anual emitido por *Football Benchmark* y recogidos en la ilustración 3, dos de los mayores acuerdos de patrocinio a nivel mundial los mantienen los dos grandes equipos españoles.

Además, ambos contratos exceden la media de duración de los contratos de patrocinio en camisetas, al tratarse de acuerdos por 5 temporadas. Sin embargo, los ingresos por patrocinio de los equipos que componen la liga española se han visto afectados por la pandemia, “los ingresos comerciales agregados en LaLiga española disminuyeron ligeramente (-2,5%) en 2019/20, principalmente debido a los descensos más importantes del Barcelona (-37 millones de euros)” (KPMG, 2021)

Ilustración 3: Patrocinios de camisetas



Fuente: KPMG Football Benchmark

Además, son muchas las marcas que apuestan por ser patrocinadores secundarios de varias entidades, en 2018, según datos de la web especializada en economía y deporte “Palco23”, Coca-Cola mantenía acuerdos de patrocinio

con 15 equipos de fútbol profesionales solo en España. Además, entre Adidas, Nike y Joma, visten y patrocinan a 12 de los 20 equipos de la primera división española. La tabla 3 recoge los principales patrocinios deportivos presentes en el fútbol español.

Tabla 3: Patrocinios en el fútbol español

Patrocinador	Acuerdos	Clubes
Coca-Cola	15	FC Barcelona, Real Madrid, Atlético de Madrid, Valencia CF, Sevilla FC, Athletic Club, Málaga CF, Real Betis, Villarreal CF, Deportivo Alavés, SD Eibar, Leganés, Granada CF, Deportivo de la Coruña, CA Osasuna, Sporting de Gijón
CaixaBank	10	FC Barcelona, Atlético de Madrid, Valencia CF, RCD Espanyol, Málaga CF, Real Betis, Villarreal CF, Las Palmas, CA Osasuna, Sevilla CF
Adidas	6	Real Madrid, Valencia CF, Real Sociedad, Real Betis, Celta de Vigo, CA Osasuna
Nike	5	FC Barcelona, Atlético de Madrid, Athletic Club, Málaga CF, Sporting de Gijón
Mahou	5	Real Madrid, Atlético de Madrid, Villarreal CF, Sporting de Gijón, Leganés
Kirolbet	5	Real Sociedad, Athletic Club, SD Eibar, Deportivo Alavés y CA Osasuna
beIN Sports	1	Valencia CF
Joma	4	RCD Espanyol, Villarreal CF, Granada CF, Leganés
Audi	4	FC Barcelona, Real Madrid, Athletic Club, Villarreal CF
Damm	3	FC Barcelona, Valencia CF, RCD Espanyol
San Miguel	3	Athletic Club, Málaga CF, SD Eibar
Euskaltel	4	Athletic Club, Deportivo Alavés, SD Eibar, Real Sociedad
EA Sports	2	Real Madrid, Valencia CF
Movistar	2	FC Barcelona, CA Osasuna

Fuente: Palco23.com

4.2.2 Derechos de retransmisión

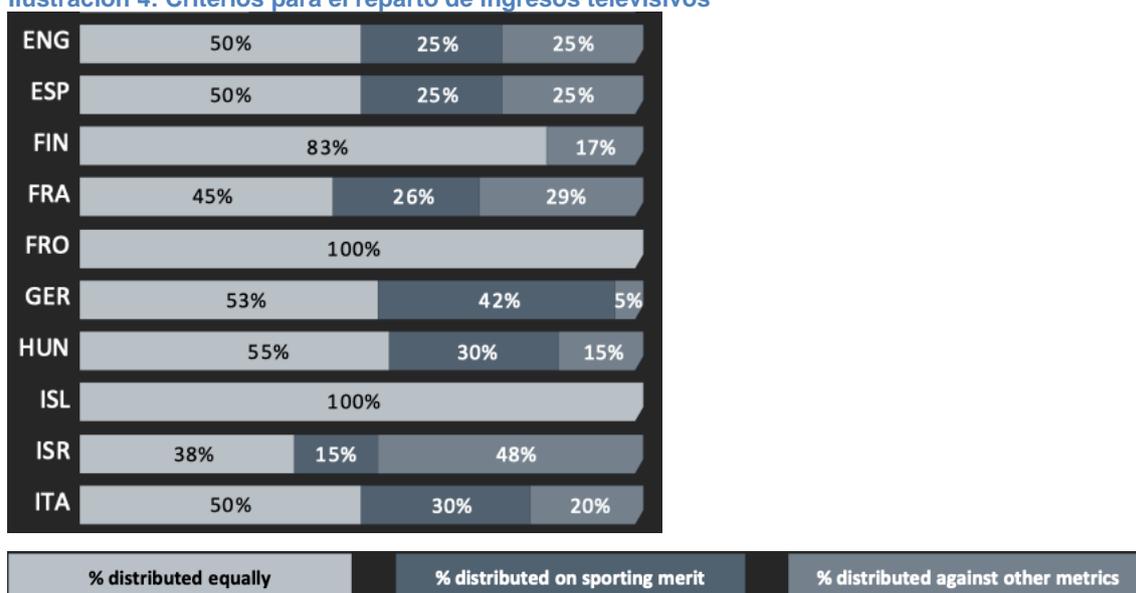
La rápida evolución de la tecnología ha fomentado el uso de plataformas digitales de *streaming*, gracias a ello, y a la creciente audiencia internacional, las grandes ligas comercian con los derechos de retransmisión a nivel nacional e internacional, obteniendo grandes contratos por los derechos televisivos, que se reparten posteriormente entre los clubes que componen la competición.

La internacionalización de los derechos televisivos ha permitido hacer de estos, la mayor fuente de ingresos para los clubes europeos. Como recoge el informe The European Club Footballing Landing Scape elaborado por la UEFA, los derechos televisivos suponen el 42% de los ingresos de los clubes españoles.

Las cinco grandes ligas europeas venden los derechos televisivos nacionales de forma colectiva, y distribuyen los ingresos en función de una serie de parámetros. Habitualmente, y según estimaciones de la UEFA, la mitad de los ingresos obtenidos en los contratos de derechos de retransmisión se reparten equitativamente entre los equipos participantes. Cerca de un tercio de estos ingresos, se reparten en función de los méritos deportivos, y la cantidad restante se reparte en función de métricas particulares de cada liga. Como puede apreciarse en la imagen, la Bundesliga alemana reparte el mayor volumen de

ingresos equitativamente, mientras que la francesa, es la que menos ingresos reparte de forma equitativa, y más ingresos distribuye en base a sus propias métricas, por tanto, tiene mayor capacidad para decidir la distribución final de los ingresos. En la ilustración 4 se recogen los criterios de distribución de cada liga y los pesos relativos de cada una de las variables para establecer el reparto de ingresos televisivos.

Ilustración 4: Criterios para el reparto de ingresos televisivos



Fuente: The European Club Footballing Landing Scape, UEFA (2021)

Por otro lado, a la hora de distribuir los ingresos obtenidos por los acuerdos televisivos internacionales, las ligas española, italiana y francesa, mantienen los mismos criterios para el reparto, sin embargo, la Premier League y la Bundesliga, aplican sistemas de distribución disidentes que premian en mayor medida el rendimiento y las apariciones en competiciones europeas.

En el caso de la liga española, según el artículo 2 del Real Decreto-Ley 5/2015 publicado el 30 de abril de 2015, “la titularidad de los derechos audiovisuales incluidos en el ámbito de aplicación de esta ley corresponde a los clubes o entidades participantes en la correspondiente competición.” Por ello, los ingresos generados por la explotación de los derechos televisivos se reparten entre los equipos que componen la primera y la segunda división del fútbol español, destinando, en virtud del artículo 5 del Real Decreto-Ley 5/2015 publicado el 30 de abril de 2015, “El 90 por 100 de los ingresos se asignará a los clubes y entidades participantes en la Primera División del Campeonato Nacional de Liga y el 10 por 100 restante a los clubes y entidades de la Segunda División”.

Con el objetivo de disminuir la brecha entre las cantidades que percibe cada club, el Real Decreto-Ley 5/2015 establece unos criterios de adjudicación de fondos, entre los que destaca que “la diferencia entre los clubes y entidades que más y menos ingresen no podrá ser superior a 4,5 veces.”

En la tabla 4 se recogen los ingresos de cada entidad deportivas de la primera división española para la temporada 2020/2021. En esta, observamos que el Real Decreto-Ley 5/2015 cumplió con su objetivo de disminuir la brecha entre los equipos que más y menos perciben, siendo el F.C. Barcelona el club más beneficiado en el reparto de ingresos, obteniendo algo más del triple de lo que recibe la Sociedad Deportiva Huesca, equipo que menos ingresos percibe del acuerdo televisivo.

Tabla 4: Ingresos clubes primera división 2020-2021

Entidad	Ingresos
Fútbol Club Barcelona	165.600.000,00 €
Real Madrid Club de Fútbol	163.000.000,00 €
Club Atlético de Madrid S.A.D	130.100.000,00 €
Sevilla Fútbol Club S.A.D	84.200.000,00 €
Valencia Club de Fútbol S.A.D	73.300.000,00 €
Villarreal Club de Fútbol S.A.D	73.300.000,00 €
Athletic Club	72.200.000,00 €
Real Sociedad de Fútbol S.A.D	66.400.000,00 €
Real Betis Balompie S.A.D	59.500.000,00 €
Getafe Club de Fútbol S.A.D	58.500.000,00 €
Real Club Celta de Vigo S.A.D	53.300.000,00 €
Granada Club de Fútbol S.A.D	52.500.000,00 €
Sociedad Deportiva Eibar S.A.D	51.800.000,00 €
Deportivo Alavés S.A.D	51.100.000,00 €
Levante Unión Deportiva S.A.D	50.300.000,00 €
Club Atlético Osasuna	49.700.000,00 €
Real Valladolid Club de Fútbol S.A.D	48.500.000,00 €
Cádiz Club de Fútbol S.A.D	47.300.000,00 €
Elche Club de Fútbol S.A.D	47.300.000,00 €
Sociedad Deportiva Huesca S.A.D	46.800.000,00 €
Total	1.444.700.000,00 €

Ratio diferencia máximo-mínimo

3,54

Fuente: Adaptado de “Reparto de los derechos de TV” LaLiga, 2021.

4.2.3 Taquillas

La venta de entradas y abonos de temporada fue, en los inicios del fútbol profesional, la mayor fuente de ingresos para las entidades deportivas. Sin embargo, durante los últimos años el impacto de los ingresos por la venta de entradas es cada vez menor. Con anterioridad al estallido de la pandemia, el peso de los ingresos generados por la venta de entradas, respecto al total de ingresos, había disminuido considerablemente. Como indica el informe *The European Club Footballing Landscape*, realizado por la UEFA (2019), desde 2008 a 2017 el porcentaje que suponen los ingresos en la taquilla sobre el total de ingresos ha sufrido una disminución en la mayoría de los 20 principales mercados. Existen dos razones principales por las que el peso relativo los ingresos generados por la venta de entradas disminuye. En primer lugar, la venta de entradas se enfrenta a dos grandes limitaciones, por un lado, la capacidad del estadio es limitada, pero además, el precio debe ser aceptado por la demanda, y por tanto, no pueden aumentarse considerablemente los ingresos por la vía de venta de entradas. Mientras que los ingresos totales de los equipos aumentan a un ritmo exponencial, el potencial de los ingresos generados por la venta de entradas es muy limitado. Por otra parte, en segundo lugar, “los partidos que se retransmiten en directo por televisión pueden considerarse como un sustituto de la asistencia al estadio” (Cox, 2012), por este motivo, la venta de entradas disminuye debido al aumento de las retransmisiones, ya que muchos aficionados deciden no acudir al estadio al existir la posibilidad de ver el encuentro desde plataformas de *streaming* o televisión. “La retransmisión en directo tiene un pequeño efecto negativo en los ingresos por entradas para los clubes con mejores resultados y un efecto mucho mayor para los clubes con peores resultados.” (Cox, 2012).

Por tanto, la limitación de los ingresos generados por la venta de entradas, debido a la capacidad de los estadios y al precio máximo que la gente estaría dispuesta a pagar, junto con el efecto de las retransmisiones de los partidos en los datos de asistencia, “existen evidencias de una reducción significativa de la asistencia a los estadios cuando se televisa un partido. El efecto aumenta en los partidos emitidos por la televisión terrestre en abierto.” García (2002); hacen de

la venta de entradas, una fuente de ingresos muy limitada, que disminuye su valor en las cuentas de las entidades deportivas.

Por otro lado, la pandemia provocada por la COVID-19 ha tenido un impacto devastador en los ingresos por la venta de entradas, con los estadios vacíos, los clubes han dejado de percibir este ingreso, que supone algo más del 12% en las 5 grandes ligas (UEFA, 2021). Con la disputa de los encuentros a puerta cerrada durante parte de la temporada 2019-2020 y prácticamente la totalidad de la 2020-2021, las entidades deportivas de las 5 grandes ligas europeas, según datos de la UEFA, perdieron el 93% de los ingresos por entradas, durante el año fiscal 2021.

4.2.4 Ingresos UEFA y rendimiento Deportivo

El rendimiento y la clasificación en las diferentes competiciones en las que se compite, inciden en la cuenta de resultados de las entidades deportivas. Tanto la UEFA como las ligas nacionales asignan incentivos económicos para premiar el rendimiento deportivo e incrementar la competitividad.

Las competiciones europeas de primer nivel (UEFA Champions League y UEFA Europa League) generan algo más del 10% de los ingresos para los clubes de las 5 grandes ligas, sin embargo, tienen mayor incidencia en las cuentas de las entidades deportivas de ligas menores, quienes ingresan menores cantidades del resto de fuentes de financiación. “La pasada temporada 2019/2020, la UEFA repartiría más de 3.000 millones de euros entre los clubes participantes en sus dos competiciones” (UEFA, 2021).

La tabla 5 recoge los ingresos que repartió la UEFA en función de cada hito. Observamos que los clubes participantes, pueden llegar a ingresar un total de 85.950.000 euros por la participación en la UEFA Champions League.

Tabla 5: Ingresos por hitos de la UEFA

Hito	Ingreso
Clasificación para fase de grupos	15.250.000,00 €
Victoria en fase de grupos	2.700.000,00 €
Empate en fase de grupos	900.000,00 €
Clasificación octavos	9.500.000,00 €
Clasificación cuartos	10.500.000,00 €
Clasificación semifinales	12.000.000,00 €
Clasificación final	15.000.000,00 €
Campeón	7.500.000,00 €

Fuente: Elaboración propia adaptado de UEFA

4.2.5 Compra-Venta de jugadores

Los deportistas profesionales se han convertido durante los últimos años, en activos de gran valor para sus entidades deportivas. El superávit o el déficit que genera la gestión de las adquisiciones y ventas de jugadores, han cobrado vital importancia para las finanzas de las entidades deportivas, más si cabe, desde que en 2010 la UEFA introdujese el *Fair Play Financiero*. Debido a que “los propietarios de los clubes no están preocupados por maximizar los beneficios y persiguen el prestigio y el éxito deportivo bajo una restricción presupuestaria suave (Andreff, 2007)”, la UEFA estableció su reglamento de *Fair Play* financiero (FFP) en un intento de frenar la creciente espiral de pérdidas. El objetivo, según el comunicado que emitió la UEFA, era evitar que los clubes que se clasifican para las competiciones europeas gasten más de lo que ingresan y, por consiguiente, mejorar la salud financiera del fútbol europeo.

