



redined

red de bases de datos
de información educativa

<http://www.redined.mec.es/>

TEXTO BILINGÜE

1ª parte: Versión en lengua española 

TEXT BILINGÜE

 **2a part: Versió en llengua catalana**

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

■ JORDI SÁNCHEZ MARTÍN

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

■ Palabras clave

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

Resumen

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

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

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

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

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

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

Antecedentes

Fase inicial en el fútbol inglés

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

■ Abstract

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

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

■ Key words

Football club, Stock market, Financiation, Investment, Profitability

Introducción

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

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

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

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

Fase de expansión en el fútbol inglés

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

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

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

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

Fase de exportación del modelo a otros países

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

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

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

europas como Italia y Alemania (y, próximamente, España).

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

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

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

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

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

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

Estamos, pues, ante un fenómeno global.²

El caso español

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

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

Marco legislativo actual. Revisión histórica

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Las participaciones significativas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Intentos previos y situación actual

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

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

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

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

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

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

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

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

Consideraciones sobre el sector específico

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

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



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

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

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

El accionista “pasional” y el accionista “racional”

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

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

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

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

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

Valoración de los clubes

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

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

Criterios racionales

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

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

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

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

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

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

Críterios pasionales

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

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

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

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

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

Valoración del riesgo

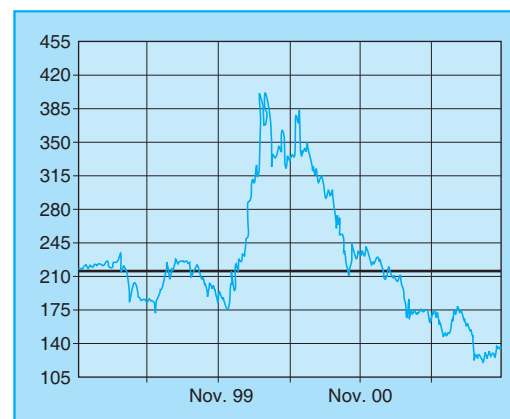
Uno de los mayores riesgos de la inversión en fútbol es que el rendimiento de las acciones depende generalmente de la actuación de los equipos, principalmente hacia finales de la temporada. Otro riesgo de los inversionistas es que no pueden estar seguros de que los clubes gasten de forma razonable el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

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

Variación de la cotización en función de los resultados

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

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



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

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

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

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

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

Variación de la cotización en función de otros aspectos

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

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

Diversificación del riesgo

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

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

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

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

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

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

Los productos financieros

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

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

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

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

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

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

Prospectiva de futuro

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

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

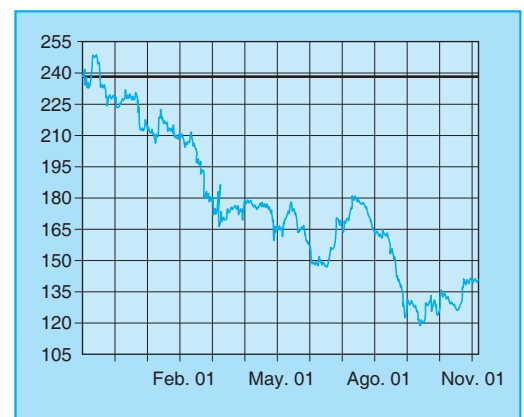
En España, a Audiovisual Sport, sociedad que gestiona los derechos audiovisuales de la Liga de Fútbol Profesional, se le estima unas pérdidas en el período 1996-2001 cercanas a los 73.000 millones de pesetas, “dato que demuestra que el negocio del fútbol en nuestro país está sustentado en una ficción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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

Conclusión

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

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

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

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

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

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

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

Bibliografía consultada

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

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

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

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

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

Valoració i sortida a borsa de les societats anònimes esportives espanyoles. Anàlisi comparativa amb el cas anglès

■ JORDI SÁNCHEZ MARTÍN

Llicenciat en Ciències de l'Activitat Física i l'Esport.
Professor de l'Escola Superior Johan Cruyff

■ Paraules clau

Club de futbol, Borsa de valors,
Finançament, Inversió, Rendibilitat

Resum

La necessitat de grans sumes de diners per part de les SAE (bàsicament clubs de futbol) comporta que aquestes es plantejgin finançar-se a la Borsa de valors com una opció més per aconseguir la liquiditat necessària que els permeti de realitzar noves inversions, tant en jugadors com en

immobilitzat. I els inversionistes semblen disposats a lliurar-los diners a canvi d'accions, perquè consideren que el futbol té un esdevenidor econòmic rendible i perquè la participació en Borsa obliga els clubs a efectuar un enorme canvi en les seves estructures financeres, i a fer que les seves operacions econòmiques siguin més transparents i estiguin sotmeses a més controls.

Però la rendibilitat d'una SAE no es troba vinculada només als tradicionals criteris racionals (economicofinancers), sinó també a criteris "passionals" (sentiments de pertinença a un grup, valors intangibles, etc.) Aquesta circumstància es reflecteix en una major prima de risc, de manera que la valoració en Borsa dels clubs és inferior a la de qualsevol altre sector amb similars expectatives de beneficis, tot obligant els clubs a diversificar aquest risc, sobretot quan les expectatives de benefici s'han corregit a la baixa per l'experiència viscuda en altres mercats on ja cotitzen aquests valors.

Introducció

L'1 de gener del 2002 es va obrir la possibilitat que les societats anònimes esportives (SAE) espanyoles sortissin a cotitzar en la Borsa de valors, igual que ja succeeix en altres països. Aquest fet és la prova evident que mons tan diferents com el futbol i els mercats financers es troben cada vegada més relacionats entre ells.

La raó principal de l'interès de les SAE (bàsicament clubs de futbol) per la Borsa de valors és la seva necessitat de grans sumes de diners, que els inversionistes estan disposats a lliurar a canvi d'accions,

perquè consideren que el futbol té un esdevenidor econòmic molt rendible. Així, finançar-se en Borsa esdevé una opció més per aconseguir la liquiditat necessària que els permeti de realitzar noves inversions, tant en jugadors com en immobilitzat.

Com diu Gerardo Soria: "primer era simple entreteniment, més tard es va convertir en esport, després li van afegir espectacle, fins que algú va dir: Aquí hi ha negoci!" (G. Soria, 1996)

El futbol és, ara com ara, per damunt de tot, un formidable negoci econòmic, que pren com a base un fet esportiu i que exigeix que, cada vegada més, un club de futbol hagi de gestionar-se com una empresa.

Antecedents

Fase inicial al futbol anglès

Encara que la primera incursió d'un club de futbol en el mercat de valors data de 1984, amb el Tottenham Hotspurs, no és fins al 1990 que se succeeixen tot un seguit de fets que conduiran al gran canvi a Anglaterra. Anteriorment, els inversionistes s'havien distanciat del futbol perquè no confiaven en les persones que dirigien els clubs i, a més a més, la seva part financera no era rendible, perquè els diners dels clubs es gastaven en la compra de jugadors, i només se'n beneficiaven uns pocs. A això cal afegir-hi que el futbol tenia una reputació pública summament malmesa a causa dels problemes de vandalisme (*hooligans*) i a l'estat de deteriorament en què es trobaven la majoria dels estadis del país.

