



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA

Universitat Politècnica de València

Facultad de Administración y Dirección de Empresas



**ESTUDIO ECONÓMICO-FINANCIERO DE CLUBES DE
FÚTBOL EUROPEOS. ESTUDIO COMPARATIVO DEL
VALENCIA CF S.A.D CON EQUIPOS DE LA LIGA
ESPAÑOLA Y EUROPEA**

Autor: Jorge Tormo Medina

Tutor: David Postiguillo García

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Valencia, Septiembre de 2018

ÍNDICE DE CONTENIDOS

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	8
1.1. Resumen.....	8
1.2. Objetivos	8
1.3. Metodología.....	9
CAPÍTULO 2. ENTORNO Y FACTORES DETERMINANTES DEL NEGOCIO DEL FÚTBOL	10
2.1. Normativa por la que se rigen los clubes de fútbol en España	10
2.2. La figura de las SAD	11
2.2.1. Requisitos para poder competir en 1ª División	11
2.2.2. ¿Por qué el Athletic Club de Bilbao, el FC Barcelona, el Real Madrid y el Club Atlético Osasuna no son Sociedades Anónimas Deportivas?	12
2.3. Ideas previas y conceptualización de las contribuciones económicas.....	14
2.3.1 Incentivos fiscales de la Ley de Mecenazgo y del Patrocinio Deportivo.....	14
CAPÍTULO 3. SITUACIÓN ECONÓMICA DEL FÚTBOL ACTUAL.....	17
3.1. Fair Play financiero.....	17
3.2. Principales fuentes de ingresos en los clubes de fútbol	18
3.2.1. Ingresos por retransmisiones	18
3.2.2. Ingresos por competiciones.....	21
3.2.3. Ingresos por abonados y socios	23
3.2.4. Ingresos por publicidad y comercialización	25
3.2.5. Ingresos procedentes por la venta de jugadores.....	27
3.3. Principales gastos en los clubes de fútbol	27
3.3.1. Estructura de los gastos en los equipos de fútbol	27
3.3.2. Límite salarial	29
3.3.3. Gastos procedentes por la compra de jugadores.....	31
3.4. Financiación pública ilegal de los clubes españoles y europeos	32
3.4.1. Fuentes de financiación alternativas en los equipos de fútbol. Modelo “Crowdfunding”	34
CAPÍTULO 4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DEL VALENCIA CF S.A.D.....	35
4.1. Historia del Valencia CF S.A.D	35
4.2. Análisis de la situación patrimonial.....	36
4.3. Análisis de la situación de liquidez.....	42

4.4. Análisis de la situación de endeudamiento.....	44
4.5. Análisis de la política de inversión-financiación	47
4.6. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias.....	50
4.6.1. Cuenta de pérdidas y ganancias preparada para el análisis.....	50
4.6.2. Análisis de Rotación de activos.....	55
4.6.3. Análisis de la rentabilidad económica y financiera.....	56
4.7. Análisis del Fondo de Maniobra.....	60
4.8. Análisis del Estado de Flujos de Efectivo	62
4.8.1. Análisis mediante ratios.....	66
4.8.2. Análisis en relación con el ciclo de vida la Sociedad.....	67
4.8.3. Análisis de la situación financiera y de tesorería.....	68
4.9. Análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto.....	69
4.10. Diagnóstico y recomendaciones.....	72
CAPÍTULO 5. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE CLUBES DE FÚTBOL ESPAÑOLES Y EUROPEOS. COMPARATIVA CON EL CASO DEL VALENCIA CF S.A.D.....	75
5.1. Análisis de la situación patrimonial.....	75
5.2. Análisis de la situación de liquidez de los equipos españoles y europeos.....	90
5.3. Análisis de la situación de endeudamiento de los equipos españoles y europeos.....	100
5.3.1. Entidades de crédito y el mundo del fútbol.....	111
5.3.2. Caso Bankia y el Valencia CF	113
5.4. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias de los equipos españoles y europeos ..	113
5.4.1. Ratios de expansión de los clubes españoles y europeos	119
5.4.2. Análisis de la rentabilidad económica y financiera de los equipos de fútbol españoles y europeos.....	124
5.5. Análisis del Estado de Flujos de Efectivo de los equipos de fútbol españoles y europeos	134
5.5.1. Análisis del EFE mediante ratios de los equipos españoles y europeos.....	142
5.6. Análisis del fondo de maniobra de los equipos españoles y europeos	151
CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES	156
BIBLIOGRAFÍA	162