En los últimos años la especulación y la aparición de nuevos mercados han generado un drástico aumento de los precios de los fichajes de los jugadores. (Ndong, 2018). Pese a que “el *Fair Play* financiero no se basa en un tope salarial como las grandes ligas deportivas profesionales de Estados Unidos, por lo que su eficacia no está clara.” (Ahtiainen, et.al., 2020), la buena gestión de los traspasos supone una fuente de ingresos muy importante, ya que el incremento de las inversiones realizadas en fichajes ha incrementado durante los últimos años, batiéndose cada año nuevos récords de “fichajes más caros de la historia”. Para reducir incertidumbres a la hora de acometer inversiones fundamentales para el devenir de las entidades deportivas, nacen soluciones basadas en la inteligencia digital, que proporcionan un respaldo científico-matemático a la toma de decisiones. Un claro ejemplo de ello, lo encontramos en Olocip, empresa fundada por Esteban Granero, exjugador del Real Madrid, que ofrece una “plataforma de análisis de rendimiento predictivo de aplicación durante todo el proceso de fichajes y análisis de jugadores bajo rigor científico, objetividad y contextualización en el propio club.” (Olocip, 2015).

En definitiva, “los fichajes constituyen una fuente de financiación en función de la política de fichajes del club.” (Vela, 2019)

4.3 Evolución histórica del fútbol español

Desde que en 1999 se aprobase el Real Decreto 1251/1999 por el que se permite a las entidades deportivas ser constituidas jurídicamente como Sociedades Anónimas Deportivas (SAD), los ingresos del fútbol profesional español han incrementado de forma constante. El Real Decreto 1251/1999, por el cual las entidades deportivas pueden constituirse como Sociedades Anónimas Deportivas persigue dos objetivos principales, en primer lugar, dotar de transparencia a las cuentas de este tipo de entidades, y además, posibilitar la salida a bolsa como método de financiación. Como recoge el texto, “permitiendo una futura cotización de sus acciones en las Bolsas de Valores y, simultáneamente, establecer un sistema de control administrativo sobre el accionariado y la contabilidad de estas sociedades” (Real Decreto 1251/1999, 1999). Esta medida tuvo una gran acogida y todos los equipos de la primera división española, a excepción de F.C. Barcelona, Real Madrid C.F., Athletic Club

y Club Atlético Osasuna, modificaron su forma jurídica, constituyéndose como SAD. Sin embargo, pese a ser la salida a bolsa, uno de los principales objetivos de esta reforma, hasta la fecha, ningún equipo de la primera o segunda división española ha tomado esta vía de financiación.

Desde principios de siglo, los ingresos de las entidades deportivas que componen la primera división del fútbol español han incrementado de manera constante los ingresos. Al igual que la mayoría de sectores, el sector del fútbol profesional es en mayor o menor medida, sensibles a los ciclos económicos nacionales. En la tabla se recoge la evolución desde 1999 de los ingresos y gastos ordinarios, así como el beneficio o la pérdida originados por las actividades ordinarias de cada temporada. En la tabla, se reflejan los ingresos y gastos extraordinarios, así como los beneficios o las pérdidas generados por estos movimientos y los beneficios o pérdidas globales. En el sector futbolístico, se entiende como ingreso o gasto ordinario, todo aquel movimiento que forme parte de la actividad natural de un club (venta de entradas, derechos de retransmisión, patrocinios, sueldos de jugadores y personal, coste de instalaciones, etc). Mientras que, los ingresos y gastos extraordinarios reflejan los fichajes y las ventas de jugadores realizadas.

Como se mencionaba anteriormente, los ingresos desde que se implantase el Real Decreto 1251/1999, han incrementado de forma constante, salvo las dos últimas temporadas, afectadas por la pandemia. El incremento de los ingresos ordinarios recoge el crecimiento del fútbol profesional en su magnitud empresarial, los ingresos generados por patrocinios, derechos televisivos, venta de entradas, etc. Es cada vez mayor. Sin embargo, el resultado operativo de las operaciones ordinarias es negativo, y pese a que las pérdidas se hayan reducido en periodos concretos de estos últimos 20 años, el gasto de las entidades deportivas se ha disparado debido al aumento de las campañas de marketing, los gastos generales y principalmente de los sueldos de los jugadores, los cuales, debido al auge de competiciones como la china, se han incrementado muy considerablemente para conseguir retener el talento. La tabla 6 muestra el balance de situación económico-financiera de los clubes de fútbol profesional españoles desde la temporada 1999-2000.

Tabla 6: Situación económico-financiera del fútbol español entre 1999-2021

TEMPORADA	INGRESOS	GASTOS	BENEFICIO/PÉRDIDA
	ORDINARIOS	ORDINARIOS	ORDINARIO
1999-2000	694.548.471,93	923.309.588,16	-228.761.116,23
2000-2001	682.123.313,55	1.087.754.938,64	-405.631.625,09
2001-2002	765.099.101,69	1.249.701.073,00	-484.601.971,31
2002-2003	811.508.306,08	1.244.774.787,36	-433.266.481,28
2003-2004	927.852.210,33	1.222.009.456,86	-294.157.246,53
2004-2005	990.616.060,41	1.187.319.381,09	-196.703.320,68
2005-2006	1.174.329.288,84	1.255.310.120,69	-80.980.831,85
2006-2007	1.306.233.572,80	1.550.421.513,76	-244.187.940,96
2007-2008	1.406.741.119,69	1.656.988.666,56	-250.247.546,87
2008-2009	1.495.170.787,81	1.683.842.470,15	-188.671.682,34
2009-2010	1.625.988.769,28	1.850.851.369,49	-224.862.600,21
2010-2011	1.745.442.186,02	1.984.705.300,97	-239.263.114,95
2011-2012	1.898.411.396,65	2.030.658.852,95	-132.247.456,30
2012-2013	1.849.403.997,37	1.900.918.270,72	-51.514.273,35
2013-2014	1.918.341.278,60	2.018.255.756,33	-99.914.477,73
2014-2015	2.123.202.764,28	2.279.171.525,50	-155.968.761,22
2015-2016	2.531.438.100,51	2.567.019.619,09	-35.581.518,58
2016-2017	2.930.275.263,56	3.053.540.156,67	-123.264.893,11
2017-2018	3.141.193.040,97	3.687.191.797,06	-545.998.756,09
2018-2019	3.423.440.329,68	3.846.657.807,60	-423.217.477,92
2019-2020	3.168.313.745,94	3.974.149.312,79	-805.835.566,85
2020-2021	3.026.679.458,46	3.938.525.980,54	-911.846.522,08

Fuente: Adaptado del Balance de Situación Económico-Financiera del fútbol español (Ministerio de Cultura y Deporte, 1999-2021)

El notable incremento de los gastos genera unas pérdidas ordinarias, que tan solo pueden compensarse mediante la obtención de grandes ingresos extraordinarios. Esto se traduce en la venta de jugadores, los clubes de la primera división española han tenido que compensar sus millonarias pérdidas mediante la venta de jugadores. Prueba de ello, se observa que, durante las

últimas 22 temporadas, el resultado extraordinario del global de equipos que han conformado la primera división refleja unos beneficios muy elevados que, en 12 de las 22 temporadas, compensa las pérdidas de las operaciones ordinarias. La tabla 7 recoge los ingresos y gastos extraordinarios, es decir, los ingresos y gastos generados por el mercado de fichajes.

Tabla 7: Resultado extraordinario de los clubes españoles entre 1999 y 2021

TEMP.	INGRESOS EXT	GASTOS EXT	BENEF./PÉRD	BENEFICIO/PÉRDIDA
			EXT	NETO
1999-2000	285.785.519,49	86.190.820,44	199.594.699,05	-29.166.417,18
2000-2001	462.209.784,90	50.217.925,29	411.991.859,61	6.360.234,52
2001-2002	638.017.108,97	90.983.484,24	547.033.624,73	62.431.653,42
2002-2003	265.895.233,99	187.367.351,07	78.527.882,92	-354.738.598,36
2003-2004	409.650.172,96	221.824.815,53	187.825.357,43	-106.331.889,10
2004-2005	206.408.580,56	39.087.660,45	167.320.920,11	-29.382.400,57
2005-2006	264.543.808,87	94.993.796,75	169.550.012,12	88.569.180,27
2006-2007	306.384.020,37	117.611.073,31	188.772.947,06	-55.414.993,90
2007-2008	437.759.602,56	189.863.422,63	247.896.179,93	-2.351.366,94
2008-2009	235.329.841,54	40.689.047,86	194.640.793,68	5.969.111,34
2009-2010	221.115.061,39	60.352.928,02	160.762.133,37	-64.100.466,84
2010-2011	191.431.341,44	71.905.843,45	119.525.497,99	-119.737.616,96
2011-2012	183.378.893,25	57.656.017,90	125.722.875,35	-6.524.580,95
2012-2013	232.311.433,41	37.223.779,81	195.087.653,60	143.573.380,25
2013-2014	346.979.539,99	90.824.568,57	256.154.971,42	156.240.493,69
2014-2015	394.575.748,48	92.454.550,70	302.121.197,78	146.152.436,56
2015-2016	314.806.910,63	140.906.992,20	173.899.918,43	138.318.399,85
2016-2017	384.870.789,36	95.702.127,68	289.168.661,68	165.903.768,57
2017-2018	788.032.581,36	74.474.464,80	713.558.116,56	167.559.360,47
2018-2019	758.364.723,12	107.598.612,57	650.766.110,55	227.548.632,63
2019-2020	1.018.454.533,25	124.538.564,55	893.915.968,70	88.080.401,85
2020-2021	408.954.884,00	317.954.039,19	91.000.844,81	-820.845.677,27

Fuente: Adaptado del Balance de Situación Económico-Financiera del fútbol español (Ministerio de Cultura y Deporte, 1999-2021)

La venta de jugadores depende de la demanda del mercado y del valor de los jugadores en el mercado de fichajes, por ello, emplear la venta de jugadores como recurso para paliar las pérdidas generadas por la explotación, es un recurso limitado a los movimientos del mercado y que, por tanto, no asegura la viabilidad económica y la compensación de las pérdidas. A causa del poder limitado de la venta de fichajes como modelo de financiación, los clubes españoles, históricamente, han manejado grandes niveles de deuda, en la tabla 8, se muestra la evolución de la deuda total de los clubes de la primera división española, la cual ha aumentado más de un 500% en lo que llevamos de siglo, superando desde la temporada 2019-2020, los 5.000 millones de euros. Las deudas a corto plazo, definidas en el plan general contable como las deudas con vencimiento no superior a un año, han disminuido en el último año. Sin embargo, las deudas a largo plazo, las de vencimiento superior a un año, han incrementado debido, principalmente, a la refinanciación de la deuda por parte de varias entidades.

Tabla 8: Evolución de la deuda de los clubes de la primera división española entre 1999 y 2021

TEMPORADA	DEUDA C/P	DEUDA L/P	DEUDA TOTAL
1999-2000	640.800.079,75	258.712.648,88	899.512.728,63
2000-2001	749.296.808,54	294.977.988,54	1.044.274.797,08
2001-2002	784.098.994,10	360.087.305,14	1.144.186.299,24
2002-2003	832.975.763,04	513.138.691,69	1.346.114.454,73
2003-2004	834.479.003,96	732.663.592,10	1.567.142.596,06
2004-2005	1.015.130.742,58	727.226.180,92	1.742.356.923,50
2005-2006	1.066.518.980,56	750.172.502,36	1.816.691.482,92
2006-2007	1.286.220.970,20	817.113.601,94	2.103.334.572,14
2007-2008	1.364.226.842,09	1.099.930.510,58	2.464.157.352,67
2008-2009	1.627.658.312,92	1.565.550.007,79	3.193.208.320,71
2009-2010	1.920.792.513,85	1.166.738.885,06	3.087.531.398,91
2010-2011	1.821.133.863,01	1.202.114.436,40	3.023.248.299,41
2011-2012	1.777.145.664,48	1.021.163.458,21	2.798.309.122,69
2012-2013	1.772.234.507,86	881.194.623,97	2.653.429.131,83
2013-2014	1.699.199.250,39	931.553.971,61	2.630.753.222,00

2014-2015	1.539.500.335,53	1.146.218.964,54	2.685.719.300,07
2015-2016	1.737.635.832,51	982.738.089,51	2.720.373.922,02
2016-2017	2.342.645.332,25	1.019.262.126,85	3.361.907.459,10
2017-2018	2.402.066.173,34	1.341.467.136,50	3.743.533.309,84
2018-2019	2.572.360.729,32	1.840.917.238,83	4.413.277.968,15
2019-2020	2.997.882.086,05	2.064.015.846,56	5.061.897.932,61
2020-2021	2.835.874.964,69	2.340.764.958,85	5.176.639.923,54

Fuente: Adaptado del Balance de Situación Económico-Financiera del fútbol español (Ministerio de Cultura y Deporte, 1999-2021)

5 Diseño de la muestra

Nuestra muestra estará formada por equipos europeos y británicos que coticen y no coticen en el mercado de valores. Para ello, recogeremos equipos de las principales ligas europeas que cotizan en bolsa, junto con ellos, seleccionaremos los principales equipos de estas mismas ligas, que no cotizan en bolsa. Los datos presentes en este análisis han sido tomados de TIKR (herramienta de análisis para inversores) y de la publicación de resultados y reportes anuales publicados por las propias entidades deportivas. Estos reportes son de libre acceso y se encuentran publicados en las webs oficiales de cada uno de los clubes.

5.1 Equipos que cotizan en bolsa

Desde que, en 1983 en busca de nuevos modelos de financiación, el Tottenham Hotspur, equipo londinense de la primera división inglesa, disrumpiera con los modelos tradicionales de financiación de las entidades deportivas, para salir al mercado y cotizar en bolsa; hasta 24 equipos profesionales repartidos entre Reino Unido, Italia, Francia, Alemania, Turquía, Holanda, Dinamarca, Suecia, Macedonia y Polonia, han apostado por la salida a bolsa como modelo de financiación. De aquí, que a principios de los años 2002 surgiera el Stoxx Europe Football, el índice bursátil que reunía a todos los equipos europeos que cotizan en el mercado de valores a excepción del Tottenham Hotspur, el Silkeborg danés y el Manchester United, que cotiza en Wall Street. Pese a la profesionalización de las entidades deportivas, y su componente empresarial, este índice se rige por sus propios criterios, trasladando las peculiaridades de las entidades deportivas como empresa, a su rendimiento en la bolsa de valores. Por ello la gestión

empresarial de los equipos influye para su valoración en bolsa, pero no de manera exclusiva; al valorarse otros factores más ligados al rendimiento deportivo, como el anuncio de un traspaso o la consecución de títulos. Sin embargo, este índice dejó de cotizar el pasado verano de 2020.