Tanmateix, el destí del futbol va canviar en el moment que Anglaterra aconseguí

■ Abstract

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

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

■ Key words

Football club, Stock market, Financiation, Investment, Profitability

de classificar-se per a les semifinals de la Copa del Món de 1990, que havia de celebrar-se a Itàlia. L'èxit de la selecció va fer reviure l'interès del públic per aquest esport i molt aviat els clubs més grans d'Anglaterra van constituir una "Premiere League" d'elit. Això, d'altra banda, va atreure patrocinadors amb diners i, el que és més important, va ajudar a signar un acord molt lucratiu amb "Sky Television". Alhora, els clubs van començar a rejuvenir i modernitzar els seus estadis per tal d'oferir més seguretat i confort als aficionats i això, paral·lelament, va atreure enormes masses de públic, especialment després de la reeixida repressió del vandalisme.

Des d'aquest moment, el futbol britànic va començar a millorar gradualment, aconseguint d'estimular els ingressos provinents de TV i generar vendes de productes de comercialització (*merchandising*). Va ser aquest extraordinari apogeu el que va despertar l'interès dels inversionistes, després d'adonar-se que els clubs més famosos representaven un negoci molt rendible.

Fase d'expansió al futbol anglès

El 1991 surt a cotitzar en la Borsa de valors de Londres el Manchester United i, amb posterioritat, ho farà el Millwall (equip de segona divisió). Tanmateix, no és fins al 1996 que es produeix la gran arrencada de la revolució futbolística en matèria de sortida a Borsa. A començament d'aquest any, 1996, només hi cotitzaven tres equips: els abans esmentats Tottenham Hotspurs, Manchester United i Millwall. A aquests se'ls va unir el Preston North End i, encara no en un any, entre maig de 1996 i abril de 1997, la llista dels clubs presents en Borsa va passar de 4 a 23.

Els clubs de futbol estan presents a la Borsa londinenca sota l'epígraf de "*leisure, entertainment and hotels*". Alguns tenen els valors subjectes a negociació, com ara el Manchester United i el Tottenham

Hotspurs, mentre que d'altres, sense estar admesos a negociació, venen les seves accions a la Borsa: Liverpool, Aston Villa, Newcastle United, Everton, Arsenal...

En la majoria dels casos, la relació entre els clubs i la Borsa de valors va resultar molt beneficiosa per a ambdues parts. Els clubs van rebre diners per modernitzar els seus estadis, mentre que els inversionistes van poder registrar un enorme augment del valor de les seves accions (si més no en aquests estadis inicials). Alguns dels equips que cotitzen en Borsa han arribat fins i tot a pagar dividendes.

Fase d'exportació del model a altres països

Els clubs de futbol de la resta d'Europa comencen a adonar-se de fins a quin punt van endarrerits respecte als equips britànics pel que fa a negocis. Que els inversionistes a Anglaterra estiguin disposats a comprar accions de clubs de futbol reflecteix el gran èxit que han tingut aquests en les seves activitats comercials, que els han permès de situar-se al capdavant pel que fa a l'explotació del potencial comercial del màrqueting (*merchandising*), el confort als estadis, la venda de drets d'imatge, el patrocini i la publicitat.

Els clubs europeus comencen a prendre's seriosament la idea de figurar a la Borsa, encara que primer han de demostrar que disposen de negocis segurs, amb el potencial necessari per assegurar un benefici continuat als seus accionistes. Per a molts clubs amb pèrdues, aquest pas no és gens fàcil.

El 1997, només Dinamarca tenia clubs que cotitzaven a la Borsa de valors: el Brøndby, AGF Kontraktbold i el SIF Fotbold. I a més a més, produïen grans guanys. També el 1997, l'Associació Suïssa va donar llum verda perquè els clubs poguessin formar companyies públicament cotitzables. Malgrat tot, els inversionistes europeus no han començat a reaccionar fins que no han aparegut a la Borsa de valors els clubs de les grans

potències europees, com Itàlia i Alemanya (i, pròximament, Espanya).

Diversos clubs italians, entre els quals hi havia els dos gegants, Juventus i AC Milan, consideraven ja en 1996 el llançament d'una societat al mercat de valors. El punt interessant d'alguna d'aquestes propostes era que tenien previst cotitzar les seves accions al mercat de Londres, pel fet que la Borsa de valors italiana requereix que una companyia mostri beneficis durant tres anys consecutius (i els clubs italians, en general, no obtenen beneficis) però també perquè els clubs sabien que era a Londres on es trobaven els diners dels inversors.

El 1998, la comissió que controla la Borsa italiana (CONSOB)¹ va decidir que per accedir a la Borsa només fos necessari presentar el balanç de l'últim any. Això va provocar que l'abril d'aquell mateix any el Lazio de Roma sortís a Borsa, esdevenint així el primer equip italià a cotitzar a la Borsa de Milà. Al cap de poc, el van seguir l'AS Roma, l'Inter, l'AC Milan... Un dels últims a incorporar-se ha estat el Juventus, que al final del 2001 va treure al mercat el 37 % del seu capital, el valor total del qual oscil·la entre els 430 i els 530 milions d'euros.

A Holanda, l'Ajax d'Amsterdam, el club holandès més gran, va anunciar la seva intenció el 1998 i, per fer-ho, es va transformar en societat anònima; va emetre 2 milions d'accions i en va posar a la venda el 30 %, en una operació de prop de 8.000 milions de pessetes. Tot seguit el van imitar el PSV Eindhoven, l'AZ Alkmaar...

A Alemanya, l'any 2000, el Borussia Dortmund va esdevenir el primer equip a cotitzar en Borsa.

Però aquesta tendència també ha travessat l'oceà, i ha arribat a països de l'altra banda de l'Atlàntic, com Brasil (C. Llorente, 1999) on els inversors privats han pogut accedir al sector futbolístic gràcies a l'anomenada "Llei Pelé", elaborada per l'ex jugador quan va ser Ministre d'Esports en el govern del president Fernando Cardoso, entre 1995 i 1998, i que establia

¹ Organisme equivalent a la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV) espanyola.

un termini fins al març del 2001 perquè els clubs es poguessin convertir en empreses. I l'Argentina també està a un pas de la privatització dels seus clubs. Ens trobem, doncs, davant d'un fenomen global.²

El cas espanyol

La possible sortida a Borsa obliga les SAE a efectuar un canvi enorme en les seves estructures financeres. Serà necessària la professionalització dels càrrecs, s'hauran d'elaborar plans de viabilitat, d'actuació amb terminis determinats i, sobretot, caldrà diversificar el capital cap a altres activitats econòmiques que els puguin reportar beneficis. Les operacions econòmiques de les entitats seran més transparents i estaran sotmeses a molts més controls.