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Diferencias principales entre clubes de fútbol y Sociedades Anónimas Deportivas.....	12
Tabla 2. Impuesto sobre Sociedades países europeos.....	13
Tabla 3. Deducciones fiscales del mecenazgo y patrocinio deportivo.....	15
Tabla 4. Ingresos por competiciones UEFA Champions League y UEFA Europa League. Año 2017.....	22
Tabla 5. Masas patrimoniales Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	36
Tabla 6. Ratios de liquidez Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	42
Tabla 7. Ratios de endeudamiento Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	44
Tabla 8. Información Amortización Acumulada Valencia C.F.....	48
Tabla 9. Variación en términos absolutos masas patrimoniales 2016 – 2017. Valencia CF.....	48
Tabla 10. Estado EOAF Valencia C.F. Año 2017.....	48
Tabla 11. Cuenta de Pérdidas y Ganancias Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	51
Tabla 12. Ratios de expansión. Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	52
Tabla 13. Punto de equilibrio Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	54
Tabla 14. Ratios rotación de activos Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	55
Tabla 15. Rentabilidad económica Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	57
Tabla 16. Rentabilidad financiera Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	58
Tabla 17. Ciclo de maduración y ciclo de caja Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	60
Tabla 18. Fondo de maniobra Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	62
Tabla 19. Estado de Flujos de Efectivo Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	63
Tabla 20. Ratios recursos procedentes de operaciones Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	66
Tabla 21. Ratios flujos de tesorería actividades ordinarias Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	67
Tabla 22. Ciclo de vida orientativo Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	68
Tabla 23. Situación financiera y de tesorería Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	68
Tabla 24. Composición del patrimonio neto Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	69
Tabla 25. Estado de Ingresos y Gastos reconocidos Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	70
Tabla 26. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	71
Tabla 27. Estructura económica equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	76
Tabla 28. Estructura económica equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	79
Tabla 29. Estructura económica equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	81
Tabla 30. Estructura financiera de los equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	86
Tabla 31. Estructura financiera de los equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	86
Tabla 32. Estructura financiera de los equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	89

Tabla 33. Ratios de liquidez equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	91
Tabla 34. Ratios de liquidez equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	95
Tabla 35. Ratios de liquidez equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	98
Tabla 36. Ratios de endeudamiento equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	101
Tabla 37. Ratios de endeudamiento equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	106
Tabla 38. Ratios de endeudamiento equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	109
Tabla 39. Relación entidades de crédito y equipos de fútbol españoles y europeos.....	112
Tabla 40. Cuentas de pérdidas y ganancias de los equipos de primera división y del Valencia CF. Año 2017.....	114
Tabla 41. Cuentas de pérdidas y ganancias de los equipos de segunda división y del Valencia CF. Año 2017.....	116
Tabla 42. Cuentas de pérdidas y ganancias de los equipos europeos y del Valencia CF. Año 2017.....	117
Tabla 43. Ratios de expansión equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	119
Tabla 44. Ratios de expansión equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	121
Tabla 45. Ratios de expansión equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	123
Tabla 46. Rentabilidad económica equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	124
Tabla 47. Rentabilidad económica equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	126
Tabla 48. Rentabilidad económica de los equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	127
Tabla 49. Rentabilidad financiera equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	128
Tabla 50. Rentabilidad financiera equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	131
Tabla 51. Rentabilidad financiera de los equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	132
Tabla 52. Estado de Flujos de Efectivo equipos primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	135
Tabla 53. Estado de Flujos de Efectivo equipos segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	138
Tabla 54. Estado de Flujos de Efectivo equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017.....	140
Tabla 55. Ratios RPO equipos de primera división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	142
Tabla 56. Ratios RPO equipos de segunda división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	143
Tabla 57. Ratios RPO equipos europeos y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	144
Tabla 58. Ratios FTO equipos de primera división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	146
Tabla 59. Ratios FTO equipos de segunda división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	148
Tabla 60. Ratios FTO equipos europeos y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	150
Tabla 61. Ciclo de caja y maduración equipos primera división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	151
Tabla 62. Ciclo de caja y maduración equipos segunda división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	153
Tabla 63. Ciclo de caja y maduración equipos europeos y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	154