Pero ¿qué pasa en España? LaLiga es la única de las cinco grandes ligas (España, Italia, Francia, Alemania e Inglaterra) sin representación en el mercado bursátil.

En la actualidad, 23 equipos de fútbol profesionales (el Tottenham Hotspur F.C. dejaría de cotizar en 2012) repartidos entre Reino Unido, Italia, Francia, Alemania, Turquía, Holanda, Dinamarca, Suecia, Macedonia y Polonia, cotizan en bolsa. Cuatro de las 5 grandes ligas europeas cuentan con, al menos, uno equipo cotizando en el mercado de valores. En el caso de LaLiga, pese a los intentos de su presidente Javier Tebas, quien ha declarado en diversas ocasiones su voluntad de que alguno de los equipos que componen la primera división española cotice en bolsa, y del Consejo Superior de Deporte, fomentando la conversión de las entidades deportivas en Sociedades Anónimas Deportivas (SAD) para facilitar la salida a bolsa, ningún equipo de la primera y segunda división españolas ha dado el paso. Sin embargo, el pasado 29 de octubre de 2021, el club alicantino C.F. Intercity, presidido por Salvador Martí, comenzó a cotizar en BME Growth, antiguo mercado alternativo bursátil, con una OPV de 4,4 millones de euros. La salida a bolsa del C.F. Intercity supone la inclusión del primer club de fútbol español en el mercado de valores. Pese a militar en Segunda RFEF la pasada temporada, y haber conseguido el ascenso a Primera RFEF para la temporada 2022-2023, las acciones del club no registran un comportamiento comparable al de los clubes de las grandes ligas. En palabras de su presidente, restándole importancia a la volatilidad del precio de las acciones, “hasta que no estemos estabilizados en el fútbol profesional será algo normal dentro del mercado de valores”. En la siguiente tabla se recogen todos los clubes de fútbol europeos y británicos que cotizan en bolsa en la actualidad, diferenciados por países y ligas. De ellos, la muestra se compondrá de equipos de las grandes ligas con representación en el mercado de valores. Por tanto, la muestra de entidades deportivas que cotizan en bolsa estará formada por: Manchester United F.C., Borussia Dortmund y Olympique de Lyon.

La tabla 9 recoge todos los clubes europeos de fútbol que cotizan en bolsa o han cotizado en sus años de historia, como es el caso del Tottenham Hotspur, primer equipo en cotizar en el mercado de valores, pero que en la actualidad no cotiza.

Tabla 9: Equipos europeos que han cotizado en bolsa

Equipo	Liga	País
Juventus F.C	Serie A	Italia
AS Roma	Serie A	Italia
Società Sportiva Lazio	Serie A	Italia
Manchester United F.C	Premier League	Reino Unido
Tottenham Hotspur F.C	Premier League	Reino Unido
Celtic F.C	Scottish Premiership	Reino Unido
Borussia Dortmund	Bundesliga	Alemania
Olympique de Lyon	Ligue 1	Francia
S.L. Benfica	Primeira Liga	Portugal
Sporting de Lisboa	Primeira Liga	Portugal
F.C. Oporto	Primeira Liga	Portugal
AFC Ajax	Eredivisie	Holanda
F.C. Copenhage	Superliga danesa	Dinamarca
Aarhus G.F.	Superliga danesa	Dinamarca
Brøndby IF	Superliga danesa	Dinamarca
Aalborg Boldspiklub	Superliga danesa	Dinamarca
Silkeborg IF	Superliga danesa	Dinamarca
Galatasaray Kulübü	Süper Lig	Turquía
Trabzonspor Sportif Kulübü	Süper Lig	Turquía
Fenerbache Kulübü	Süper Lig	Turquía
Besiktas Jimnastik Kulübü	Süper Lig	Turquía
AIK Estocolmo	Allsvenskan	Suecia
Ruch Chorzów	II Liga de Polonia	Polonia

	Tercera división	
FK Teteks Tetovo	Macedonia	Macedonia
	Primera división RFEF	
C.F. Intercity	(2ªB)	España

Fuente: elaboración propia

5.2 Estudio de la situación de la salida a bolsa de los clubes de fútbol en el mercado español. Condiciones legales para cotizar en España.

La salida a bolsa es una herramienta más de financiación disponible para las empresas, por ello, cotizar en el mercado de valores, constituye una alternativa para la financiación de las entidades deportivas. La profesionalización del deporte y el establecimiento de estructuras empresariales dentro de las entidades deportivas ha impulsado a clubes de fútbol de todo el continente a apostar por la salida a bolsa. Sin embargo, en España ningún equipo de la primera y segunda división cotiza en bolsa. ¿A qué se debe?

La Real Academia Española de la lengua define el mercado de valores como el “espacio físico o virtual en el que, al confluir las órdenes de compra y venta de valores mobiliarios o de negociación de instrumentos financieros, se forman los precios correspondientes a sus adquisiciones o enajenaciones.”

Las principales características del mercado de valores, por las que el inversor asume el riesgo de realizar una inversión son, según Hernández (2019), la rentabilidad esperada mediante el cobro de dividendos o el diferencial del precio de compra y venta, la percepción de seguridad y la aversión al riesgo de los inversores y, por último, la liquidez de los títulos negociados.

El incremento del valor del componente empresarial de las entidades deportivas ha fomentado la salida a bolsa de multitud de entidades deportivas desde que en 1983 el Tottenham comenzase a cotizar en bolsa. La primera salida a bolsa se produjo ante la necesidad de cubrir una deuda de 4 millones de euros. “La novedad en Europa de una situación como esta hizo que el número de acciones demandadas fuera 4 veces superior al número de acciones emitidas” (Iglesias, 2019). Lo cual desencadenó que durante la época de los 80 y los 90 muchos equipos ingleses y europeos apostaran por la salida a bolsa como método de

financiación, sin embargo, el prestigio de estos clubes sería un factor determinante para el rendimiento del valor de sus acciones.

La corriente vivida en Europa se tradujo en la salida a bolsa de equipos de las grandes ligas europeas, e incluso de equipos de ligas menores, sin embargo, ningún equipo español de las divisiones profesionales, cotiza actualmente en el mercado de valores. Las principales razones para la ausencia de equipos españoles cotizados, como defiende Iglesias (2019) son, en primer lugar, la negativa de los dirigentes de ceder parte de su poder de decisión al aceptar la entrada de capital privado desde otros recursos; por otro lado, tras la crisis de 2008, la gran mayoría de las entidades deportivas no cumplía con los requisitos económicos y de deuda necesarios para poder cotizar en bolsa.

5.3 Sociedades Anónimas Deportivas (S.A.D)

El régimen jurídico de las S.A.D, aprobado por el Real Decreto 1251/1999, rige la denominación social de todas las entidades deportivas de la primera división española a excepción de cuatro equipos que no se encuentran sujetos a esta consideración, Real Madrid, FC Barcelona, Athletic de Bilbao y Osasuna. Los cuales al tener unos resultados positivos desde la temporada 1985/1986 hasta la temporada 1989/1990, decidieron acogerse a la cláusula de excepcionalidad.

Con anterioridad a la aprobación del régimen jurídico de las Sociedades Anónimas Deportivas, las entidades gestoras de deporte se regían por Ley 77/1961, de 23 de diciembre, sobre Educación Física y la Ley 191/1964, de 24 de diciembre, de Asociaciones. Estas dos leyes definían a los clubes deportivos como “asociaciones privadas con personalidad jurídica y capacidad de obrar dirigidas al fomento y la práctica de la actividad física y deportiva, sin fin de lucro”. (Art. 11 Ley 13/1980, de 31 de marzo, General de la Cultura Física y del Deporte). Por tanto, bajo el mandato de estas leyes, y ante “la ausencia de un régimen apropiado de responsabilidad dada las elevadas cantidades de dinero manejadas por los clubes “(Pino, 1996) las deudas de los clubes de fútbol a principios de los 90 alcanzaban los 180 millones de euros.

El objetivo del Real Decreto 1251/1999 tiene como finalidad “aproximar el régimen jurídico de las sociedades anónimas deportivas al del resto de entidades que adoptan esta forma societaria, permitiendo una futura cotización de sus acciones en las Bolsas de Valores y, simultáneamente, establecer un sistema de control administrativo sobre el accionariado y la contabilidad de estas sociedades, con el fin de velar por la pureza de la competición y proteger los intereses públicos y de los potenciales inversores.” Por lo que el régimen jurídico aprobado, pretende establecer la responsabilidad jurídica y económica de los clubes profesionales. Según la DA 6a RD-SAD se establece como competición deportiva profesional la 1a División y 2a División “A” de la Liga Profesional de Fútbol (LFP) y la 1a División Masculina de la Asociación de Clubes de Baloncesto (ACB). Por tanto, los clubes deportivos que participen en una de estas competiciones están obligados a adoptar la forma de S.A.D (Art. 19.1 LD); además, se limita la participación de las S.A.D. en una sola competición profesional (Art. 19.4 LD).

Las Sociedades Anónimas Deportivas cuentan con ciertas especialidades diferenciadoras del resto de sociedades anónimas, entre ellas destacan el objeto social, el cual está limitado a la participación en competiciones profesionales, las limitaciones en la adquisición de acciones de una S.A.D por parte de otra S.A.D o personas vinculadas, el establecimiento de una auditoria periódica anual y semestral al Consejo Superior de Deportes y a la Liga Profesional correspondiente. Además, el artículo 9 del Real Decreto sobre las sociedades anónimas deportivas permite a las S.A.D solicitar la admisión a negociación de sus acciones en las Bolsas de Valores, tras el sometimiento de las sociedades anónimas deportivas a la normativa del mercado de valores aplicable. Sin embargo, la salida a bolsa de las Sociedades Deportivas, está sujeta también al cumplimiento de la Ley del Deporte, concretamente a los artículos 26.3 y 76.6. Los cuales otorgan al CSD y a las ligas profesionales la capacidad de exigir un auditoria complementaria a las Sociedades Anónimas Deportivas, y establecen un código de infracciones, que, de incurrir en ellas, imposibilitarán la cotización en Bolsa de Valores en virtud del artículo 9.2 del Real Decreto 1251/1999.

Por otro lado, Real Madrid, FC Barcelona, Athletic de Bilbao y Osasuna al no constituirse como Sociedades Anónimas Deportivas, mantienen la forma jurídica de club o asociación deportiva, contando con una ventaja fiscal que les permite ahorrar un 5% en el Impuesto de Sociedades. Además, únicamente deben presentar las cuentas anuales frente al CSD y pueden poseer equipos en diferentes disciplinas. Esta serie de ventajas fiscales y de organización dificultan la salida a bolsa de los principales clubes de fútbol profesionales españoles.

5.4 Requisitos para la salida a bolsa

El principal objetivo de la Ley 50/1998 del 30 de diciembre de 1998 era la abolición de los obstáculos en materia de financiación para las Sociedades Anónimas Deportivas, para de este modo, igualar a las S.A.D con el resto de sociedades anónimas en las posibilidades y condiciones para la obtención de capital y financiación. Es por ello que, con la aprobación de esta ley, se permite la cotización de las Sociedades Anónimas Deportivas en el mercado de valores.

Las S.A.D deben tener en cuenta las características y condiciones del mercado bursátil en el que pretender cotizar, ya que, para la admisión de las sociedades anónimas deportivas en el mercado de valores será requisito indispensable que estas se ajusten a la normativa del mercado de valores aplicable.

En el caso de España, cualquier club que quiera cotizar en bolsa deberá cumplir previamente con los requisitos impuestos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de manera simultánea y sin incumplir ninguno de ellos, ya que el no cumplimiento de cualquiera de los requisitos impuestos conllevará el veto. Los requisitos impuestos por la CNMV, como publica la Bolsa de Madrid, son los siguientes:

1. Estar constituido como Sociedad Anónima (en este caso Sociedad Anónima Deportiva) con capital totalmente desembolsado y sin restricciones de transmisibilidad.
2. Que las acciones estén representadas mediante anotaciones en cuenta.

3. Registrar un Capital mínimo de 1.202.025 €, sin incluir la parte del capital que corresponda a accionistas con posesión, directa o indirectamente de una participación en dicho capital igual o superior al 25%.
4. Tener un valor mínimo de mercado cifrado en 6.000.000 euros.
5. La sociedad debe haber obtenido durante los últimos dos años o durante tres no consecutivos de los últimos cinco años, el beneficio suficiente para repartir dividendos de un mínimo del 6% del capital desembolsado. Sin embargo, existen excepciones para las empresas de nueva creación.

Por otro lado, las sociedades anónimas deportivas deben, a su vez, cumplir con los requisitos exigidos por el artículo 76.6 de la Ley del deporte (10/1990), que estipula las distintas infracciones graves que prohibirían la cotización de cualquier sociedad anónima deportiva.

Tras cumplir con los requisitos previos para “el salto al parqué”, las sociedades anónimas deportivas, al igual que el resto de sociedades anónimas que soliciten la admisión en la bolsa, deberán elaborar un informe detallado en relación a la situación económica, financiera y legal de la sociedad, este informe se conoce como *Due Diligence* y evalúa la viabilidad de la salida a bolsa. Por otro lado, se solicita que la sociedad anónima ajuste sus estatutos a la condición de sociedad cotizada, adaptando el gobierno corporativo, asegurando el derecho a información y los votos de los accionistas y desarrollando una web corporativa, haciendo pública la información requerida.

Por último, como parte final del proceso de salida a bolsa, y tras cumplir con los requisitos previos y adaptar la sociedad a la condición de sociedad cotizada, la sociedad anónima deportiva debe registrar en la CNMV la siguiente documentación:

1. Documentos que acrediten la sujeción tanto del emisor como de los valores al régimen jurídico aplicable, acreditando de este modo el cumplimiento de los requisitos de idoneidad de la operación.
2. La entidad deberá presentar las cuentas anuales de los últimos tres años auditadas, registrando un resultado positivo durante los mismo.

Posteriormente, una vez la sociedad cotice en bolsa, esta deberá presentar las cuentas auditadas anualmente.

3. Se deberá presentar un folleto informativo en el que se detalle la información relacionada con la salida a bolsa, este folleto debe recoger la información necesaria para la CNMV y los futuros inversores.

Una vez cumplidos todos los requisitos, la CNMV y el mercado concreto en el que la sociedad anónima solicite cotizar decidirán si la sociedad anónima deportiva cumple con los requisitos para colocar las acciones en el mercado.