A Espanya, excepte el FC Barcelona, el Reial Madrid i l'Athlètic de Bilbao, els altres equips de primera divisió són ja societats anònimes esportives, per la qual cosa, complint els requisits que demana la CNMV, podrien sortir a Borsa.

Marc legislatiu actual. Revisió històrica

Es pot considerar com a punt de partida la Llei 10/1990, de 15 d'octubre, de l'Esport, encara vigent, que en introduir la figura de la SAE perseguia reconèixer el caràcter substancialment mercantil del futbol i el bàsquet, de primera i segona divisió, o equivalents i cedir el terreny del finançament d'aquestes activitats a la llei de l'oferta i la demanda privada, amb allunyament dels diners públics.

Aquesta llei es va veure reformada parcialment per la Llei 50/1998, de 30 de

desembre, de Mesures Fiscals, Administratives i de l'Ordre Social, que al Capítol VII, d'Acció Administrativa en matèria d'esports i, concretament, a l'article 109, estableix la modificació de determinats preceptes de la llei anterior, especialment en aquells que regulen el règim jurídic de les SAE.

Aquestes modificacions es produeixen en considerar el Ministeri d'Economia i Hisenda que es tractava d'un sector mercantil d'alt risc i que era imprescindible presentar uns comptes clars abans de sortir a Borsa.

Un requisit imprescindible i obligatori per als clubs que vulguin cotitzar a Borsa és repartir beneficis durant un període transitori de tres anys. La Llei 50/1998 ja permet a les SAE repartir dividends, amb la qual cosa les societats haurien d'esperar com a mínim fins a l'1 de gener del 2002 per poder sortir a Borsa (els tres anys requerits i que es consideren necessaris perquè els clubs reorganitzin i millorin la seva situació financera, que concorda amb la redacció del posterior Reial Decret 1251/1999).

Aquesta normativa va provocar, en el seu moment, la còlera del Reial Valladolid, equip que fins i tot va arribar a estudiar, a començament de 1999, la possibilitat de cotitzar a la Borsa de Londres, perquè en aquest mercat ho podria fer de forma més immediata.

Al Reial Decret 1251/1999, de 16 de juliol, sobre Societats Anònimes Esportives, s'estableix, a l'article 9.1, que les "societats anònimes esportives podran sol·licitar l'admissió a negociació de les seves accions a les Borses de Valors des d'1 de gener de 2002".

Als articles 19.3 i 20.1 diu que "les societats anònimes esportives hauran de

remetre a CSE la informació anual" i d'una altra periodicitat prevista, i que "a la memòria dels comptes anuals haurà d'especificar-se la distribució de l'import net de les xifres de negoci corresponents a les activitats pròpies de cada secció esportiva de la societat, drets d'adquisició dels jugadors, inversions realitzades en instal·lacions esportives, drets d'imatge dels jugadors i els altres extrems de relleu que s'estableixin en les normes d'adaptació" aprovades pel Ministeri d'Economia i Hisenda.

Per tant, amb la nova llei, els comptes de les societats anònimes esportives seran sotmesos a un control exhaustiu per part del Consell Superior d'Esports (CSE). Les auditories, els informes de gestió i el registre d'accionistes hauran de passar per les seves mans. En altres paraules, el CSE exercirà una funció similar a la que realitza la CNMV amb altres empreses que cotitzen a Borsa.

Les participacions significatives

A l'article 10.2 del Reial Decret 1251/1999 s'estableix que s'entén per participació significativa, una "participació en el capital de la societat igual o múltiple del 5%" i s'hi estableixen tot un seguit de limitacions. Així, a l'article 14.1 es diu que "l'adquisició o alienació de participacions significatives en una societat anònima, les accions de la qual estiguin admeses a cotització en una Borsa de Valors es notificaran a la CNMV, de conformitat amb allò previst a la legislació del mercat de valors". I a l'article 16.1, que "una participació en el total dels drets de vot de la societat igual o superior al 25 %, haurà d'obtenir autorització prèvia del CSE".

² A més a més, i malgrat que aquesta mena d'anàlisi ja no es correspon de forma estricta amb l'objecte d'estudi del nostre treball, hom podria dir que el finançament dels clubs de futbol al mercat de valors és un fenomen sobrecomplex que pot alterar el concepte actual del mercat futbolístic.

Per què es produeix aquest efecte imitatiu que portarà nombrosos clubs europeus a cotitzar en Borsa pròximament? Entre altres coses, perquè a aquests clubs els preocupa que els diners que els clubs anglesos puguin obtenir dels inversionistes els proporcionin cada cop més avantatges en el mercat futbolístic, que la potència financera dels clubs britànics els pugui ajudar a passar per damunt dels clubs de la resta d'Europa en la contractació de jugadors d'elit.

Cal tenir en compte, però, que aquesta aflluència de diners també es produirà a la resta de països. Així, es preveu que els anys propers, els deu clubs brasilers més potents rebran inversions per un valor superior als 5.000 milions de dòlars, i això els permetrà d'apujar els salaris de les seves principals figures fins als nivells vigents a Europa, amb la qual cosa es posarà un fre a la venda massiva dels seus jugadors, un fet que suposaria una major i millor competència interna, però, alhora, una disminució de la presència de jugadors d'aquesta procedència en la resta de països.

Si aquests països, tradicionalment formadors de jugadors d'elit, aconseguïen retenir-los i evitar que emigrin cap als grans clubs europeus, estaríem parlant d'una alteració del concepte actual de mercat futbolístic i, doncs, d'un fenomen global que aniria més enllà dels límits d'allò que és estrictament un tema financer i econòmic, per tornar a situar-se en el pla esportiu (un fet bàsic i que constitueix la raó de ser dels clubs de futbol). Això obligaria els clubs a replantejar-se la política de captació de jugadors d'elit, i els forçaria a donar preferència al futbol base, en detriment dels fixatges (per l'elevat cost que suposarien).

A l'article 17.1 s'estableix que "les societats anònimes esportives i els clubs que participin en competicions professionals d'àmbit estatal no podran participar directament o indirectament en el capital d'una altra societat anònima esportiva que prengui part en la mateixa competició professional o pertanyi a la mateixa modalitat esportiva". I al 17.2. que "cap persona física o jurídica que tingui una participació en els drets de vot en una societat anònima esportiva igual o superior al 5 % no podrà tenir directament o indirectament una participació igual o superior a aquest 5 % en una altra societat anònima esportiva que participi en la mateixa competició professional o pertanyi a la mateixa modalitat esportiva". Amb aquest articulat es pretén d'evitar l'existència de grups que puguin manipular a la seva conveniència les competicions i, conseqüentment, les còtitzacions dels clubs. En d'altres països, aquestes mesures no són tan severes. L'abril de 1999, el Govern britànic va vetar l'oferta de compra de prop de 150.000 milions de pessetes sobre accions del Manchester United (cosa que suposava apoderar-se del control del club) per part de BSKyB, la companyia de televisió per satèl·lit propietat del magnat australià de la premsa Rupert Murdoch. Tot i així, el grup dels mèdia continua intentant de comprar grans quantitats d'accions dels clubs de futbol (per exemple, posseeix prop del 10 % del Manchester United, Leeds United, Manchester City, Sunderland i Chelsea), atès que el seu negoci consisteix a aconseguir dels clubs la cessió dels drets d'imatge a la televisió i a Internet.