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Ingresos procedentes de las taquillas y abonados equipos de primera división. Años 2011 a 2017.....	23
Figura 2. Ingresos procedentes de las taquillas y abonados equipos de segunda división. Años 2011 a 2017.....	24
Figura 3. Ingresos procedentes de publicidad y comercialización equipos de primera división. Años 2011 a 2017.....	25
Figura 4. Ingresos procedentes de publicidad y comercialización equipos de segunda división. Años 2011 a 2017.....	26
Figura 5. Estructura de gastos de los equipos de primera división. Año 2017.....	28
Figura 6. Estructura de gastos de los equipos de segunda división. Año 2017.....	29
Figura 7. Gastos en fichajes de las cinco grandes ligas europeas. Años 2016 y 2017.....	31
Figura 8. Representación gráfica masas patrimoniales Valencia C.F. Año 2017.....	39
Figura 9. Representación gráfica estructura económica Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	41
Figura 10. Representación gráfica estructura financiera Valencia C.F. Años 2016 y 2017.....	41
Figura 11. Deuda con entidades de crédito de los equipos de primera y segunda división. Años 2011 a 2017.....	111

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Reparto de los derechos de TV equipos de primera y segunda división. Año 2017.....	19
Ilustración 2. Reparto de los derechos de TV en las 5 grandes ligas europeas. Año 2016.....	20
Ilustración 3. Procedencia del patrocinador principal de los equipos de las cinco ligas europeas. Año 2017.....	26
Ilustración 4. Límite de coste de plantilla equipos de primera y segunda división. Año 2017.....	30



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1. Resumen

El mundo del fútbol no ha sido ajeno a la crisis económica sufrida en nuestro país en los últimos años, por ello, los clubes de fútbol han ido ajustándose a este periodo de crisis como cualquier otra empresa. La importancia del fútbol va más allá de lo meramente deportivo y constituye uno de los principales motores económicos en muchos países.

La primera parte del Trabajo de Fin de Grado, de aquí en adelante será TFG, permitirá conocer la normativa por la que se rigen los equipos de fútbol españoles y los criterios existentes para diferenciar, según la forma jurídica, a los clubes españoles, además se profundizará en la estructura de ingresos y gastos y en el método a través del cual se financian, componentes esenciales para conocer los engranajes de los clubes de fútbol. Además, se enfocará desde un punto de vista fiscal, cómo el mecenazgo y el patrocinio deportivo tienen cabida en el mundo del deporte.

La segunda parte del TFG se centrará en el estudio del Valencia CF SAD desde una perspectiva económica mediante el análisis económico-financiero que permita realizar un diagnóstico de la situación del equipo valenciano. Con todo ello, se alcanzarán unas conclusiones y se realizarán recomendaciones sobre la situación económico-financiera.

No obstante, para profundizar todavía más en el sector del fútbol desde su punto de vista económico y estratégico, se realizará una comparativa de la situación económico-financiera del Valencia CF SAD con algunos clubes españoles y europeos, presentando al final del proyecto las conclusiones y las tendencias observadas a lo largo de su realización.