5.5 Equipos que no cotizan en bolsa

Para completar la muestra, y con el fin de comparar las ventajas e inconvenientes de cotizar en bolsa para las entidades deportivas, así como la transparencia, el estado de las cuentas y el buen gobierno, se incluye en la muestra entidades deportivas de las grandes ligas europeas que no coticen en bolsa. En este caso, los equipos seleccionados para la muestra serán; en representación de la liga inglesa, el Manchester City, equipo vecino del cotizado Manchester United, el Bayern de Múnich en representación de los equipos alemanes que no cotizan en bolsa, pese haber estudiado la posibilidad de la salida a bolsa siguiendo los pasos del Borussia de Dortmund; y por último, el Paris Saint-Germain completa la muestra de equipos de fútbol profesionales europeos que no cotizan en bolsa.

De este modo, la muestra queda compuesta por las entidades deportivas que recoge la tabla 10.

Tabla 10: Equipos que cotizan en bolsa que componen la muestra

COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA						
Equipos que cotizan			Equipos que NO cotizan	Equipos que NO cotizan		
Equipos que cotizan	Liga	País	Equipos que NO cotizan	Liga	País	País
Manchester United F.C.	Premier League	Reino Unido	Manchester City F.C.	Premier League	Reino Unido	Reino Unido
Borussia Dortmund	Bundesliga	Alemania	F.C. Bayern de Múnich	Bundesliga	Alemania	Alemania
Olympique de Lyon	Ligue 1	Francia	Paris-Saint Germain F.C.	Ligue 1	Francia	Francia

Fuente: elaboración propia

6 Análisis de la muestra

A partir de la confección de la muestra objeto de esta investigación, se realizará un análisis cuantitativo de cada uno de los equipos que componen la muestra.

6.1 Hipótesis de investigación

Para el desarrollo de la investigación se establecen tres hipótesis que serán comprobadas mediante el estudio de los datos económico-financieros y las ratios obtenidas por las entidades que componen la muestra.

La primera de las hipótesis se basa en la relación existente entre el tamaño de los clubes de fútbol y su ratio de endeudamiento. La difusión de este deporte en la prensa, así como el volumen del negocio futbolístico y su escasa transparencia en España, invitan a pensar que las cuentas de las grandes entidades se encuentran en situaciones comprometidas y se enfrentan a grandes ratios de endeudamiento, por ello, la primera de las hipótesis a contrastar relaciona el volumen de las entidades deportivas con su ratio de endeudamiento.

Hipótesis 1 (H1): *las entidades deportivas de mayor capitalización registran mayores ratios de endeudamiento.*

En segundo lugar, se comprobará que tipo de entidad mantiene mayores niveles de endeudamiento. Para ello, se relaciona el nivel de endeudamiento con la cualidad de cotizar o no en bolsa, por tanto, esta hipótesis compara el modelo de financiación escogido por cada entidad con su nivel de endeudamiento.

Hipótesis 2 (H2): *los equipos que no cotizan en bolsa mantienen niveles de endeudamiento superiores.*

Por otra parte, la diversificación de las entidades deportivas es un tema de actualidad y cada vez más, las entidades deportivas buscan diversificarse incluyendo diversos equipos profesionales en su negocio. En su afán por aumentar la base de aficionados, la notoriedad del club, las posibilidades de

títulos y, a nivel económico, aumentar los ingresos y con ello el EBITDA, muchas entidades deportivas han apostado por crear equipos profesionales en otras disciplinas, en modalidad femenino o incluso, absorber a otras entidades deportivas con equipos profesionales. Ejemplos como el F.C Barcelona o el Real Madrid en España, albergan en una única entidad, equipos profesionales de fútbol masculino y femenino, equipos profesionales de baloncesto, etc. Por otra parte, otro claro ejemplo se encuentra en la Liga francesa, donde el Olympique de Lyon incluye en su cifra de negocios equipos masculino y femenino de fútbol profesional, así como al ASVEL Villeurbanne, equipo profesional de baloncesto. Por todo ello, la tercera de las hipótesis relaciona los beneficios obtenidos con el número de equipos profesionales que se encuentran bajo el mismo club.

Hipótesis 3 (H3): *las entidades compuestas por equipos profesionales en diversas disciplinas o competiciones registran un volumen de beneficios mayor.*

6.2 Análisis cuantitativo

El análisis cuantitativo se utiliza para “medir, evaluar o valorar la realidad económica desde un punto de vista lo más objetivo posible” (López, 2017), para ello, a lo largo de este apartado serán analizados los estados financieros de las entidades objeto de estudio, siendo la fuente de información, las propias publicaciones de resultados de las entidades. “La investigación cuantitativa debe ser lo más objetiva posible. Los fenómenos que se observan o miden no deben ser afectados por el investigador” (Grinnell, et al., 2005).

La publicación de resultados, así como el año fiscal de la mayoría de las entidades deportivas, son coincidentes con la temporada, y por tanto, no coincide con el año natural. En el caso de los clubes de fútbol, el año fiscal finaliza, habitualmente, en junio.

Previo a realizar el análisis de cada una de las entidades, se definen, en base a las definiciones dadas en manuales contables y financieros, las ratios a utilizar.

En primer lugar, las ratios de liquidez “miden la capacidad que tiene una empresa para cumplir y cubrir sus obligaciones a corto plazo” (Lizarzaburu, et.al., 2016). Para cuantificar esta capacidad, se utilizarán la ratio de liquidez y la ratio de disponibilidad. Según el manual *Principios de Finanzas Corporativas* se define la ratio de liquidez o prueba ácida como la relación entre tesorería, inversiones financieras temporales y efectos a cobrar con el pasivo circulante. Este valor, sin tener más datos propios de la compañía ni del sector, se debe situar entre 1,5 y 2. Por otra parte, se define la ratio de disponibilidad como la relación entre el disponible y el exigible a corto plazo, reflejando la capacidad de una entidad de cubrir sus obligaciones en el corto plazo.

En segundo lugar, con el objetivo de cuantificar el rendimiento económico y financiero de las entidades, se compararán las rentabilidades obtenidas. Para definir estas ratios, se utilizará el manual *Principios de Finanzas Corporativas*.

La rentabilidad sobre los activos (ROA por sus siglas en inglés) es una ratio utilizada para la medición de los resultados de una empresa, al medir la eficiencia y la eficacia de la empresa de generar utilidad, al relacionar los activos disponibles de la empresa con los beneficios generados.

Otra medida de rentabilidad es la rentabilidad sobre el capital o rentabilidad económica (ROE) la cual mide la relación entre el beneficio de una empresa y las inversiones realizadas, por tanto, muestra el rendimiento económico de las inversiones. La rentabilidad económica, que como se define anteriormente, cuantifica el rendimiento de las inversiones, puede descomponerse en rentabilidad sobre las acciones ordinarias, que refleja la rentabilidad para los accionistas, y por otro lado, la rentabilidad sobre los recursos propios, que refleja el rendimiento generado por las operaciones continuadas de la empresa.

Por último, se hará uso del EBITDA, el cual mide los beneficios antes de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones. “El Ebitda tiene la ventaja de eliminar el sesgo de la estructura financiera, del entorno fiscal y de los gastos “ficticios” (amortizaciones). De esta forma, permite obtener una idea clara del rendimiento operativo de las empresas” (Martínez, J. 2012)

6.2.1 Borussia Dortmund

La table 11 recoge los estados financieros del Borussia Dortmund, club de la primera división alemana que cotiza en la bolsa de Frankfurt desde el año 2000; y que, según datos de la propia web del club, tiene en circulación más de 110 millones de acciones.

La cuenta de resultados refleja una disminución de los ingresos, los beneficios y los márgenes que comenzaría en 2019. Tras ello, afectados por la crisis generada por la COVID-19, los beneficios han descendido provocando la reducción de los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, y suprimiendo por ello el dividendo repartido. Además, debido a las tensiones en las cuentas del Borussia Dortmund, los gastos en venta y marketing se han reducido cerca de un 60%.

Por su parte, el balance de situación refleja una ligera reducción del activo generada, principalmente por la reducción del efectivo y las inversiones a corto plazo. Además, el pasivo aumenta durante los últimos años debido a las necesidades de financiación y la solicitud de préstamos a corto plazo. Por último, y consecuentemente, el patrimonio neto se reduce disminuyéndose los beneficios no distribuidos.

La situación económica del club ha provocado que la deuda total se haya incrementado más de un 577% desde 2019 y la deuda neta, que relaciona la deuda total con el efectivo y las inversiones en corto plazo, haya pasado de ser negativa a situarse por encima de los 75 millones de euros.

Consecuencia de la situación económica que atraviesa el club, la rentabilidad sobre los activos, el capital, las acciones y los recursos propios, ha pasado a ser negativa. Y, por otro lado, las ratios de liquidez y disponibilidad se han contraído situándose muy por debajo de uno.

Por último, los flujos de caja muestran el déficit por la compra-venta de jugadores.

Tabla 11: Estados financieros Borussia Dortmund

	30/6/18	30/6/19	30/6/20	30/6/21	Últimos 12 meses
CUENTA DE RESULTADOS					
Ingresos totales (millones €)	536,04 €	453,14 €	410,36 €	349,57 €	419,53 €
% cambio interanual	32,1 %	-15,5 %	-9,4 %	-14,8 %	
Beneficio bruto (millones €)	515,95 €	431,86 €	387,96 €	329,98 €	397,56 €
% cambio interanual	35,9 %	-16,3 %	-10,2 %	-14,9 %	
Beneficio operativo (millones €)	58,23 €	31,28 €	-44,27 €	-72,23 €	-9,90 €
% cambio interanual	484,7 %	-46,3 %	-241,5 %	-63,2 %	
% márgenes operativos	10,9 %	6,9 %	-10,8 %	-20,7 %	-2,4 %
Beneficio neto (millones €)	31,71 €	17,39 €	-43,95 €	-72,81 €	-16,92 €
DATOS ADICIONALES					
Dividendo por acción	0,06 €	0,06 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
% cambio interanual					
EBITDA (millones €)	136,20 €	106,89 €	54,33 €	30,72 €	89,78 €
% cambio interanual	85,6 %	-21,5 %	-49,2 %	-43,5 %	
Gastos de venta y marketing (millones €)	24,24 €	25,67 €	26,99 €	10,71 €	10,71 €
Tasa efectiva de impuestos	8,5 %	20,3 %	5,6 %	0,5 %	-25,0%
BALANCE DE SITUACIÓN					
Efectivo total e inversiones CP (millones €)	59,46 €	55,87 €	3,32 €	1,73 €	13,88 €
Inmovilizado material neto (millones €)	180,69 €	184,00 €	193,04 €	183,45 €	174,84 €
Inversiones a LP (millones €)	0,31 €	0,32 €	0,32 €	0,40 €	0,32 €
ACTIVO TOTAL (millones €)	485,61 €	500,07 €	517,97 €	450,52 €	514,42 €
Préstamos a CP (millones €)			8,03 €	56,90 €	
Deuda a LP (millones €)	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €

Estudio de las entidades deportivas que cotizan en bolsa: análisis y comparativa

PASIVO TOTAL (millones €)	142,03 €	145,15 €	212,52 €	217,88 €	188,00 €
Acciones comunes (millones)	92	92	92	92	110,4
Beneficio no distribuido (millones €)	108,86 €	120,19 €	70,72 €	-2,09 €	8,78 €
FONDOS PROPIOS TOTALES (millones €)	343,59 €	354,92 €	305,45 €	232,64 €	326,42 €
PASIVO + FONDOS PROPIOS (millones €)	485,62 €	500,07 €	517,97 €	450,52 €	514,42 €
DATOS ADICIONALES					
Valor contable/acción	3,74 €	3,86 €	3,32 €	2,53 €	2,96 €
Deuda total (millones €)	8,70 €	11,51 €	32,44 €	77,96 €	18,31 €
Deuda neta (millones €)	-50,77 €	-44,36 €	29,12 €	76,24 €	4,43 €
Empleados a tiempo completo	804	833	902	806	819
FLUJOS DE EFECTIVO					
Ganancia/Pérdida por venta de activos (millones €)	-7,60 €	97,17 €	45,69 €	16,24 €	89,97 €
Venta/compra de activos intangibles (millones €)	-135,56 €	-129,46 €	-152,74 €	-88,31 €	-87,07 €
Deuda total emitida (millones €)	0,00 €	0,00 €	0,00 €	56,90 €	56,90 €
Emisión de acciones ordinarias (millones)	0	0	0	0	82'91
Dividendos comunes pagados (millones €)	5,52 €	5,52 €	5,52 €	0,00 €	0,00 €
Flujo de caja por acción	0,29 €	-1,21 €	-1,74 €	-0,82 €	-0,67 €
RATIOS					
Rentabilidad sobre activos	7,50%	4,00%	-5,4%	-9,3%	-1,2%
Rentabilidad sobre capital	16,50%	8,50%	-13,1%	-23,3%	-2,9%

Rentabilidad sobre acciones ordinarias	9,70%	5,00%	-13,3%	-27,1%	-5,8%
Rentabilidad sobre recursos propios	9,70%	5,00%	-13,3%	-27,1%	-5,8%
Ratio de liquidez	1,13	1,02	0,62	0,37	0,7
Ratio de disponibilidad	0,79	0,78	0,38	0,25	0,53
Deuda total/ Fondos propios	2,50%	3,20%	10,60%	33,50%	5,60%
Deuda total/ Capital total	2,50%	3,10%	9,60%	25,10%	5,30%
Pasivo total/ Activo total	29,20%	29,00%	41,00%	48,40%	36,50%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de TIKR.com

6.2.2 Manchester United

El Manchester United, club inglés fundado en el año 1878, cotiza en la bolsa de Nueva York desde agosto del 2012. Con una capitalización bursátil cercana a los 2.000 millones de euros repartida en algo más de 160 millones de acciones, según datos de Finviz, es la entidad deportiva cotizada de mayor capitalización bursátil de Europa. Además, destaca por el elevado volumen de acciones en manos de institucionales, los cuales mantienen más del 90% del accionariado.

La cuenta de resultados del club inglés refleja el efecto de los malos resultados deportivos cosechados durante los últimos años por el Manchester United. Con anterioridad a la pandemia, en 2018, el club de Manchester registraba pérdidas cercanas a los 40 millones de libras debido a los escasos márgenes operativos, a la creciente cifra de gastos y al endeudamiento soportado por la entidad. Además, el efecto de la COVID-19 en el Reino Unido se alargó durante las temporadas 2019-2020 y 2020-2021. Pese a registrar pérdidas durante tres de los últimos cuatro años, el club inglés ha mantenido un dividendo por acción prácticamente estable.

El balance de situación del Manchester United refleja una ligera contracción del activo perteneciente a la entidad provocada por las tensiones de liquidez durante la pandemia al tener que mantener los gastos cuando los ingresos se redujeron. Sin embargo, el Manchester United fue capaz de disminuir también sus cuentas de pasivo al evitar el aumento del endeudamiento. No aumentar el

endeudamiento, unido a la pérdida de liquidez supuso la reducción del patrimonio neto al no mantener beneficios no distribuidos.