El novembre de 1999 l'Associació de Futbol anglesa va manifestar que era legal que Davor Suker, en aquell moment jugador de l'Arsenal de Londres, posseís accions en un club rival com el Manchester United. El jugador croat havia comprat accions d'aquest club per un valor proper als 5 milions de pessetes i també tenia participacions en el Lazio italià. El portaveu de la FA, Steve Double, va comentar

que "no n'hi ha cap llei que impedeixi que Suker faci això. Mentre el jugador no tingui una participació superior el 10 % es tracta d'una inversió i res més." (El Mundo, novembre 2001)

Intents previs i situació actual

Abans de la situació actual, ja s'havien produït alguns intents d'acostament als mercats financers per part del sector futbolístic espanyol, a la recerca de fonts de finançament. Alguns exemples:

- "Pagarés Koeman" emesos pel FC Barcelona per finançar el fixatge d'aquest jugador.
- El 1990, el RCD Espanyol necessitava finançament i va acudir als mercats financers emetent obligacions per un valor de 1.000 milions de pessetes, amb un interès basat en la referència a la posició de l'equip a la lliga: 20 % si era primer o segon, fins a un mínim del 10 % si estava als últims llocs de la 2a divisió.

Així i tot, els veritables esforços s'estan realitzant en els últims anys. Un dels equips que tenen els plans més avançats és el RCD Espanyol, que ja ha mantingut contactes amb la Borsa de Barcelona i la CNMV per estudiar la seva possible sortida a Borsa. Natwest Markets, filial del National Westminster Bank, es va encarregar de realitzar, el 1998 (*Cataluña Económica*, març 1998) un informe sobre la viabilitat de l'operació, de la qual va resultar una valoració del club en 15.000 milions de pessetes. El club espera de col·locar a Borsa una tercera part del capital social, que s'ha vist incrementat recentment per dues ampliacions de capital destinades als actuals accionistes.

L'Atlètic de Madrid té la intenció de col·locar en Borsa un 35 % del capital social. Amb l'objectiu de millorar el compte de resultats amb vista a la sortida a Borsa, els bancs de negocis Merrill Lynch i BBV

Interactius van examinant els comptes d'aquesta societat; la primera acció en aquesta direcció va ser tancar un préstec, en 1998, per 4.000 milions de pessetes amb Merrill Lynch, préstec que va ajudar el club a sanejar-ne el balanç, tot cancel·lant el deute de 1.100 milions que tenia amb Hisenda, i també refinançant el deute per passar-lo de curt termini a llarg termini.

El València CF també està preparat per sortir a Borsa. Segons el responsable del Banc Espiritu Santo, encarregat d'estudiar la sortida a Borsa del club, tan bon punt obtingui el vistiplau de l'entitat, podria estar cotitzant "en un període d'entre quatre i sis mesos." (M. Domínguez, 2001).

Caja Madrid també ha entrat al negoci del futbol en pagar l'any 2000, 73 milions de dòlars pel 20 % del capital d'una filial del Reial Madrid³ fórmula que utilitzarà el club per a cotitzar en Borsa (*Gestión, Deporte y Negocios*, febrero 2001). La figura mitjançant la qual Caja Madrid participa en el refinançament del club de futbol és la de "retornament de capital" al final del 2002, amb un 11,54 % d'interès anual. Durant el temps en què els seus diners romanguin en la filial, Caja Madrid participarà de l'explotació dels drets d'imatge del club, així com de la gestió de tots els ingressos per taquilla, drets de televisió, patrocini i productes de comercialització.

La injecció de capital de Caja Madrid al Reial Madrid va proveir de liquiditat el club, davant l'estat afeblit de les seves finances pel fixatge del portuguès Figo. En el cas que el club no obtingui la liquiditat per cobrir la devolució, l'entitat financera té garantit el préstec amb pagarés de Sogecable, una de les empreses que explota els drets de televisió del Reial Madrid, per un valor de 115 milions de dòlars.

Consideracions sobre el sector específic

Quan el futbol es converteix en un negoci borsari funciona amb paràmetres dife-

³ Sobre això, convé de recordar que el Reial Madrid no pot cotitzar en Borsa directament perquè no és una SAE.



rents a la resta de societats cotitzades. Hi ha un fet diferencial en aquesta mena d'inversions respecte de les convencionals: és un sector molt específic, on els inversors són principalment petits accionistes particulars i aficionats que es deixen guiar més pels sentiments que per l'anàlisi de factors com la rendibilitat.

Així, la rendibilitat d'una societat esportiva no es troba vinculada només als tradicionals criteris economicofinancers sinó també a esdeveniments esportius, on la sort i d'altres elements incontrolables, hi tenen un paper fonamental. En aquest sentit, s'assembla més a un joc d'atzar o un altre tipus de juguesca, que no pas a una inversió borsària. Aquesta circumstància tendeix a reflectir-se en una major prima de risc, de tal manera que la valoració en Borsa dels clubs ha de ser inferior a la de qualsevol altre sector amb expectatives de beneficis similars (F.J. López, 1999)

Segons Juan Cueto (F.J. López, 1999) *"la principal diferència amb altres valors és que els clubs no tenen com a principal objectiu la maximització de beneficis."*

L'accionista "passional" i l'accionista "racional"

Encara que és cert que els clubs de futbol han trobat al mercat de valors una bona fórmula per finançar els costosos fixatges, també ho és que l'han utilitzada com a forma de promoció entre els seus seguidors. Així, molts aficionats han aprofitat l'oportunitat de ser amos d'una part del seu club. Malgrat que una gran part de les accions futbolístiques es troben en mans d'institucions financeres,⁴ en els últims anys, la majoria ha estat venuda als aficionats (a causa de la reducció de les ex-

pectatives de beneficis i al fet que alguns inversors consideren que aquestes accions han esdevingut, per als clubs, una forma de captar diners extres dels seus seguidors, sense importar-los l'obtenció de beneficis) (A. Oxlade, 2001).

La cotització en el mercat de valors enfonsa la responsabilitat del club de produir guanys sobre les inversions dels seus accionistes; i els interessos dels accionistes no són sempre similars als dels aficionats. D'acord amb Edward Rust, *"són inversors irracionals. Les persones involucrades a dirigir els clubs i també els accionistes no volen beneficis, volen copes"* (A. Oxlade, 2001).