1.2. Objetivos

El objetivo principal de este TFG es mediante el uso de herramientas de análisis (tablas, ratios, porcentajes, márgenes e indicadores del sector), tanto a nivel de clubes españoles como europeos, observar las diferencias existentes en las políticas económicas de este sector según el país del que procedan.

No obstante, además del objetivo principal, se pretende perseguir una serie de objetivos secundarios que estén estrechamente ligados con el objetivo principal, los cuales son:

- Conocer la normativa por la que se rigen los clubes de fútbol.
- Diferencias entre los clubes que son Sociedades Anónimas Deportivas y los que no lo son.
- Diferencias en el tratamiento fiscal de las donaciones, mecenazgo y patrocinio.
- Cuáles son las distintas fuentes de ingresos de los clubes de fútbol y cómo influyen en el resultado económico de éstos.
- Cómo se estructuran los gastos de los clubes de fútbol.
- La existencia de fuentes alternativas de financiación existen en el sector del fútbol.
- Cómo es la estructura patrimonial de los clubes de fútbol españoles y europeos.
- Cómo es la situación de liquidez y endeudamiento de los clubes de fútbol españoles y europeos.
- Cómo es la dependencia que tienen los clubes de fútbol con las entidades financieras.

- Diferencias en la productividad de los activos y la rentabilidad financiera en los clubes de fútbol españoles y europeos.
- Diferencias entre las necesidades teóricas y reales de financiación en los clubes de fútbol españoles y europeos.
- Qué flujos de tesorería son los que generan efectivo en los clubes de fútbol español y europeo.

1.3. Metodología

La metodología empleada para la realización de este TFG consistirá básicamente en un estudio económico-financiero del Valencia CF para, a continuación, realizar una comparación de la situación económico-financiera de los clubes españoles y europeos con la situación del equipo valenciano.

Para ello, será fundamental el uso de herramientas de análisis, tales como el uso de porcentajes, el uso de tablas y ratios para el análisis económico-financiero del Valencia CF, continuando con la misma metodología a la hora de analizar el resto de equipos, agrupados según la categoría a la que pertenezcan en el último ejercicio, esto es, primera división, segunda división y equipos europeos.

La información necesaria para realizar todos los cálculos se extraerá de las Cuentas Anuales de los equipos de fútbol analizados, las cuales recogen los Balances, las Cuentas de Pérdidas y Ganancias, los Estados de Flujos de Efectivo, los Estados de Cambios en el Patrimonio Neto y las Memorias.

CAPÍTULO 2. ENTORNO Y FACTORES DETERMINANTES DEL NEGOCIO DEL FÚTBOL

En este capítulo se van a tratar una serie de aspectos que resultan de gran relevancia a la hora de comprender cómo funciona realmente el negocio del fútbol. Para ello, se enunciará la legislación por la que se rigen los clubes de fútbol en España, haciendo especial hincapié en la figura de las Sociedades Anónimas Deportivas (SAD), para después profundizar sobre el mecenazgo deportivo y qué ventajas fiscales tiene en nuestro país.

2.1. Normativa por la que se rigen los clubes de fútbol en España

La Constitución Española, en su artículo 43.3 señala:

“Los poderes públicos fomentarán la educación sanitaria, la educación física y el deporte. Asimismo, facilitarán la adecuada utilización del ocio”.

En ese sentido, los poderes públicos han aprobado una serie de disposiciones legales y reglamentarias que dibujan el marco jurídico en que se desenvuelven los clubes de fútbol en el panorama nacional, siendo la Ley 10/1990 del Deporte el principal punto de referencia legal para el estudio de los clubes de fútbol.

Una de las principales repercusiones de dicha ley es la exigencia de transformación de los clubes profesionales en Sociedades Anónimas Deportivas (SAD), concretándose en el Real Decreto 1251/1999 sobre SAD, y otra serie de normas del mismo marco legal, de las cuales sólo quedan vigentes algunos artículos o disposiciones en la actualidad.