Por otra parte, la deuda total del Manchester United ha aumentado a un ritmo inferior al del resto de la industria durante los últimos años, pero, la deuda neta se ha duplicado por la falta de liquidez e inversiones a corto plazo.

La rentabilidad sobre las acciones ordinarias ha sido la más perjudicada durante los últimos años, ya que los dividendos comunes se han reducido a menos de la mitad.

Tabla 12: Estados financieros Manchester United

	30/6/18	30/6/19	30/6/20	30/6/21	Últimos 12 meses
CUENTA DE RESULTADOS					
Ingresos totales (millones £)	£589,76	£627,12	£509,04	£494,12	£558,76
% cambio interanual	1,50%	6,30%	-18,8%	-2,9%	
Beneficio bruto (millones £)	£515,12	£561,25	£449,29	£455,70	£521,09
% cambio interanual	2,50%	9,00%	-19'9%	1,40%	
Beneficio operativo (millones £)	£28,58	£44,83	-£10,19	-£43,43	-£77,41
% cambio interanual	-57,9%	56,90%	-122,7%	-326,1%	
% márgenes operativos	4,80%	7,10%	-2,00%	-8,80%	-13,90%
Beneficio neto (millones £)	-£37,63	£18,88	-£23,23	-£92,22	-£152,33
DATOS ADICIONALES					

Estudio de las entidades deportivas que cotizan en bolsa: análisis y comparativa

Dividendo por acción	£0,14	£0,14	£0,15	£0,13	£0,13
% cambio interanual	-1,6%	3,80%	2,60%	-10,3%	
EBITDA (millones £)	£177,72	£185,71	£129,66	£94,23	£78,25
% cambio interanual	-12,3%	4,50%	-30,20%	-27,3%	
Tasa efectiva de impuestos	245,70%	31,30%	-11,6%	-283,8%	-52,5%
BALANCE DE SITUACIÓN					
Efectivo total e inversiones CP (millones £)	£242,02	£307,64	£51,54	£110,66	£95,79
Inmovilizado material neto (millones £)	£245,40	£246,03	£259,00	£251,44	£248,26
Inversiones a LP (millones £)	£4,49				£0,89
ACTIVO TOTAL (millones £)	£1.545,74	£1.496,53	£1.383,47	£1.260,31	£1.311,92
Préstamos a CP (millones £)					
Deuda a LP (millones £)	£486,69	£508,08	£529,15	£470,17	£489,24
PASIVO TOTAL (millones £)	£1.118,64	£1.081,32	£1.032,23	£987,80	£1.100,43
Acciones comunes (millones)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Estudio de las entidades deportivas que cotizan en bolsa: análisis y comparativa

Beneficio no distribuido (millones £)	£136,76	£132,84	£87,20	-£13,65	-£85,92
FONDOS PROPIOS TOTALES (millones £)	£427,10	£415,20	£351,23	£272,51	£211,49
PASIVO + FONDOS PROPIOS (millones £)	£1.545,74	£1.496,52	£1.383,46	£1.260,31	£1.311,92
DATOS ADICIONALES					
Valor contable/acción	£2,60	£2,52	£2,16	£1,67	£1,30
Deuda total (millones £)	£495,77	£513,53	£539,14	£539,70	£596,03
Deuda neta (millones £)	£253,75	£205,89	£487,61	£429,04	£500,29
Empleados a tiempo completo	922	940	992	983	
FLUJOS DE EFECTIVO					
Ganancia/Pérdida por venta de activos (millones £)	£18,20	£25,80	£18,38	£7,38	£25,00
Venta/compra de activos intangibles (millones £)	-£108,09	-£135,18	-£191,56	-£92,19	-£78,81

Estudio de las entidades deportivas que cotizan en bolsa: análisis y comparativa

Deuda total emitida (millones £)				£60,00	£40,00
Emisión de acciones ordinarias (millones)					
Dividendos comunes pagados (millones £)	£21,98	£23,33	£23,23	£10,72	£21,56
Flujo de caja por acción	-£0,16	£0,58	-£1,32	£0,09	-£0,04
RATIOS					
Rentabilidad sobre activos	1,2 %	1,8 %	-0,4 %	-2,1 %	-3,7 %
Rentabilidad sobre capital	3,0 %	4,7 %	-1,1 %	-5,1 %	-9,3 %
Rentabilidad sobre acciones ordinarias	-8,3 %	4,5 %	-6,1 %	-29,6 %	-51,5 %
Rentabilidad sobre recursos propios	-8,3 %	4,5 %	-6,1 %	-29,6 %	-51,5 %
Ratio de liquidez	0,90	0,91	0,56	0,55	0,48
Ratio de disponibilidad	0,87	0,87	0,54	0,53	0,43
Deuda total/ Fondos propios	116,10%	123,70%	153,50%	198,00%	281,90%
Deuda total/ Capital total	52,10%	53,50%	58,50%	63,70%	71,80%
Pasivo total/ Activo total	72,4 %	72,3 %	74,6 %	78,4 %	83,90%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de TIKR.com

6.2.3 Olympique de Lyon

El Olympique de Lyon es un club perteneciente a la Ligue1 francesa. Fundado en 1899, el Olympique de Lyon es uno de los equipos más reconocidos del fútbol francés.

La particularidad del club francés y del grupo empresarial al que pertenece el Olympique de Lyon reside en la presencia de hasta tres clubes profesionales bajo el mismo grupo. El Olympique de Lyon cotiza en bolsa desde 2007 bajo el nombre de Olympique Lyonnais Groupe SA, grupo empresarial en el que se encuentran los equipos profesionales masculino y femenino del Olympique de Lyon, así como el primer equipo del ASVEL Villeurbanne; equipo de baloncesto profesional que milita en la primera división francesa y en la Turkish Airlines Euroleague, la competición europea de mayor relevancia.

En 2008, la revista Forbes clasificó al Olympique de Lyon como el decimotercer club de fútbol con mayor valor, mientras que un año después, Deloitte en su reporte anual sobre la industria del fútbol, lo clasificó en el decimosegundo lugar.

En la tabla 13, se observa la evolución de la cuenta de resultados, el balance de situación y los flujos de efectivo, registrados por el grupo empresarial en el que se enmarca el Olympique de Lyon, durante las últimas cuatro temporadas.

Los ingresos y, por tanto, los beneficios, registran importantes descensos desde la temporada 2018-2019. Pese al incremento de los ingresos televisivos por el nuevo acuerdo televisivo que recoge la web especializada *Palco23*, la disminución de las ventas de entradas, unido a la disminución de los ingresos por patrocinios han lastrado los ingresos totales del club lionés. Debido a la reducción de los ingresos en más de un 50%, el club acumula pérdidas en las últimas dos temporadas por valor de más de 140 millones de euros.

El Olympique de Lyon es en palabras de Lola Gallardo, futbolista del primer equipo femenino del Olympique de Lyon, “un club que protege y cuida a sus futbolistas, tanto en lo económico como en lo personal”. Por ello, al mantener los salarios de los jugadores y las jugadoras durante la pandemia, acentuó la brecha en la cuenta de resultados, aumentando las pérdidas. Consecuentemente, los

beneficios antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciación (EBITDA), se sitúan en cifras negativas desde 2019.

Por su parte, el balance de situación refleja un incremento del activo del Olympique de Lyon durante las temporadas 2018-2019 y 2019-2020, seguido de una ligera contracción la pasada temporada. Este incremento del activo total del grupo se fundamenta principalmente en la adquisición del Asvel Villeurbanne, equipo de baloncesto francés propiedad de Tony Parker. Al adquirir e incorporar al Asvel Villeurbanne bajo el grupo empresarial que cotiza en bolsa, el efecto y las inversiones a corto plazo, así como, las inversiones a largo plazo han incrementado.

El pasivo total de la entidad deportiva francesa, sigue una línea ascendente desde la temporada 2019-2020. Debido al incremento de la deuda a largo plazo del grupo, el pasivo total ha incrementado cerca de un 50% durante las dos últimas temporadas.

El superior incremento del pasivo frente al activo, supone una reducción de los fondos propios de la empresa. Esta reducción se debe a la caída de los beneficios no distribuidos, los cuales se redujeron un más de un 90% durante el año fiscal correspondiente a la temporada 2019-2020. Durante la última temporada, el club emitió acciones para compensar las pérdidas.

El valor contable por acción del Olympique de Lyon se ha visto mermado por los malos resultados y las pérdidas registradas. Además, debido a la ampliación de capital ejecutada durante la temporada 2019-2020, el valor contable por acción caería cerca de un 50%.

Por otro lado, pese a las consecuencias de la COVID-19 en el mundo del espectáculo y en la realización de eventos deportivos, el incremento de la deuda neta del Olympique de Lyon ha sido inferior al de la mayoría de las entidades deportivas profesionales.

Los flujos de caja reflejan una disminución en los ingresos generados por la venta de activos, es decir, menores ingresos por los traspasos de jugadores. Por otro lado, en 2021, para paliar la repercusión económica de la pandemia en las

cuentas del club, el Olympique de Lyon emitió el mayor volumen de deuda de su historia. Igualmente, el efecto de la pandemia sobre las cuentas de la entidad francesa se refleja en la ratio de flujos de caja por acción, la cual, tras la pandemia, registra tasas negativas.

La rentabilidad del Olympique de Lyon presenta una tendencia negativa desde la temporada 2019-2020. En primer lugar, la rentabilidad sobre los activos, ROA, por sus siglas en inglés, muestra la eficiencia de la gerencia en el manejo de los activos disponibles para la empresa, al determinar los ingresos que generan los activos disponibles. En el caso del Olympique de Lyon, la rentabilidad sobre los activos registra cifras negativas desde 2019, sin embargo, durante los últimos 12 meses, la rentabilidad comienza a recuperarse. Además, la rentabilidad sobre el capital traza una evolución similar, durante la temporada 2018-2019 el dato se encontraba en territorio positivo, tras ello, la rentabilidad registra cifras negativas. Por último, la rentabilidad sobre las acciones ordinarias y sobre los recursos propios siguen la misma tendencia y registran cifras muy similares, al mantenerse prácticamente la totalidad del capital de la empresa en manos de los inversores. La rentabilidad sobre los recursos propios y las acciones caería considerablemente durante la pasada temporada 2020-2021, el aumento de las pérdidas obtenidas, junto con la ampliación de capital, reduce la rentabilidad de las acciones ordinarias y los recursos propios.

La liquidez de una empresa es indicativa de la solvencia de las cuentas de la misma, y de la capacidad para afrontar situaciones inesperadas. “La ratio de liquidez nos permite verificar la capacidad de cobertura de una empresa ante sus compromisos financieros en el corto plazo, al relacionar el volumen total de activos con el volumen total de pasivos y obligaciones que mantiene la empresa.” (Zonavalue, 2022). El Olympique de Lyon registra una ratio menor que uno, esta cifra muestra que el volumen de los pasivos y las obligaciones es menor que el de sus activos, por tanto, ante el eventual vencimiento del total de sus obligaciones, la empresa no podría cubrirlo con sus activos y se enfrentaría a una situación de insolvencia.

Además, la ratio de disponibilidad, “ofrece una visión más precisa de la liquidez inmediata de la empresa al relacionar el pasivo con las cuentas del activo con

mayor liquidez y disponibilidad” (Zonavalue, 2022). Al igual que la ratio de liquidez, la ratio de disponibilidad del Olympique de Lyon muestra un mayor volumen de pasivos que de activos líquidos, sin embargo, la escasa diferencia entre ratio de liquidez y de disponibilidad, refleja la elevada disponibilidad de los activos del Olympique de Lyon.

Finalmente, el volumen de deuda ha incrementado durante las últimas temporadas. Las pérdidas registradas durante las últimas temporadas, ha empujado al Olympique de Lyon a endeudarse y aumentar el volumen de sus deudas respecto a los fondos propios y el capital total de la compañía.

Tabla 13: Estados financieros Olympique de Lyon

	30/6/18	30/6/19	30/6/20	30/6/21	Últimos 12 meses
CUENTA DE RESULTADOS					
Ingresos totales (millones €)	289,46 €	220,85 €	180,69 €	118,16 €	123,12 €
% cambio interanual	46,0 %	-23,7 %	-18,2 %	-34,6 %	
Beneficio bruto (millones €)	129,07 €	43,16 €	8,52 €	-38,13 €	6,18 €
% cambio interanual	228,1 %	-66,6 %	-80,3 %	-547,7 %	
Beneficio operativo (millones €)	40,14 €	-54,79 €	-114,04 €	-140,84 €	-99,88 €
% cambio interanual	246,3 %	-236,5 %	-108,1 %	-23,5 %	
% márgenes operativos	13,9 %	-24,8 %	-63,1 %	-119,2 %	-81,10%
Beneficio neto (millones €)	7,32 €	6,19 €	-36,48 €	-106,97 €	-83,55 €
DATOS ADICIONALES					
Dividendo por acción					
% cambio interanual					
EBITDA (millones €)	71,77 €	-2,26 €	-41,77 €	-62,06 €	-29,50 €
% cambio interanual	581,6 %	-103,2 %	1.746,4 %	-48,6 %	
Tasa efectiva de impuestos	31,9 %	20,5 %	-0,2 %	2,2 %	3,9
BALANCE DE SITUACIÓN					

Efectivo total e inversiones CP (millones €)	9,16 €	11,96 €	32,94 €	69,87 €	37,73 €
Inmovilizado material neto (millones €)	399,44 €	385,50 €	377,96 €	364,34 €	360,64 €
Inversiones a LP (millones €)	3,56 €	7,78 €	11,81 €	11,53 €	12,07 €
ACTIVO TOTAL (millones €)	624,20 €	629,68 €	703,24 €	698,27 €	589,85 €
Préstamos a CP (millones €)	0,40 €	0,35 €	0,39 €	0,62 €	0,00 €
Deuda a LP (millones €)	223,76 €	221,99 €	262,75 €	338,22 €	322,04 €
PASIVO TOTAL (millones €)	363,36 €	363,25 €	473,18 €	576,45 €	495,55 €
Acciones comunes (millones)	88,42	88,43	88,47	88,89	89,53
Beneficio no distribuido (millones €)	38,39 €	43,40 €	2,67 €	-66,34 €	12,96 €
FONDOS PROPIOS TOTALES (millones €)	260,84 €	266,43 €	230,07 €	121,82 €	94,30 €
PASIVO + FONDOS PROPIOS (millones €)	624,20 €	629,68 €	703,25 €	698,27 €	589,85 €
DATOS ADICIONALES					
Valor contable/acción	4,45 €	4,55 €	3,98 €	2,10 €	1,57 €
Deuda total (millones €)	268,83 €	264,56 €	362,53 €	416,34 €	373,20 €
Deuda neta (millones €)	259,67 €	252,60 €	329,59 €	346,47 €	335,47 €
Empleados a tiempo completo	444	490	552	522	550
FLUJOS DE EFECTIVO					
Ganancia/Pérdida por venta de activos (millones €)	110,36 €	76,96 €	84,25 €	45,16 €	27,32 €
Venta/compra de activos intangibles (millones €)	26,88 €	29,90 €	91,05 €	-27,94 €	7,07 €
Deuda total emitida (millones €)	25,80 €	5,00 €		169,04 €	
Emisión de acciones ordinarias (millones)					
Dividendos comunes pagados (millones €)					