Prenguem com a exemple d'aquesta afirmació el Tottenham Hotspur, que va tenir un enorme èxit financer a mitjan noranta (P. Haverson, 1997). La gerència va produir grans guanys i dividendes per als accionistes, però els aficionats es van queixar que el propietari del club, el milionari Alan Sugar, donava preferència als interessos dels accionistes i deixava de banda la part futbolística del club. Els aficionats van atribuir a la gerència la culpa d'haver deixat de ser un dels equips més potents de la "Premiere League", argumentant que no havia invertit prou diners a aconseguir jugadors estrella internacionals, *"perquè s'estima més aconseguir guanys fora del terreny de joc que celebrar-hi moments gloriosos."*

De moment, el Manchester United sembla ser capaç de satisfer tant els accionistes com els aficionats, però... fins quan serà així? Ja a l'octubre de 1999, el president del Manchester United, Martin Edwards, i la seva família, es van vendre 19,5 milions d'accions (la meitat de les que posseïen, passant del 13 % al 6,5 %) per més

de 10.500 milions de pessetes (*El Mundo*, 1999).

És tan important la diferència d'interessos, que ha portat a la creació de grups d'aficionats com els "Shareholders United", que es defineixen ells mateixos com *"els aficionats que volen del seu club quelcom més que els dividendes"*.

Valoració dels clubs

En termes generals, la participació dels clubs anglesos a la Borsa de valors ha estat positiva, car els va permetre d'aconseguir grans sumes de diners que d'una altra manera no haguessin pogut generar. I les rigoroses exigències d'informes financers per part de companyies públiques va significar que els clubs es veiessin obligats a introduir la comptabilitat i una disciplina financera, i això era necessari des de feia molt de temps.

Un primer pas necessari abans de sortir a Borsa és la realització d'una valoració del club. N'hi ha fórmules diverses, segons el tipus de criteris en què es basin i que, com en l'apartat anterior, es dividiran en racionals i passionals.

Criteris racionals

Com en qualsevol empresa, l'aspecte fonamental, si es desitja invertir en accions d'un club de futbol (al marge dels factors sentimentals), serà fer una estimació dels rendiments previsibles que podrà obtenir l'inversor en el futur, mitjançant dividendes o mitjançant revaloració de l'acció en relació a la inversió inicial. Segons un informe realitzat per l'agència de valors i borsa Ibersecurities, atès que és probable que gran part dels equips no paguin dividendes (perquè molts tenen pèrdues), l'inversor hauria de centrar-se en la revaloració (F. J.

⁴ A Anglaterra, fins i tot hi ha fons d'inversió especialitzats en aquest sector.

López, 1999). Per tant, estarà obligat a afinar sobre les expectatives del seu valor i la seva capacitat d'augmentar els beneficis cada any.

Per fer-ho, a part de la bona o la mala gestió del club, haurà de tenir en compte que també són matèria d'anàlisi fonamental per a l'estudi de les cotitzacions, factors com ara l'existència de sancions a jugadors o al club, fixatges previstos, lesions de jugadors, mitjana d'edat de la plantilla, estat i propietat de l'estadi, etc.; que en els ingressos dels clubs cada vegada tenen més pes dos conceptes: els ingressos per la televisió i els productes de comercialització (encara que no s'han d'oblidar les plusvàlues obtingudes pel traspàs de jugadors); i en l'apartat de despeses, haurà de parar atenció als sous dels jugadors⁵ i de la resta de personal administratiu i, sobretot, a la partida de despeses financeres.

Però hi ha d'altres fórmules. "Una mesura consisteix a multiplicar per sis el pressupost anual d'ingressos. Una altra pot ser la suma del capital social i el deute net de l'entitat dividida pel resultat brut més les amortitzacions." (Cataluña Económica, 1999).

Per a la valoració del RCD Espanyol, el Natwest Markets va utilitzar, el 1998, el paràmetre de multiplicar per 11 el "cash flow" que es podria generar en el futur i que va xifrar en una mica més de 1.000 milions anuals. D'aquesta quantitat, el 30 % serien beneficis nets per al club.

De tota manera, en aquestes operacions no entren elements intangibles, que en aquest sector han de tenir-se molt en compte.⁶

Críteris passionals

En un estudi sobre la conducta de les "marques" de futbol (clubs professionals) publicat a començament de l'any 2001 (*Gestión, Deporte y Negocios*, 2001) la consultora internacional FutureBrand, per fer-ne la qualificació va estimar variables com ara "el suport i la fidelitat dels con-

sumidors, imatge de l'equip, vendes, nivell de risc i el valor afegit dels seus actius corrents, els esportistes estrella". També planteja la importància que la marca sigui potent i es percebi com a duradora a llarg termini, perquè tingui capacitat de generar ingressos fins i tot quan els resultats esportius no siguin bons. Amb aquests requisits, el club anglès Manchester United, amb 259 milions de dòlars és la marca líder del futbol europeu. El segueixen, per ordre, el Reial Madrid (155 milions de dòlars), el Bayern de Munic, el Juventus, el Liverpool, el FC Barcelona (85 milions de dòlars), l'Arsenal, l'Inter de Milà i el Rangers. A manera de conclusió, es podria dir que, d'acord amb l'experiència britànica, es poden distingir tres categories de clubs de futbol:

- Els que tenen un alt valor en intangibles i que es podrien considerar els millors de cara a la capitalització (seria el cas del Reial Madrid i el FC Barcelona, per exemple);
- Un altre grup la cotització del qual dependria més de la seva marxa esportiva que no pas de factors extrafutbolístics (com el València CF, Deportivo, RCD Espanyol, etc.);
- Un tercer grup amb els equips que difícilment són rendibles o que acostumen a pujar i baixar de categoria (com el Sevilla CF, el Lleida, etc.).

Comptat i debatut, com ja s'ha dit anteriorment, sembla ser que, a causa del gran risc del sector, els clubs de futbol es troben infravalorats i, per tant, teòricament són valors barats (A. Oxlade, 2001).

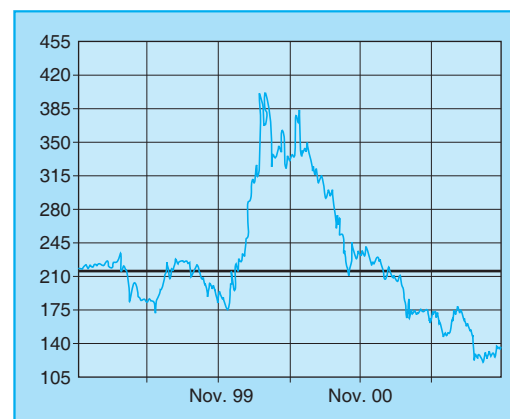
Valoració del risc

Un dels majors riscos de la inversió en futbol és que el rendiment de les accions depèn, en general, de l'actuació dels equips, principalment cap a final de la temporada. Un altre risc dels inversionis-

tes és que no poden estar segurs que els clubs gastin de forma raonable els diners que han obtingut a la Borsa de valors. Si es despenen massa diners en transferències i salaris i els nous jugadors no actuen bé, i el club comença a tenir dificultats, aleshores la inversió pot ser considerada una pèrdua.