El objetivo fundamental de esta ley, aprobada en 1990 y que ha sufrido algunas modificaciones con posterioridad (siendo la última el 22 de mayo de 2018) es regular el marco jurídico en el cual debe desenvolverse la práctica del deporte en el Estado Español, para lo que diferencia dos ámbitos de la actividad deportiva: aquel que el ciudadano realiza como actividad espontánea o lúdica y el espectáculo deportivo, convertido en un fenómeno de masas cada vez más profesionalizado.

En el deporte practicado por aficionados, lo que se pretende es fomentar la colaboración deportiva, siendo ese objeto con el que se legislan los clubes deportivos elementales, teniendo una forma de constitución simplificada. En cambio, para las actividades profesionales, se establece un modelo de responsabilidad jurídica y económica mediante la conversión de los clubes de fútbol en SAD.

“La ley contempla, además, unas formas asociativas de segundo grado, que son las denominadas federaciones deportivas, y un órgano encargado de la actuación administrativa del Estado en el ámbito deportivo, que es el Consejo Superior de Deportes (CSD). Inicialmente, el club debe inscribirse en el registro de asociaciones deportivas y en la federación del deporte correspondiente, adoptando después la forma jurídica de SAD. Con esta medida lo que se pretende no es otra cosa que regularizar la situación económica de los clubes de fútbol, de forma que si un club no obtiene resultados económicos que lo hagan viable, sean sus accionistas quienes tengan que ayudar a mantenerlo vía ampliaciones de capital o bien disuelvan la sociedad”.

El impacto de las televisiones había producido en el fútbol un proceso inflacionista que había provocado un crecimiento exponencial de los gastos de los equipos, lo que llevó a una situación caótica en la mayoría de clubes, que experimentaron un fuerte crecimiento de los pasivos de los

balances y los gastos financieros que se contrarrestaban únicamente de la mano de resultados extraordinarios, generados principalmente a través de la venta de jugadores.

Esta situación, que afectaba a toda Europa, se trató de combatir en España por primera vez en el año 1985, cuando se aprobó un plan de saneamiento cuyo objetivo era restablecer la situación patrimonial de los clubes de fútbol. Sin embargo debido a la inoperancia de los gestores de los clubes, esta medida fracasó. No obstante, a partir de 1988 se empezaron a dar ciertos pasos, sobre todo por parte del CSD, para aprobar una ley que estableciera ciertos mecanismos de responsabilidad para los dirigentes de los clubes, y que culminó con la aprobación de la Ley 10/1990 que estableció la obligatoriedad de la conversión de la mayoría de los clubes en sociedades anónimas.

2.2. La figura de las SAD

Como consecuencia de la gran importancia que han adquirido en el deporte profesional, conviene profundizar algo más en algunos de los aspectos legales de las SAD, dado que son las figuras jurídicas fundamentales en el negocio del fútbol.

- Las SAD tendrán como objeto social la participación en competiciones deportivas de carácter profesional. Este objeto social exige la profesionalización del deporte, no obstante no excluye la promoción y desarrollo de actividades deportivas, es decir, lo que actualmente se conoce como canteras.
- El ejercicio económico de las SAD se fijará de acuerdo al calendario establecido por la liga profesional correspondiente, estableciéndose que, salvo que se indique otra cosa, se cerrará el ejercicio a 30 de Junio de cada año.
- El capital social nunca podrá ser inferior al establecido por la Ley de Sociedades de Capital.
- Las acciones de las SAD deben ser nominativas. Además, cuando se posea el 5% o más de una SAD no se podrá tener participación directa o indirecta en otra SAD de la misma competición oficial.
- Para adquirir un 25% o más de participación se necesita la autorización del CSD.

2.2.1. Requisitos para poder competir en 1ª División

Para poder acceder a una categoría profesional (1ª y 2ª División) desde una categoría no profesional (desde 2ªB hasta regional) hace falta cumplir una serie de requisitos y reglamentaciones, entre ellas, la Ley de Sociedades Anónimas Deportivas que obliga a los clubes que asciendan a una categoría profesional a ampliar el capital y transformarse en SAD, recogiendo este requisito en el Real Decreto 1251/1999 sobre sociedades anónimas deportivas.