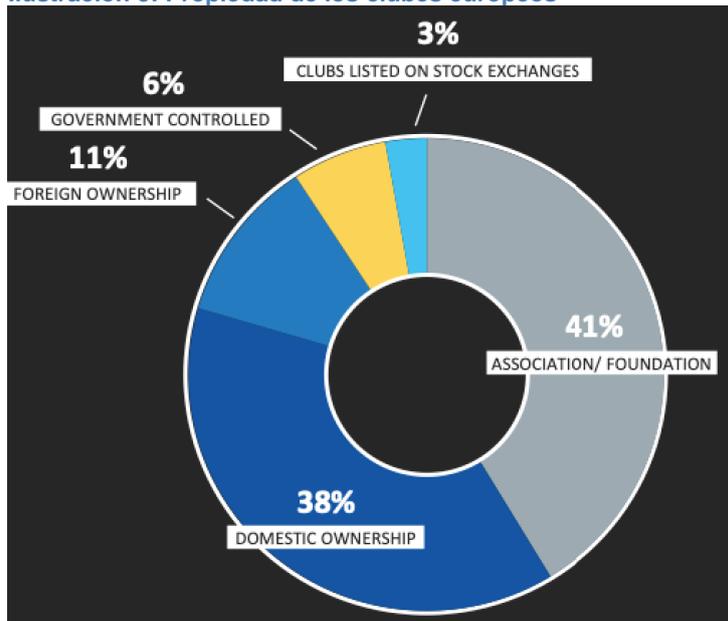
Flujo de caja por acción	-0,24 €	0,45 €	0,69 €	-0,87 €	-0,83 €
RATIOS					
Rentabilidad sobre activos	4,1 %	-5,5 %	-10,7 %	-12,6 %	-9,2 %
Rentabilidad sobre capital	7,6 %	-10,3 %	-19,2 %	-26,2 %	-21,4 %
Rentabilidad sobre acciones ordinarias	2,9 %	2,4 %	-14,9 %	-62,0 %	-62,6 %
Rentabilidad sobre recursos propios	2,9 %	2,4 %	-14,7 %	-61,1 %	-61,6 %
Ratio de liquidez	0,74	0,87	0,61	0,84	0,7
Ratio de disponibilidad	0,69	0,81	0,51	0,77	0,57
Deuda total/ Fondos propios	103,1 %	99,3 %	157,6 %	341,8 %	395,8 %
Deuda total/ Capital total	50,8 %	49,8 %	61,2 %	77,4 %	79,8 %

Fuente: elaboración propia a partir de datos de TIKR.com

6.2.4 Equipos no cotizados en el mercado de valores

Las entidades deportivas profesionales, y más concretamente, los clubes de fútbol europeos, apuestan en su mayoría por modelos de inversión tradicionales en los que la renuncia y la transferencia de la propiedad del club es mínimo o nulo. Por ello, actualmente, tan solo un 3% de los equipos de fútbol profesionales del continente europeo cotizan en el mercado de valores, según datos de la UEFA. Como se muestra en la ilustración 5, cerca del 80% de los clubes registrados en competiciones UEFA mantienen su propiedad en manos de inversores privados locales o asociaciones y fundaciones creadas alrededor del club. La propiedad en manos de inversores extranjeros se reduce al 11% de los clubes europeos, cifra que se ha incrementado durante los últimos años con la llegada del dinero procedente de países asiáticos. Por otra parte, y debido principalmente a clubes de países del este del continente europeo, el 6% de los clubes UEFA pertenecen y están controlados por los gobiernos nacionales o por sociedades gubernamentales. Ante estas formas de gobierno y propiedad en las que la transmisión de la propiedad del club se realiza de forma privada y sin oferta pública, el 3% de los clubes europeos, según datos de la UEFA, cotizan en bolsa.

Ilustración 5: Propiedad de los clubes europeos



Fuente: UEFA

En el fútbol inglés, el derbi de Manchester no solo se vive en los terrenos de juego, si no también, en el área financiera. Los dos clubes de la ciudad de Manchester son los clubes ingleses (y europeos) con mayor volumen de patrimonio neto. Mientras que el Manchester United cotiza en la bolsa americana desde 2012, el Manchester City apuesta por la inversión privada, perteneciendo el club al grupo *Abu Dhabi United Group*. Durante el último lustro, según datos recogidos en el informe anual Deloitte Football Money League, los ingresos del Manchester City han aumentado cerca de un 22%.

Además, durante la última temporada en la que los ingresos del Manchester United disminuían y registraba el club pérdidas por valor de 92 millones de libras, los ingresos de su vecino, el Manchester City, aumentaron, según las cifras publicadas en el balance de situación del club, cerca de un 17%, obteniendo mayores ingresos que el Manchester United. Estas cifras, permitieron al Manchester City obtener beneficios por valor de 2,36 millones de libras. Como recoge la ilustración 6, las pérdidas registradas durante el año de la pandemia fueron muy superiores a las del Manchester United, sin embargo, tras solo una temporada, el club vuelve a registrar ganancias.

Ilustración 6: Pérdidas y ganancias del último lustro



Fuente: Manchester City

El caso del fútbol alemán, más afectado por la pandemia, se observa que los dos principales clubes, han disminuido sus ingresos y sus beneficios. El Bayern de Múnich es el equipo más laureado del fútbol alemán, además, es el equipo con mayor patrimonio neto. Como ocurría con el Olympique de Lyon, el Bayern de Múnich tiene diversos equipos deportivos profesionales en diversas disciplinas, destacando el primer equipo de fútbol, participante en la primera división alemana y en la Champions League, y el primer equipo de baloncesto, igualmente ostenta plaza en la primera división alemana y en la Euroliga. Por ello, los resultados económicos del Bayern de Múnich no son dependientes únicamente del desempeño de la sección futbolística.

Durante el último lustro, los ingresos del Bayern de Múnich han sufrido variaciones debido a la inesperada pandemia. Hasta la temporada 2018-2019, los ingresos del club bávaro registraban una tendencia alcista, habiendo aumentado un 12% en dos temporadas. Tras la pandemia, durante las últimas dos temporadas los ingresos del club registran una tendencia bajista, habiendo disminuido un 4% la última temporada.

Por su parte, el Borussia de Dortmund, principal competidor del Bayern de Múnich registra una disminución de los ingresos a lo largo del último lustro cercana al 35%, acentuada por la caída del 14,8% durante la última temporada.

El fútbol francés vive una situación similar al fútbol inglés. Por un lado, el Olympique de Lyon cotiza en bolsa y aplica códigos de buen gobierno y criterios ASG en la gestión económica y deportiva, persiguiendo un desarrollo sostenible de la entidad y apostando por la igualdad y el fomento del fútbol femenino. En la

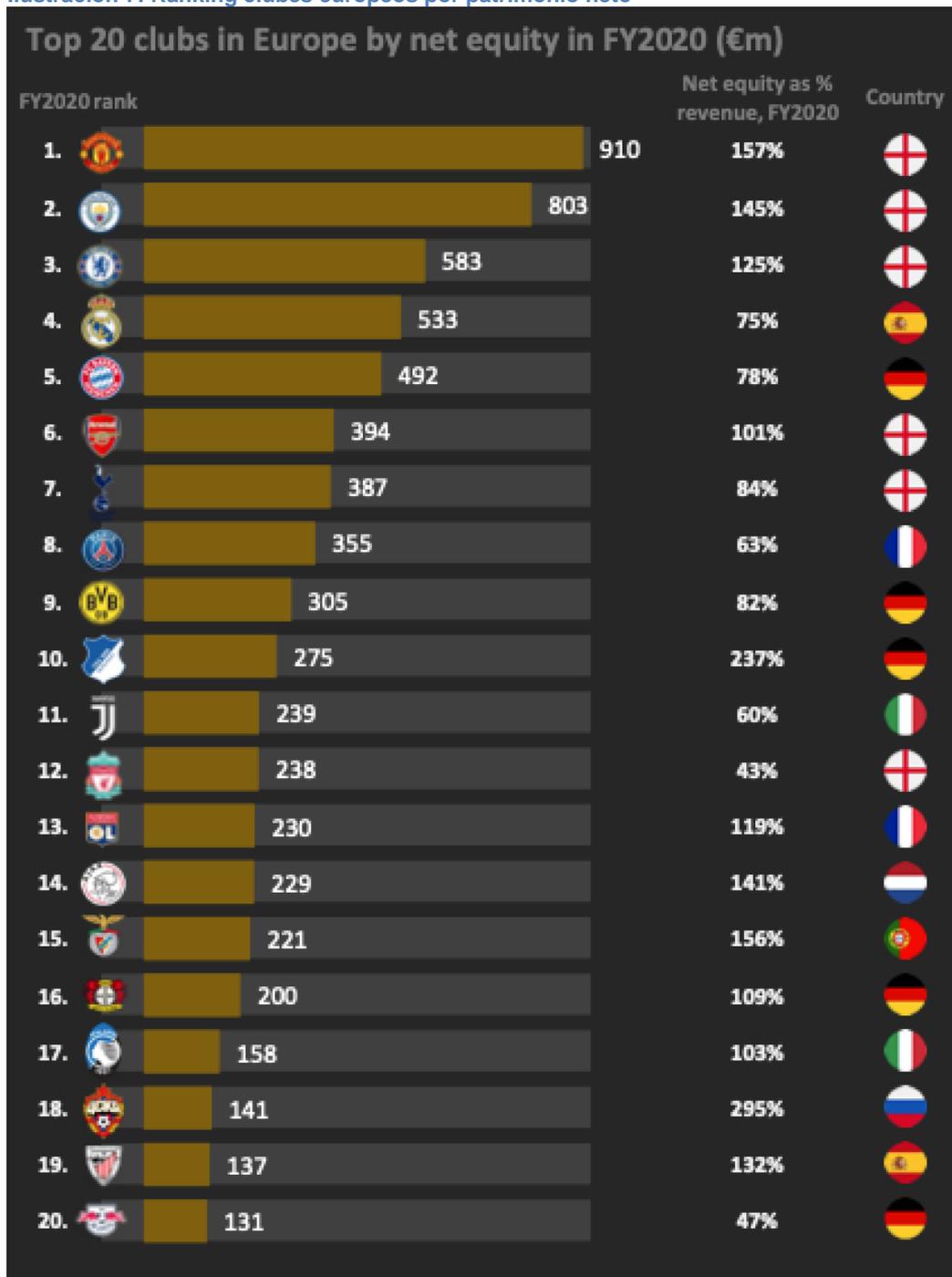
otra cara de la moneda, el París Saint-Germain es propiedad de Qatar Sports Investments, una sociedad accionarial cerrada qatarí fundada para la compra del PSG, y que sigue un modelo de gestión donde prevalece el rendimiento deportivo sobre la eficiencia económica. El París Saint-Germain ha sido criticado por multitud de representantes del fútbol europeo por su modelo de gestión, ejemplo de ello, las declaraciones de Javier Tebas, presidente de la liga de fútbol profesional española, quien afirmó que “las finanzas del PSG se han mantenido a flote gracias a las contribuciones multimillonarias de su accionista en las últimas tres temporadas”. (Tebas, 2021).

Pese a las críticas por parte de multitud de directivos, los ingresos por operaciones entre 2017 y 2019 incrementaron más de un 30%. Tras la disminución provocada por la pandemia, la pasada temporada 2020-2021, los ingresos incrementaron de nuevo cerca de un 3%.

Durante este mismo periodo, los ingresos del Olympique de Lyon han sufrido una mayor contracción que ha provocado pérdidas de hasta 106 millones de euros en la pasada temporada. Los ingresos totales del Olympique de Lyon se han reducido más de un 50% en el último lustro.

En definitiva, según los informes publicados por la UEFA al respecto de la situación económico-financiera del fútbol europeo, cinco de los veinte clubes europeos con mayor patrimonio neto, cotizan actualmente en bolsa. La ilustración 7 recoge los 20 equipos de mayor patrimonio neto europeo, liderado por el Manchester United, club cotizado en la bolsa de Nueva York. Y entre los que destacan la Juventus de Turín y el Ajax de Amsterdam, siendo los equipos con mayor patrimonio neto de sus ligas y siendo equipos cotizados.

Ilustración 7: Ranking clubes europeos por patrimonio neto



Fuente: UEFA

6.3 Contraste de hipótesis y análisis de resultados

Dado el limitado tamaño de la muestra, el contraste de hipótesis mediante métodos estadísticos resultaría en unas conclusiones no significantes y de escasa robustez. Por ello, realizaremos un análisis de los datos recogidos en la muestra, para comparar la evolución de las ratios y poder establecer

conclusiones al respecto de las hipótesis planteadas. Para realizar el contraste de hipótesis, se recoge en la tabla 14 los datos necesarios para realizar la comparación.

Tabla 14: Contraste de hipótesis

	Deuda total (millones €)	Patrimonio neto (millones €)	¿Cotiza en bolsa?	N.º Equipos profesionales	Beneficio neto (millones €)
Borussia Dortmund	77,96	305	Sí	1	-72,81
Manchester United	625,55	910	Sí	1	-106,89
Olympique de Lyon	416,34	230	Sí	5	-106,97
Manchester City	622,78	803	No	12	2,36
Bayern de Múnich	0	492	No	3	1,8
PSG	Datos no publicados	355	No	2	Datos no publicados

Fuente: Elaboración propia a partir de datos publicados en los balances de las entidades

Hipótesis 1 (H1): *las entidades deportivas de mayor capitalización registran mayores ratios de endeudamiento.*

Los equipos de la ciudad de Manchester son, actualmente, los equipos de fútbol profesionales con mayor patrimonio neto. Entre ellos, el Manchester City ha mantenido durante casi diez años una estrategia de deuda cero, por su parte, el Manchester United mantenía históricamente unos niveles de deuda elevados. Tras la pandemia, el Manchester City se ha visto obligado a recurrir a la deuda para financiar y dar viabilidad al proyecto económico y deportivo.

Por otra parte, los equipos alemanes mantienen niveles inferiores de deuda. En el caso del Borussia de Dortmund, ha mantenido históricamente niveles aceptables de deuda, gracias a los ingresos generados por la venta de jugadores y al hecho de cotizar en bolsa, ha podido mantener sus niveles de deuda en mínimos. En el caso del Bayern de Múnich, mantiene una política de deuda cero y ha sido capaz de desarrollar un gran proyecto deportivo sin recurrir a financiación mediante deuda. Este caso choca de frente con el gobierno de los

clubes de fútbol españoles, quienes han basado su crecimiento en niveles de endeudamiento muy elevados.