Variació de la cotització en funció dels resultats

L'experiència ha donat lloc a situacions d'allò més pintoresques. El gener del 2000, l'eliminació del Manchester United del Mundial de clubs, a les mans del Vasco da Gama brasiler, va tenir una repercussió negativa en la cotització de les seves accions; però pocs mesos més tard, el març del mateix any, establia un altre rècord en ser el primer club de futbol a superar la barrera dels 1.000 milions de lliures esterlines a la Borsa de Londres. El valor de les accions de l'equip va pujar després de la victòria sobre el Girondins de Bordeus, que el va posar al caire de la classificació per a la ronda següent de la Lliga de Campions d'Europa. La temporada 1995-96, el Millwall (equip de la segona divisió anglesa) va invertir molt en dos jugadors russos i malgrat tot va baixar. Va presentar pèrdues per valor de 340 milions de pessetes,



■ GRÀFIC 1. Variació de la cotització del Manchester United en els últims 3 anys. (Nothing-Ventured).

⁵ El Lazio italià factura anualment uns 250.000 milions de lires gràcies als ingressos per concepte de taquilla, abonaments, primes dels torneigs europeus i del campionat italià, contractes de patrocini i drets de televisió. Aquesta quantitat resulta discreta si tenim en compte que, tot al llarg de l'any 2001, el club va despendre, només en el pagament de fitxes a la plantilla, 210.000 milions de lires. (21) Davant la forta escalada salarial, la directiva es planteja de reduir en un 30 % la fitxa dels jugadors.

⁶ Hi ha publicacions especialitzades, com ara "Soccer Investor" (Londres), que poden servir de referència.

cosa que va produir una pèrdua de valor a l'accionista del 75 %.

El 1997, la mala actuació d'alguns clubs molt cotitzats de la primera divisió anglesa, com el Southampton i el Sunderland, va fer que els inversionistes venguessin les seves accions, per por que els ingressos i els beneficis d'aquests patirien un gran revés si baixaven a la segona divisió. També el mateix any, les accions dels clubs Sheffield United i Loftus Road, tots dos de segona divisió, van registrar una disminució a causa que les seves possibilitats d'ascens a la primera divisió es van reduir enormement després d'un seguit de mals resultats.

El maig del 2000, les accions del club de futbol Lazio de Roma van augmentar un 25 % a la Borsa de Milà, l'endemà de la consecució del campionat de lliga italià. Durant el matí, la cotització del club va ser suspesa a causa d'un augment considerat excessiu. El valor de capitalització del Lazio, estimat en uns 277 milions d'euros va assolir aquell dia més de 323,4 milions. Tanmateix, en la temporada següent, la seva eliminació en la primera fase de la Lliga de Campions i la mala posició a la classificació de la lliga (ocupa el 10 lloc), han passat factura al club, el valor del qual en Borsa ha caigut més d'un 46 % durant l'últim any.

Variació de la cotització en funció d'altres aspectes

Però no només la classificació dels equips n'influeix la cotització. Al començament de la temporada 2000-01, les sospites sobre un fals passaport italià del jugador argentí del Lazio, Veneén, i els insults racistes de la seva estrella Mijhailovic a un jugador de color de l'Arsenal anglès, van ser suficients per baixar la cotització borsària del club romà. Gagnotti, president del Lazio, va actuar ràpidament per intentar frenar la pèrdua contínua de valor i la seva "solució" es va poder veure minuts abans que comencés el partit de lliga europea entre el Lazio i el Sharterk Donetsk: es va obligar el jugador a demanar perdó públicament, a micròfon obert i des de la mateixa gespa de l'estadi. Mijhailovic

admetia la seva culpa i el club romà "rentava" la seva deteriorada imatge.

Quan Eric Cantoná, jugador del Manchester United, va agredir un espectador, cosa que li va suposar no poder jugar fins a final de temporada i una multa per al club, es va produir una caiguda en la cotització d'un 4 %.

El 1998, el club anglès Chelsea va acomiadar l'holandès Ruud Gullit, que exercia com a mànager i jugador alhora, perquè li va semblar excessiva la seva petició d'augmentar en un 100 % el seu salari fins als 2 milions de lliures anuals. Això va provocar una caiguda en la cotització de les accions de més d'un 10 %.

Diversificació del risc

Els clubs busquen de diversificar el risc per tenir contents els inversors. Un exemple paradigmàtic és el del club anglès Manchester United, les accions del qual s'han revalorat des que van sortir al mercat el 1991 i que, segons les estadístiques de la UEFA (*Cataluña Económica*, marzo 1998) ha esdevingut el club més ric del món, malgrat tenir un estadi amb una cabuda de només 55.000 espectadors.

Una de les claus de l'èxit sembla ser l'expansió a altres àrees de negoci diferents de les pròpies de l'esport, que han portat a convertir el club en quelcom més que un club de futbol, en una marca. Així, el club esdevé una marca en una operació de comercialització global, cosa que explica que solament una mica més de la tercera part dels ingressos del Manchester United provinguin de la venda d'entrades; la resta provenen dels anomenats "ingressos atípics": un 14 % dels drets de televisió; un 12 % dels patrocinadors, els *royalties* i la publicitat; un 6 % del servei de restauració; i un terç de la comercialització de productes.⁷ Continuant el seu procés de diversificació, els projectes d'expansió futurs inclouen la construcció d'un hotel de tres estrelles als terrenys adjacents al camp i la creació i potenciació d'un canal de televisió temàtic MUTV, ja en funcionament.

L'empresa britànica de telefonia mòbil Vodafone va adquirir per 44 milions de

dòlars el patrocini de l'equip. I la multinacional de béns esportius Nike pacta el 2000 l'ús dels seus productes en el contracte més car de la indústria de l'esport mundial: 450 milions de dòlars en 10 anys.

Al nostre país, el FC Barcelona va obtenir la temporada 2000-01 uns ingressos nets per comercialització de productes (*merchandising*) de 350 milions de pessetes i la previsió per a la temporada 2001-02 va ser augmentar aquesta xifra gairebé un 10 % més. Per a la temporada 2002 ja va comptar amb un equip compost per un patrocinador principal, quatre de secundaris i set o vuit empreses proveïdores, que li van reportar uns ingressos estimats en 900 milions de pessetes (G. González-Adrio, 2001).

A principis de 2002, l'Atlètic de Madrid, en previsió de l'ascens a Primera Divisió, va duplicar l'import del seu contracte de patrocini amb la cadena de distribució d'electrodomèstics Idea, fins als 500 milions de pessetes (G. González-Adrio, 2002).