La transformación o readaptación del capital social es un proceso que se inicia con el envío de las Cuentas Anuales del club (cerrados a 30 de junio de cada año) al Consejo Superior de Deporte antes del 30 de septiembre del año en el que se ha conseguido el ascenso de categoría.

Tras el envío, la comisión mixta de transformación de clubes en SAD procede a estudiar la documentación enviada y fija el capital social mínimo con el que tiene que contar el club ascendido en el plazo de seis meses. En caso de no acometer la transformación o ampliación de capital en el plazo

mencionado anteriormente, el club ascendido no podrá ascender de categoría, independientemente del resultado deportivo.

Sin embargo, hay equipos que no son SAD y están compitiendo en categorías profesionales. En el siguiente apartado se explicará por qué estos equipos no son SAD y que diferencia en materia tributaria existe entre las dos formas jurídicas.

2.2.2. ¿Por qué el Athletic Club de Bilbao, el FC Barcelona, el Real Madrid y el Club Atlético Osasuna no son Sociedades Anónimas Deportivas?

Estos equipos no se vieron obligados a transformarse en SAD en virtud de las disposiciones séptima y octava de la Ley 10/1990. Estas disposiciones adicionales mencionaban que aquellos clubes que hubieran obtenido un saldo patrimonial positivo desde la temporada 1985/1986 hasta la entrada en vigor de dicha ley podían abstenerse a convertirse en SAD. Los únicos clubes profesionales que cumplían con dicho requisito fueron estos cuatro (Athletic Club de Bilbao, FC Barcelona, Real Madrid y Club Atlético Osasuna)¹ por lo que mantuvieron su personalidad de asociación deportiva en lugar de tener la obligación de transformarse en SAD.

La tabla 1 recoge las diferencias principales entre los equipos de fútbol que son Sociedades Anónimas Deportivas y los que no lo son:

Tabla 1. Diferencias principales entre clubes de fútbol y Sociedades Anónimas Deportivas.

	Clubes de fútbol	SAD
Forma jurídica	Club de fútbol	Sociedad Anónima Deportiva
Impuesto de Sociedades	25,00%	30,00%
Depósito CCAA	No están obligados (solo al CSD)	Obligatoriedad
Composición de la junta	Socios	Asamblea de accionistas
Nomenclatura	Pueden poseer equipos en otros deportes con el mismo nombre.	Pueden tener filiales en el mismo deporte (Valencia CF "B").

Fuente: elaboración propia a través de información depositada en el Boletín Oficial del Estado.

Según se desprende de la tabla 1, la principal diferencia entre los equipos que no son SAD y los que sí que lo son radica en la diferencia de tributación del Impuesto sobre Sociedades. Esta diferencia tributaria está siendo investigada por la Comisión Europea puesto que la consideran como financiación pública ilegal². Como resultado de la mencionada situación, aquellos clubes que no

¹ Ginesta, 2011, páginas 149-150.

² Información extraída del portal European Commission.

cambiaron su forma jurídica, se han venido beneficiando los últimos veinticinco años al régimen tributario general de las asociaciones, que tienen un tipo fiscal de 25%, mientras que, por el contrario, las sociedades anónimas deportivas surgidas de este proceso de modificación pasaron a regirse por la normativa tributaria aplicable a las sociedades anónimas, conforme a la cual el tipo impositivo es del 30%³.

Además, mientras las SAD están obligadas a depositar las cuentas anuales para cumplir con la Ley de Transparencia, los equipos de fútbol que no son SAD no tienen obligación de depositarlas, siendo solo necesario depositarlas ante el Consejo Superior de Deportes.

La información anual⁴ a remitir al Consejo Superior de Deportes, de aquí en adelante CSD, será las cuentas anuales individuales y, en su caso, consolidadas, incluyendo en ambos casos el informe de gestión, la memoria y el informe de auditoría.