Por último, el Olympique de Lyon registra crecientes niveles de deuda durante los últimos años debido a la pandemia y a la paralización del deporte profesional mundial. Es por ello que en la actualidad el Olympique de Lyon registra un grado de endeudamiento muy superior al resto de entidades. Debido al mantenimiento de los gastos durante la pandemia, y al ser la entidad de menor volumen, se vio más afectada por la pandemia.

En definitiva, se observa que los equipos que mantienen o han mantenido políticas de deuda cero son equipos con patrimonios netos elevados. Sin embargo, también se observa que, en la actualidad, los equipos más endeudados coinciden con los equipos de mayor tamaño. Por otra parte, uno de los equipos con mayor endeudamiento es el de menor tamaño de la muestra. Por tanto, la dimensión de los clubes no es determinante en sus niveles de deuda.

Hipótesis 2 (H2): *los equipos que no cotizan en bolsa mantienen niveles de endeudamiento superiores.*

Si analizamos los casos particulares, se observa que, salvo en el caso de los equipos franceses, donde el Paris Saint Germain no publica sus resultados y mantiene una gestión hermética y opaca a nivel financiero; los equipos que han mantenido menores niveles de deuda e incluso políticas de deuda cero, son aquellos que no cotizan en bolsa. Tanto el Bayern de Múnich como el Manchester City han mantenido sus finanzas sin deudas, a la par que competían a nivel deportivo con los grandes equipos de sus ligas. Por ello, se rechaza la hipótesis de que los equipos no cotizados mantengan mayores niveles de deuda. Esto puede ser, debido a la inyección de capital por parte de los propietarios privados de estos clubes y de la facilidad de los equipos cotizados para hacer uso del abanico de posibilidades de financiación, entre las que se incluye la deuda.

Hipótesis 3 (H3): *las entidades compuestas por equipos profesionales en diversas disciplinas o competiciones registran un volumen de beneficios mayor.*

En tercer y último lugar, se comparan el número de equipos profesionales que mantiene cada entidad deportiva con el volumen de sus beneficios. En este caso, al aumentar el número de equipos profesionales, ampliando disciplinas o mediante equipos femeninos, los clubes aumentan sus gastos, pero a la par, aumentan sus ingresos, al ampliar la cuota de mercado, así como los ingresos generados por patrocinios, entradas, merchandising, etc. Al beneficiarse de la estructura de un club profesional, diversificar en varios equipos profesionales disminuye los costes unitarios de la estructura (estadio, estructura directiva, departamentos transversales, ciudad deportiva, etc). Gracias al aumento de la cuota de mercado y de los ingresos, y al aumentar los márgenes, los beneficios de las entidades deportivas con más de un equipo profesional aumentan. Por todo ello, y a la vista de los datos, en los que se observa que el número de equipos es directamente proporcional a los beneficios, se acepta la hipótesis tres.

7 Ventajas y desventajas de la salida a bolsa como método de financiación

La financiación mediante la salida a bolsa forma parte del abanico de posibilidades financieras de cualquier empresa, "salir a bolsa supone la posibilidad de aumentar sus capacidades para crecer. Un buen CEO necesita tener todas las herramientas posibles en su 'kit financiero' para realizar su trabajo" (García, J. 2022). Históricamente, la salida a bolsa de este tipo de entidades ha sido de gran complejidad debido a la compleja situación financiera de las mismas. Como ya defendían Eugenia Escudero y Loreto Fernández en 2003, los elevados niveles de deuda con los que los clubes de fútbol ajustaban sus balances, dificultaba la salida a bolsa. Sin embargo, la profesionalización del deporte, y más concretamente, del fútbol, permite valorar la salida a bolsa como una alternativa de financiación real. Durante los últimos años, el incremento de los ingresos, junto con las expectativas de crecimiento a corto y medio plazo del fútbol europeo, invitan a muchos clubes a valorar la salida a bolsa, además,

como señala Martínez, consiguiendo un equilibrio económico-financiero, el precio de cotización de los clubes que cotizan en bolsa podría no depender, o depender mínimamente, de los resultados deportivos. Junto a ello, es fundamental que los clubes de fútbol que aspiran a cotizar en el mercado de valores saneen sus cuentas.

La condición de empresa cotizada confiere una serie de ventajas a las entidades deportivas.

En primer lugar, cotizar en bolsa permite a los clubes adquirir ingresos en el corto plazo, históricamente los clubes que cotizan en bolsa han emitido acciones para la financiación de inversiones a medio y largo plazo. Claro ejemplo de ello fue la salida a bolsa del Tottenham Hotspur para financiar las obras de su estadio. Por otro lado, esta vía de financiación permite, como en el caso de la Juventus de Turín, dotar estabilidad económica a la entidad. Cabe destacar que, en multitud de ocasiones, los grandes clubes se aseguran los ingresos generados por la venta de acciones al establecer consorcios de garantía mediante agencias de colocación para sufragar parte de las ampliaciones de capital cuando estas no cumplen con las expectativas.

Por otro lado, la salida a bolsa otorga mayor prestigio, reputación e imagen de marca a nivel internacional. La salida a bolsa es una oportunidad para que los inversores conozcan el club desde dentro y su operativa. Además, requiere de una mayor transparencia por parte del club y de sus cuentas, por tanto, otorga una imagen de marca más responsable socialmente, más transparente y alineada con la sostenibilidad. De hecho, los clubes de fútbol europeos que cotizan en bolsa trasladan una imagen de mayor responsabilidad corporativa, aplican, en general, criterios de buen gobierno y mantienen firme su compromiso medioambiental y social. Esta imagen de marca trasladada y expandida internacionalmente al cotizar en bolsa, se traduce en un incremento de la base de aficionados y un aumento de las ventas de *merchandising*. Según datos de la UEFA, el Manchester United, club que cotiza en la bolsa de Nueva York, es el club europeo que más camisetas y productos de *merchandising* vende desde su salida a bolsa. Por tanto, la salida a bolsa supone a su vez, una estrategia de

marketing que beneficie la internacionalización de la marca, y con ello, los ingresos por ventas.

En tercer lugar, las acciones de los clubes de fútbol registran un bajo coeficiente beta, es decir, tienen escasa correlación con el índice en el que cotizan. Este factor puede considerarse tanto una ventaja como un inconveniente, ya que, los clubes de fútbol no se benefician de las fases alcistas del mercado, pero, tampoco se desploman en las fases bajistas, manteniendo una tendencia independiente al ciclo económico. Para los inversores, puede ser considerado un factor positivo, al aumentar la diversificación de las carteras.

La salida a bolsa no son solo ventajas, también existen ciertas desventajas, así como trámites y requisitos que dificultan la salida a bolsa de multitud de entidades deportivas.

En primer lugar, para completar la salida a bolsa, los clubes deben cumplir con la estricta regulación de, en el caso español, la CNMV. El primero de los requisitos impuesto por la CNMV es haber registrado beneficios durante los últimos cinco años, hecho que, como ya reflejaba Cozar en 2018, pocos clubes de fútbol españoles pueden cumplir, debido a la inestabilidad del negocio durante el proceso de profesionalización y a que estos han priorizado los resultados deportivos a los económicos. En segundo lugar, como indica Martínez, la transparencia es un requisito indispensable para la salida a bolsa, esta supervisión por parte de la CNMV incrementa los gastos en los que la compañía debe incurrir en asesoramiento, servicios profesionales y regulación. Además, para cotizar en bolsa en España siendo una entidad deportiva, es indispensable encontrarse registrado como Sociedad Anónima Deportiva.

Por otro lado, existen una serie de desventajas sociales, organizativas y económicas. En primer lugar, como indicaba el director general de LaLiga “se ven sometidas a una estricta regulación por parte de las entidades supervisoras, además de los costes que supone y del riesgo de pérdida de control, ya que una vez que cotiza en el mercado, cualquiera puede convertirse en accionista mayoritario” (Gómez, 2018).

Además, al cotizar en el mercado de valores, la entidad se expone a un grado de transparencia mayor al tener que comunicar cada fichaje, movimiento, liquidación o cambio significativo a la CNMV. Este hecho, afecta no solo en lo financiero, sino también en la parcela deportiva, ya que, “en muchos casos obliga a difundir información reservada que puede condicionar negociaciones” (López, 2018).

Otra de las principales desventajas de la cotización de las entidades de fútbol es su elevada volatilidad. Los clubes de fútbol presentan cifras de volatilidad más elevadas. El componente psicológico y emocional del deporte genera mayores ineficiencias en el mercado; como defiende Luis García, gestor de MAPFRE AM, en el fútbol existen muchos sesgos cognitivos que afectan al inversor y que provocan ineficiencias en el mercado. Podemos observar situaciones como la remontada de la Roma frente al Barcelona en la Champions League, que incremento el precio de las acciones un 22%. O el caso del Intercity C.F que tras conseguir el ascenso al primera RFEF, su precio de cotización acumula una caída superior al 20%. Estas ineficiencias provocadas por sesgos cognitivos ofrecen grandes oportunidades para el inversor, pero también una gran amenaza para entidad e inversor ya que “las acciones de los equipos de fútbol pueden convertirse en valores con una volatilidad extraordinaria si las sociedades deportivas centran únicamente su actividad en la competición y en los fichajes estrellas” (Fuentes, 2017).

8 Variables que determinan el precio de cotización

Las entidades de índole deportivo que cotizan en bolsa ven su precio de cotización afectado por un mayor número de variables que las empresas de otros sectores. Como defiende Luis García, gestor del fondo MAPFRE AM- Behavioral, fondo que invierte en entidades como el Olympique de Lyon o el Borussia de Dortmund, la cotización de los clubes de fútbol presenta ineficiencias debidas a sesgos psicológicos y al sentimiento de los inversores hacia el club en el que invierten.

La salida a bolsa se encuentra muy marcada por el precio de cotización inicial, es decir, por el precio al que se publica la Oferta Pública de Venta. Este precio

debe ser establecido valorando la compañía atendiendo a los criterios propios del sector, es decir, no solo los estados contables, sino también, los contratos de patrocinio y derechos televisivos, la composición y el valor de la plantilla, los resultados deportivos y las expectativas, la imagen de marca del club, etc.

El entramado deportivo profesional confiere de gran complejidad a la cotización en bolsa de los clubes de fútbol, la cual, se ve afectada por los factores que afectan a todas las entidades cotizadas, así como, de las variables propias del sector. A continuación, se exponen los principales factores que afectan al precio de cotización.

1. Factores macroeconómicos. Pese a tener una influencia menor que en otros sectores, y existir menor correlación entre la situación macroeconómica y el rendimiento de las acciones de los clubes de fútbol, el estado de la economía nacional y global afecta en el rendimiento de las acciones.
2. Factores fundamentales: gestión de ingresos y transparencia. La gestión económica y la situación financiera del club tienen incidencia en el precio de cotización del mismo, principalmente, cuando el club cotizado se enfrenta a elevados niveles de endeudamiento. Por otro lado, la gestión de los contratos televisivos y los patrocinios son una gran fuente de ingresos para estas compañías, por ello, la gestión de estos contratos, así como, la firma de nuevos contratos o la extinción de contratos vigentes, afectan al precio de cotización ya que influyen en el devenir económico de la entidad. Además, la coherencia del proyecto, la transparencia, la jerarquía del club y las relaciones institucionales afectan al precio de cotización “la relación del presente con la prensa y los organismos internacionales, por su capacidad de influencia en la afición y en el propio equipo gestor, puede también convencer al mercado tanto en sentido positivo como negativo” (Fernández, 2003).
3. Dependencia de empresas relacionadas y efecto de las actuaciones de los organismos futbolísticos. En primer lugar, el rendimiento, las acciones realizadas y las noticias que afectan a las empresas de los accionistas mayoritarios, inciden en el precio de cotización, la estabilidad de las empresas y los ingresos de los accionistas mayoritarios y de los

patrocinadores es fundamental para los clubes de fútbol. Claro ejemplo de ello fue la caída del precio de cotización de la Juventus de Turín al ponerse en huelga los trabajadores de Fiat, empresa de la cual familia Agnelli, principal accionista de la Juventus de Turín, posee el 29% de las acciones. Por otro lado, las actuaciones de las federaciones nacionales, la UEFA, la FIFA y el resto de instituciones, tienen un efecto directo en el precio de cotización. Recientemente, el intento por crear la Superliga disparó las acciones del Manchester United y la Juventus, para posteriormente caer al fracasar el proyecto, lo que revela que las actuaciones de las instituciones a las que pertenecen los clubes, índice directamente en el precio de cotización.

4. Factores deportivos. Debido a la naturaleza del sector, y por tanto, de estas inversiones, el rendimiento deportivo afecta de manera irracional al precio de cotización. Entre los factores deportivos, el más destacado es el rendimiento, el cual, en base al desempeño en las competiciones, afecta al rendimiento de las acciones. Para ello, Ximénez realizó un estudio en 2002 en el que relacionaba el rendimiento de las acciones con los resultados deportivos. En su análisis, Ximénez relaciona las victorias y las derrotas con las subidas y bajadas del precio de cotización. Para ello, establece dos tipos de relaciones:
 - Correlación activa: sucede cuando tras la victoria o la derrota, el precio de cotización sube o baja respectivamente, es decir, cuando suceden compras o ventas de acciones tras la disputa de encuentros.
 - Correlación pasiva: en este caso, tras la victoria las acciones no suben, pero los accionistas no venden, e igualmente, tras una derrota, los accionistas no venden.

Tras su estudio, Ximénez concluyó que existe correlación pasiva tanto en la derrota como en la victoria. Por ello, concluye que, ante situaciones económico-financieras estables, el precio de cotización, por norma general, no se ve afectado significativamente por los resultados. El sesgo emocional hacia los clubes de fútbol, dificultan la toma de decisiones de los accionistas y generan un comportamiento irracional del mercado.

Por otro lado, la composición de la plantilla, las lesiones, las sanciones y los rumores que circulan respecto a la entidad, afectan a su precio de cotización. Un claro ejemplo de ello es lo sucedido durante las últimas semanas con el precio de cotización del Olympique de Lyon, desde que apareciesen los rumores de una posible Oferta Pública de Adquisición (OPA) por parte de inversores americanos, las acciones han incrementado su valor en más de un 40%.

En definitiva, el precio de cotización de las entidades deportivas que cotizan en bolsa se ve afectado por variables propias del sector deportivo profesional, es por ello que la inversión en este tipo de entidades, por parte de inversores profesionales es escasa, “pesan mucho las noticias o ver los estadios vacíos por el coronavirus. Esto hace que se pierda la perspectiva sobre la industria. La solvencia de los equipos y la situación económica ha mejorado muchísimo durante la última década, pero los analistas no miran mucho los números.” (García, 2021).

9 Alternativas de financiación

La financiación mediante la salida a bolsa ha constituido una alternativa de financiación que se ha utilizado por parte de ciertas entidades deportivas en Europa y Estados Unidos, sin embargo, las dificultades administrativas, junto con multitud de directivos siendo reacios a la transparencia requerida para cotizar en bolsa y contrarios a exponerse a la pérdida de control parcial del club, ha motivado a multitud de clubes de fútbol a descartar esta vía de financiación y explorar vías alternativas para conseguir la financiación necesaria en un escenario cada vez más competitivo.