Els productes financers

La passió desbordada pel futbol el converteix en un mina d'or perquè els clubs puguin aconseguir els seus objectius de finançament. Així, una altra forma de diversificació és l'oferta de productes financers amb el nom del club o dirigits als seus afeccionats:

- Targeta de crèdit del FC Barcelona, RCD Espanyol, Sevilla CF, Betis i València CF emesa per La Caixa. Quan es compra alguna cosa amb aquestes targetes, els bancs destinen un 0,5 % a l'equip de futbol.
- La Banca Mas Sardà va crear el Banc del Barça, on els socis tenien avantatges com ara un interès superior en els seus dipòsits.
- El "dipòsit campió" d'Argentària.

El club anglès Manchester United també ofereix tota una sèrie de productes financers en col·laboració amb el Britannia

⁷ El 1997, el club va generar, en concepte de *merchandising*, uns ingressos de més de 3.500 milions de pessetes.

Building Society, amb uns interessos avantatjats per als seus clients-afecionats:

- Premier League: compte d'estalvi per a menors de 18 anys, amb una TAE del 5% des de la primera lliura.
- Manchester United Offshore Saver, amb un interès creixent segons la quantitat que es mantingui al compte, des d'una TAE del 3,4 % fins al 4,7 %.
- Manchester United Saving Account, compte corrent que ofereix una TAE per trams, del 2 % entre 100 i 4.999 lliures de saldo al compte i del 3,5 % per imports superiors a les 5.000 lliures.
- Targeta de crèdit Manchester United

El club de futbol es beneficia d'un bo anual d'un 1 % com a mínim, del total de la quantitat corresponent al valor dels estalvis de les persones adultes posseïdores d'una llibreta *Manchester United Saving Account*.

Prospectiva de futur

Ja el 1997, semblava que l'interès dels inversionistes pel futbol s'anava dissipant lentament. Mentre que en 1996 les accions dels clubs més cotitzats van augmentar el doble i fins i tot al triple del seu valor, a començament de 1997 van caure gairebé un terç, principalment perquè els inversionistes van considerar cada vegada més que havien arribat a expectatives irreals de guanys.

El 1998, la publicació d'una investigació sobre la rendibilitat de la televisió de pagament (*"pay per-view"*) al mercat americà, que argumentava que s'havia sobreestimat el potencial de subscripció a aquesta modalitat de TV per cable i per satèl·lit, va provocar una caiguda dramàtica del preu de les accions dels clubs de futbol, sumint-los en una depressió que, en més o menys grau, dura fins a l'actualitat. S'ha de tenir present que el principal

atractiu per invertir en futbol, ve dels ingressos que generen els drets de retransmissió dels partits.

A Espanya, a Audiovisual Sport, societat que gestiona els drets audiovisuals de la Lliga de Futbol Professional, hom li calcula unes pèrdues, en el període 1996-2001 properes als 73.000 milions de pessetes, *"dada que demostra que el negoci del futbol al nostre país s'aguanta en una ficció i es troba en situació real de fallida"*.⁸ (A. Ruiz del Àrbol, 2001) La societat, participada per Telefónica Mitjans de Comunicació (40 %), Sogecable (40 %) i TV3 (20 %) mostra un inacabable devessall de números vermells: en la temporada futbolística 1998-99 va perdre 10.000 milions de pessetes, 12.000 milions en les dues següents i la previsió per a la temporada 2002-03 és de preveure 11.000 milions de pessetes de pèrdues.

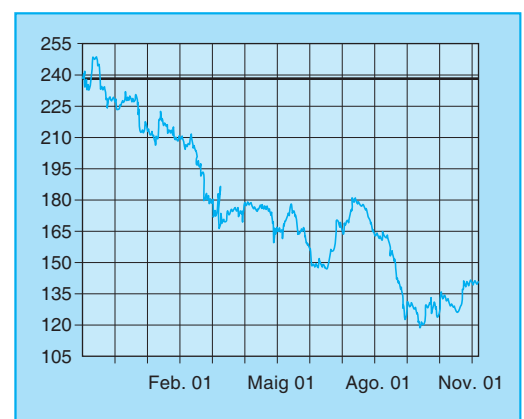
I el contracte signat entre aquesta societat i la Lliga de Futbol Professional s'ha renovat al finalitzar la temporada 2002-03, amb una dura negociació a la baixa de les condicions econòmiques, per la qual cosa els clubs modestos van crear un *lobby* per a defensar les seves posicions, atès que els ingressos televisius poden arribar a representar entre un 30 % i un 40 % per als clubs més modestos.

Per tant, no tot són flors i violes. L'índex Nomura "Footie"⁹ confeccionat amb els valors de tots els clubs anglesos que cotitzen a Borsa, va caure un 29,4 % durant els primers 6 mesos del 2001. Durant aquell any, un club, el Millwall, va patir tot un seguit de dificultats i els seus inversionistes, ara per ara, són propietaris d'accions sense valor. Les accions de l'Aston Villa, que es van posar a la venda a 1.100 penics van baixar a 700 (han caigut un 61 % l'últim any) i les del Newcastle, que van sortir a 135, es van situar per sota dels 100 penics (descens de més del 32 % en l'últim any). L'Arsenal va patir un descens acumulat del 35,8 %; el Chelsea del

34,4 %; el Leeds United, de més del 20 %; fins i tot les accions del Manchester United van caure un 59 % durant l'any 2001. (Gràfic 2)

I no són només els equips anglesos els que han vist castigats els seus valors. L'Ajax d'Amsterdam, líder del campionat holandès, comptabilitzava fins a final del 2001, un descens en el valor de les seves accions del 24,2 % (G. González-Adrió, 2001). El Roma italià, d'altra banda, ha perdut un 49 % del seu valor en Borsa.

Una vegada més, s'imposa la necessitat de diversificar riscos i d'entrar a altres mercats. El febrer del 2001 (*BBC News*, febrer 2001) es va anunciar el que aleshores semblava el major pacte de màrqueting de la història de l'esport, entre el club de futbol Manchester United i el club de beisbol Yankees de Nova York, per fundar una mena de "superclub" amb l'objectiu de vendre els seus drets de forma col·lectiva tant als patrocinadors com a les cadenes de televisió interessades a retransmetre els seus partits. També contemplen un intercanvi de productes de comercialització. Les accions del Manchester United van pujar un 9 % en saber-se la notícia. Una de les lectures econòmiques d'aquest acord és que tots dos clubs serviran de porta per a l'ampliació de mercats



■ GRÀFIC 2. Cotització del Manchester United l'any 2001. (Nothing-Ventured).

⁸ Des del punt de vista de la rendibilitat televisiva, els únics equips que generen prou demanda com per a qualificar-los d'"interessants" són, segons els responsables d'Audiovisual Sport, el Reial Madrid i el FC Barcelona i, en menor mesura, l'Atlètic de Madrid (que malgrat trobar-se a Segona Divisió era tercer en *"pay per-view"*), el València i el Deportivo.