Dada la complejidad de la salida a bolsa y ante la necesidad de los clubes de encontrar nuevas vías de financiación, muchos clubes de fútbol europeos, y principalmente españoles, han apostado por la emisión de “fan tokens”. Los “Fan tokens” son en palabras de Alexandre Dreyfus, una poderosa herramienta de “engagement” y fidelización de los aficionados, que permite a los clubes

deportivos reforzar los vínculos con su base de aficionados, a la par que proporciona una nueva vía de financiación. Los “fan tokens” son una herramienta de financiación y monetización alternativa por la que apuestan las entidades deportivas en un momento en el que las fuentes de financiación tradicionales se han visto contraídas y han sido superadas por el volumen de gasto que rodea al fútbol profesional actual.

Los “fan tokens” son “activos digitales que proporcionan privilegios como recompensas y promociones, así como derechos de voto” (Demir, 2022). Estos criptoactivos se diferencian de las criptomonedas en la necesidad de utilizar redes de blockchain de terceros. Por ello, cuando un club de fútbol quiere emitir su “fan token”, en primer lugar se realiza una “Fan Token Offering” (FTO), en la que se comercializan un número limitado de criptoactivos a un precio determinado. Tras ello, exclusivamente cuando esta primera oferta se ha agotado, se reabre la oferta con un precio determinado por la oferta y la demanda.

En la actualidad, son varios los equipos que han emitido “fan tokens”. Ante la ausencia de equipos de LaLiga cotizando en bolsa, los clubes españoles que han apostado por la emisión de estos criptoactivos son el Atlético de Madrid, el F.C. Barcelona, el Valencia C.F, el Levante UD, el Deportivo Alavés, el Celta de Vigo y el RCD Espanyol.

Entre las grandes ligas europeas se encuentran multitud de equipos emisores de fan tokens, entre ellos, destacan la Juventus de Turín y la Roma, equipos que, además de cotizar en bolsa, han emitido estos criptoactivos.

10 Conclusiones

El objetivo del presente trabajo era analizar la evolución y el rendimiento de las entidades deportivas profesionales europeas que cotizan de bolsa, así como, estudiar las alternativas existentes en cuanto a modelos de financiación y la realidad actual del fútbol europeo profesional.

Es un hecho que, con la profesionalización del fútbol, las necesidades de financiación han incrementado, y por ello, los equipos deben desarrollar nuevas estrategias de financiación para mantener un equilibrio económico que les permita ser sostenibles y desarrollar la actividad deportiva de forma estable. La estabilidad económica conforma la base sobre la cual desarrollar el proyecto deportivo de una manera eficiente. Además, junto con la profesionalización del deporte, el fútbol europeo ha llevado a cabo una transformación del modelo de negocio, saneando parcial o totalmente unas cuentas que se encontraban profundamente endeudadas. Por tanto, la profesionalización del deporte en el área de la gestión empresarial, ha permitido sanear las cuentas y mejorar la eficiencia económica del deporte, mejorando su componente empresarial y social.

Del análisis económico-financiero llevado a cabo, se concluye que la transparencia de las entidades deportivas cotizadas en bolsa, así como, su componente social y de responsabilidad corporativa, destacan sobre las entidades no cotizadas, sobre las cuales, sigue existiendo cierta opacidad en sus cuentas y en el rendimiento real del negocio. Los datos muestran que, tras la COVID-19, la recuperación de las entidades no cotizadas ha sido mayor, sin embargo, estas cuentas han sido saneadas, en gran medida, mediante la inyección de liquidez de los empresarios tras estos clubes. Ejemplo de ello, las continuas y recientes acusaciones de órganos como la Federación Española de Fútbol y LaLiga a la gestión económica de equipos como el Paris Saint-Germain o el Manchester City. Sin embargo, la transparencia y la imagen de marca que genera la cotización en bolsa, permite a estos clubes aumentar su base de aficionados y con ello, aumentar los ingresos. Además, los patrocinios deportivos de estas entidades, se espera que incrementen al transmitir una imagen más saneada, responsable y sostenible.

Por otra parte, el caso del fútbol profesional español y la bolsa es reseñable. El único equipo español que cotiza en bolsa, un modesto club alicantino recién ascendido a primera RFEF, acumula una caída desde que saliese a bolsa cercana al 70%. La colocación de las acciones a un precio superior al que los inversores valoran el club, ha hundido el precio de las acciones. Además,

curiosamente, sus éxitos deportivos no mantienen correlación con el precio de cotización, ya que, desde su ascenso a primera RFEF, el precio ha caído considerablemente, pese a encontrarse actualmente a tan solo una división de adquirir derechos televisivos.

En tercer lugar, se concluye que, dada la inestabilidad económica actual, ha disminuido el efecto que tienen los éxitos deportivos en el precio de cotización. Anteriormente, hitos alcanzados por parte de equipos cotizados en bolsa, tanto a nivel deportivo con la eliminación de la Roma al F.C Barcelona o la eliminación del Ajax al Real Madrid en Champions; como a nivel de gestión con traspasos como el de Ousmane Dembélé o Robert Lewandowski por parte del Borussia Dortmund, dispararon la cotización de estos clubes. Sin embargo, en la actualidad, las variaciones notables en el precio de cotización son consecuencia de eventos económicos y sociales como la OPA realizada al Olympique de Lyon o los escándalos de Cristiano Ronaldo en su etapa en la Juventus de Turín.

En definitiva, cotizar en bolsa es una alternativa más para la financiación de todo tipo de empresas, incluidas las entidades deportivas. Que además, en el caso de este tipo de sociedad, dada la opacidad histórica de sus cuentas, otorga a la entidad que cotiza un valor añadido y una imagen de marca reforzada al transmitir mayor visibilidad y transparencia.

11 Bibliografía

Artículos científicos

Ahtiainen, S., & Jarva, H. (2020). Has UEFA's financial fair play regulation increased football clubs' profitability?. European Sport Management Quarterly, 1-19.

Andreff, W. (2007). French football: A financial crisis rooted in weak governance. Journal of Sports Economics, 8(6), 652-661.

Areces, M. Á. Á. (2013). 4 FÚTBOL Y REVOLUCIÓN INDUSTRIAL: FABRICANDO UNA PASIÓN. Ábaco, (76/77), 47-60.

Brealey, R. A., Marcus, A. J., & Myers, S. C. (1996). *Principios de dirección financiera*

Campos, I. G. (1995). *Las Sociedades anónimas deportivas y la responsabilidad de sus administradores: algunas alternativas a su régimen jurídico (Doctoral dissertation, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria).*

Cox, A. (2012). *Live broadcasting, gate revenue, and football club performance: Some evidence. International Journal of the Economics of Business, 19(1), 75-98.*

D'Andrea, A., & Masciandaro, D. (2016). *Financial Fair Play in European Football: Economics and Political Economy-A Review Essay. BAFFI CAREFIN Centre Research Paper, (2016-15).*

Demir, E., Ersan, O., & Popesko, B. (2022). *Are Fan Tokens Fan Tokens?. Finance Research Letters, 102736.*

Fuertes, M. (2017). *¿Jugarán las sociedades deportivas en la Bolsa?. Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España, 2002.*

García, J., & Rodríguez, P. (2002). *The determinants of football match attendance revisited: Empirical evidence from the Spanish football league. Journal of Sports Economics, 3(1), 18-38.*

Ginesta Portet, X. (2011). *El fútbol y el negocio del entretenimiento global. Los clubes como multinacionales del ocio.*

Grinnell Jr, R. M., & Unrau, Y. (2005). *Social work research and evaluation: Quantitative and qualitative approaches. Cengage Learning.*

García, J. F. (2004). *Manual de introducción al análisis contable de la empresa. Editorial Complutense.*

Lizarzaburu, E., Gómez, G., & Beltrán, R. (2016). *Ratios financieros. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/3079308563>.*

Martín Iglesias, M. (2019). La salida a bolsa como alternativa de financiación de los equipos de fútbol de las ligas profesionales.

Martínez, F. J. F., & Callejo, M. B. (2006). El Real Madrid Club de Fútbol: la aplicación de un modelo empresarial a una entidad deportiva en España. Universia Business Review, (11), 36-61.

Martínez, J. B. (2012). El ebitda. Cont4bl3, (41), 15-17.

Ndong Obono, E. E. (2018). El impacto del futbol en la economía española.

Prado, M. E. E., & Fernández, L. F. (2003). Fútbol y Bolsa, se reabre el debate. Bolsa de Madrid, (123), 70-73.

Puertas Somavilla, L. (2016). El patrocinio deportivo como fuente de financiación en el fútbol europeo.

Sampieri, R., Fernández, C., & Baptista, L. (2014). Definiciones de los enfoques cuantitativo y cualitativo, sus similitudes y diferencias. RH Sampieri, Metodología de la Investigación.

Vela Castro, M. A. (2019). Análisis de la financiación del fútbol español (Doctoral dissertation, Universitat Politècnica de València).

Ximénez de Sandoval, J. L. (2002). El fútbol en los mercados de valores. Bolsa de Madrid, (111), 58-62.

Páginas web

Balance, cuenta de resultados y flujos de caja (2022). Tigr. Recuperado de Tigr <https://tigr.com>

Cómo cotizar en Bolsa. Bolsa de Madrid. Recuperado de Bolsa Madrid <http://www.bolsamadrid.es/esp/ParaEmp/ComoCotizar/ComoCotizar1.aspx>

Datos financieros Borussia Dortmund (2021). Recuperado de Borussia Dortmund <https://aktie.bvb.de/eng/BVB-Share/Capital-increase-2021>

Datos financieros Manchester City (2021). Recuperado de Manchester City <https://www.mancity.com/annualreport2021/assets/img/mcfc-annual-report-2021.pdf>

Datos financieros Manchester United (2021). Recuperado de Manchester United <https://ir.manutd.com>

Datos financieros Olympique Lyonnais (2021). Recuperado de Olympique Lyonnais <https://investisseur.olympiquelyonnais.com/en/shares/share-price.html>

Deloitte. (2017). *Annual Review of Football Finance: Ahead of the Curve*.

Deloitte Football Money League 2022 (2022). Deloitte. Recuperado de Deloitte <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html>

Diccionario panhispánico del español jurídico. (2020). Mercado de valores. En Diccionario dpej.rae.es. Recuperado de <https://dpej.rae.es/lema/mercado-de-valores>

Fernández, H. (2022). Mercado de valores: Definición, características e importancia. *Economía TIC*. <https://economiatic.com/mercado-de-valores/>

Gómez, J. (2018) Qué clubes saldrían a Bolsa y otras dudas de la revolución económica de LaLiga. Recuperado de *El Español* https://www.elespanol.com/invertia/empresas/20180420/clubes-saldrian-bolsa-dudas-revolucion-economica-laliga/301220520_0.html

Ingresos en concepto de derechos televisivos de los equipos de fútbol de primera división en España en la temporada 2020/2021 (2022, enero). Statista. Recuperado de Statista <https://es.statista.com/estadisticas/507263/ingresos-de-los-equipos-de-futbol-de-la-liga-por-derechos-televisivos-espana/>

Las sociedades anónimas especiales. (2011). <https://www.marcialpons.es/media/pdf/9788497688970.pdf>

López, F. (2018) *Qué clubes saldrían a Bolsa y otras dudas de la revolución económica de LaLiga*. Recuperado de El Español https://www.elespanol.com/invertia/empresas/20180420/clubes-saldrian-bolsa-dudas-revolucion-economica-laliga/301220520_0.html

López, J. F. (2021, 1 octubre). *Análisis cuantitativo*. Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/analisis-cuantitativo.html>

Los orígenes del fútbol español (2022, 13 junio). La futbolteca. Recuperado de la futbolteca <http://lafutbolteca.com/los-origenes-del-futbol-espanol/>

Reparto de los Derechos de TV. La Liga. Recuperado de La Liga <https://www.laliga.com/transparencia/gestion-economica/derechos-audiovisuales>

Stoxx europe football (2021, 22 abril). Euribor. Recuperado de Euribor <https://www.euribor.com.es/2021/04/22/stoxx-europe-football/>

The European Club Footballing Landscape. (2022). Editorial Uefa. Recuperado de Editorial uefa https://editorial.uefa.com/resources/0272-145b03c04a9e-26dc16d0c545-1000/master_bm_high_res_20220203104923.pdf

The Football Benchmark Data & Analytics (2022). Football Benchmark. Recuperado de Football Benchmark https://www.footballbenchmark.com/data_analytics/starter/club_finance

What is a token? (2022). Coinbase. Recuperado de Coinbase <https://www.coinbase.com/es/learn/crypto-basics/what-is-a-token>

Zonavalue (2022). *Análisis Microsoft Corporation*. Recuperado de Zonavalue <https://zonavalue.com/blog/analisis-y-opinion/analisis-microsoft-corporation-msft>

Noticias y podcasts

El Tottenham cotizará en la bolsa británica (1983, 17 junio). El país.
Recuperado de El País
https://elpais.com/diario/1983/06/17/deportes/424648803_850215.html

Gallardo, L. (Luis García). (2021). *La Bolsa de Deporte* [Podcast]. Spotify.
https://open.spotify.com/episode/3Uw4m2MoH5eII3f6vOMzdx?si=8lilyUEmTUWVMwli_8YgwA

García, J. (2022) *El debut bursátil de Substrate AI eleva a nueve las cotizadas de la Comunitat Valenciana.* Recuperado de Valenciaplaza
<https://valenciaplaza.com/debut-bursatil-substrate-ai-eleva-a-nueve-cotizadas-comunitat-valenciana>

Las cifras del acuerdo Barça-Spotify al detalle (2022, 17 marzo). Mundo deportivo. Recuperado de Mundo deportivo
<https://www.mundodeportivo.com/futbol/fc-barcelona/20220317/1001768458/cifras-acuerdo-barca-spotify-detalle.html>

Premier League broadcast deals for 2022-2025 and beyond (2022, 28 mayo). Premier League. Recuperado de Premier League
<https://www.premierleague.com/news/2184867>

Primer equipo de futbol español en cotizar en bolsa. (2021, 22 octubre).
El español.
https://www.elespanol.com/invertia/mercados/20211022/primer-equipo-futbol-espanol-cotizar-bolsa-parque/620688183_0.html

PWC (2020, 23 noviembre). *La industria deportiva aporta el 3,3% del PIB español y genera 414.000 puestos de trabajo* [Nota de prensa].
<https://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2020/industria-deportiva-pib-espanol.html>

¿Qué equipos de futbol cotizan en bolsa? (2021, 13 mayo). Rankia.
Recuperado de Rankia <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde->

[cero/2301594-que-equipos-futbol-cotizan-bolsa-benfica-ajax-borussia-united](#)

Legislación

Real Decreto 1251/1999, de 16 de julio, sobre sociedades anónimas deportivas. Boletín Oficial del Estado, n. 170, de 17 de julio de 1999.