⁹ Aquest nom juga amb les paraules "Football" i l'índex de referència de la Borsa de Londres, anàleg a l'ÍBEX 35 espanyol, anomenat "Footsie".

a Europa i als Estats Units, per a l'altre club.

Tan sols un any més tard, el gener del 2002, el FC Barcelona i la National Football League (NFL) nord-americana han signat un acord de col·laboració que s'ha convertit en el nou referent a nivell mundial. Durant els últims anys, les dues parts havien buscat fórmules per estendre les seves respectives marques a nivell internacional, i van trobar com a nexa d'unió els Barcelona Dragons, equip català que disputa la NFL Europa.¹⁰

Segons Xavier Pérez Farguell, director general del FC Barcelona, "l'acord amb la NFL, l'empresa esportiva més gran del món,¹¹ suposa una porta d'entrada als Estats Units del FC Barcelona com a marca i, alhora, forma part del procés d'expansió del nostre club. (...) Aquesta aliança coincideix amb els nostres principals criteris de gestió, pel que fa a lideratge i internacionalització, perquè ens unim a un soci estratègic de primer ordre mundial, i també pel que fa a independència, perquè preservem, per damunt de tot, la nostra identitat." (NFL Europe, gener, 2002).

I el FC Barcelona pretén de potenciar també la seva presència al mercat llatinoamericà, on compta amb molts seguidors en tenir en el seu equip jugadors com Ronaldinho (brasiler) i Saviola (argentinà).

Conclusió

La sortida a la Borsa espanyola de les societats anònimes esportives s'espera que generi un fort corrent inversionista, igual com ha passat a d'altres països. Encara que potser la demanda no sigui tan alta per part de les societats inversores a cau-

sa de la manifesta volatilitat de les accions i al fet que les expectatives de benefici s'han corregit a la baixa per l'experiència viscuda en altres mercats on ja cotitzen aquests valors.

Seguint l'exemple marcat pels altres països, amb el pas del temps les "inversions racionals" s'aniran substituint per "inversions passionals", per les dels accionistes seguidors del club que allò que volen és ser-ne els amos d'una part. Per tant, si el que es vol és rendibilitzar la inversió, la recomanació seria invertir a curt termini i realitzar beneficis, però no mantenir la inversió a llarg termini.

Els únics clubs que a priori mostren una capacitat de generar beneficis de forma contínua i a llarg termini són aquells que es podrien classificar en la "categoria u", clubs amb una valoració en la qual tenen un pes molt important els intangibles i que, per tant, són capaços de conservar o augmentar el seu valor de manera gairebé independent dels resultats esportius obtinguts. I en aquest cas coincideix amb els dos clubs de major capitalització i que tenen més diversificació del risc, amb uns ingressos molt importants, tant per patrocini com per la comercialització de productes, etc.: FC Barcelona i Reial Madrid.

Es dona el cas, però, que cap dels dos clubs és SAE, i en conseqüència no poden accedir directament al mercat de valors, perquè no compleixen els requisits de la normativa vigent. S'haurà d'esperar, per tant, que hi acudeixin amb alguna entitat filial.

I mentrestant, els qui vulguin posar a prova el seu talent com a inversionistes en aquest sector, abans que surtin a cotitzar a la Borsa de valors els clubs de futbol,

poden practicar amb els jocs simulats de Yahoo! i Neopoly, "Borsa de la Lliga de Campions"¹² o d'As i Canal Plus, "Golstreet".¹³ Sort!

Bibliografia consultada

- Cazorla, L. M. (2000). Dinero público en el fútbol profesional. *Expansión* (2 de juny).
- Domínguez, M. (2001). La salida a Bolsa del Valencia CF sería un éxito rotundo porque es una novedad única. *Levante* (28 de setembre).
- García, A. (2002). El club busca nuevos ingresos asociándose con la NFL. *El Mundo* (23 de gener).
- González-Andrío, G. (2001). Cragnotti planea vender un 20 % de sus acciones en el Lazio. *Expansión* (19 de novembre).
- (2001a). Lazio, Aston Villa y Manchester lideran la liga de los más "goleados" en bolsa. *Expansión* (22 de novembre).
 - (2001b). El Barça cederá a una empresa la venta de todos sus productos. *Expansión* (24 de novembre).
 - (2001c). La Juventus sacará a bolsa el 37 % del capital. *Expansión* (29 de novembre).
 - (2001d). "Los clubes crean un lobby para asegurar su futuro con los derechos de televisión". *Expansión* (6 de desembre).
 - (2002). "Idea duplica su contrato de patrocinio con el Atlético". *Expansión* (12 de gener).
- Haverson, P. (1997). Las acciones de fútbol nunca fueron tan altas. *FIFA Magazine* (Abril).
- Llei 10/1990, de 15 d'octubre, de l'Esport.
- Llei 50/1998, de 30 de desembre, de Mesures Fiscals, Administratives i de l'Ordre Social.
- López, F.J. (1999). Antes de salir a Bolsa, las cuentas claras. *El Mundo*. Suplement Dominical, núm. 164 (21 de març).
- Llorente, C. (1999). ¡Comienza la temporada! *El Mundo*. Suplement Dominical, núm. 156 (24 de gener).
- Oxlade, A. (2001). Watford: worth a punt? *This is Money*. Anglaterra (2 de juliol).
- Reial Decret 1251/1999, de 16 de juliol, sobre Societats Anònimes Esportives.

¹⁰ Els partits dels Barcelona Dragons a l'NFL Europa, tenen una audiència de 17 milions d'espectadors en territori nord-americà. (En el moment de tancar l'edició d'aquesta revista s'ha notificat el trasllat de la franquícia propietària de l'equip Barcelona Dragons a Alemanya, per la qual cosa ha quedat sense efecte l'acord de col·laboració firmat amb el F.C. Barcelona).

¹¹ El volum de negoci de l'NFL supera el de les altres tres grans lligues nord-americanes plegades (National Basket Association, National Hockey League, Major League Baseball). Es calcula que la retransmissió televisiva de la Super Bowl d'aquest any, la gran final de l'NFL, ha estat vista per 130 milions de persones als Estats Units i 800 milions arreu del món.

¹² El joc es basa en el mercat borsari, on les accions a negociar són propietat dels 32 equips que participen aquesta temporada en la Lliga de Campions. Tant per consultar les bases del joc com per inscriure-s'hi, es pot visitar la pàgina <http://es.championexchange.yahoo.net>

¹³ És un altre joc interactiu, accessible a través d'Internet, que simula el comportament d'un mercat de valors hipotètic on cotitzen els 20 clubs de futbol de la Primera Divisió espanyola. Tant per consultar les bases com per inscriure-s'hi es pot visitar la pàgina <http://www.golstreet.plus.es>