Esta información debe enviarse al CSD antes del depósito de dichas cuentas en el Registro Mercantil. En el caso de que una vez formuladas las cuentas anuales y en el informe de gestión aparecieran discrepancias, cuantificadas o no, y cuando la opinión del auditor fuese adversa, las SAD deben recabar un informe especial de los auditores, que se remitirá al CSD.

En un club deportivo, las decisiones las toman los socios y, por tanto, también deciden quién forma parte de la junta. Normalmente, se realiza mediante una convocatoria de elecciones y se elige la junta directiva, que son cargos no remunerados. Hay que destacar que cada persona socia de la entidad tiene un voto, y que todos los votos valen lo mismo. En las Sociedades Anónimas Deportivas se decide en asamblea de accionistas la composición del Consejo de Administración. En esta decisión no todas las personas tienen el mismo poder de decisión, ya que depende del número de acciones que posea cada persona. A más acciones, más poder de decisión. Cabe destacar que estos cargos sí que son remunerados.

Como este trabajo aborda también equipos europeos, se considera necesario conocer la tributación del Impuesto sobre Sociedades de otros países europeos como Alemania, Francia, Inglaterra e Italia con el fin de poder llevar a cabo un análisis más completo. La tabla 2 recoge el porcentaje del Impuesto sobre Sociedades de los distintos países europeos:

Tabla 2. Impuesto sobre Sociedades países europeos.

País Europeo	Impuesto Sobre Sociedades
Alemania	15,00%
Francia	33,33%
Inglaterra	19,00%
Italia	24,00%

³ Cazorla, 2013, pp 179-198.

⁴ Información extraída de la página web del Consejo Superior de Deportes.

País Europeo	Impuesto Sobre Sociedades
ESPAÑA	30,00%

Fuente: elaboración propia a través de datos depositados en la página web del Santander.

2.3. Ideas previas y conceptualización de las contribuciones económicas

El deporte es, sin lugar a dudas, uno de los vehículos más potentes de conexión cultural, educativa, social, política y económica. A través de ciertas actividades de patrocinio, donaciones, mecenazgo o colaboraciones, se forja una vinculación muy positiva entre las empresas y los valores del deporte. Estas actividades, que no son iguales, tampoco llevan consigo la misma consideración tributaria, por lo que es necesario exponer cómo repercuten en el Impuesto sobre Sociedades.

Para ello, es necesario exponer las diferencias existentes entre las donaciones, mecenazgos o patrocinios en el tratamiento tributario:

- **Donación:** se entenderá como donación una actividad completamente desinteresada por parte del emisor del bien o aportación monetaria hacia la entidad o deportista receptor. Las donaciones no pueden beneficiarse de ningún tipo de deducción fiscal.
- **Mecenazgo:** se trata de la aportación de ciertos recursos hacia a un tercero para que pueda realizar su actividad de una u otra forma, aunque difiere en cuanto al beneficiario. Aparece en la Ley de Mecenazgo 49/2002 de 23 de Diciembre de régimen fiscal de las entidades sin fines lucrativos y de los incentivos fiscales al mecenazgo.
- **Patrocinio:** el interés es totalmente comercial dado que se regula a través de un contrato por el cual el beneficiario de la aportación económica o material se compromete a una difusión con plazos y modalidades determinados.

Por tanto, las diferencias entre estos conceptos se basan principalmente en la intencionalidad, mientras que el mecenazgo se debe a intereses generales, públicos y comunes, el patrocinio se debe más a intereses particulares del promotor, es decir, el patrocinio es más un instrumento publicitario en el que cada parte logra una serie de objetivos y el mecenazgo promueve valores y la adquisición de reconocimiento.

2.3.1 Incentivos fiscales de la Ley de Mecenazgo y del Patrocinio Deportivo

La tabla 3 recoge las deducciones fiscales que tienen tanto las personas físicas como jurídicas gracias al mecenazgo deportivo y al patrocinio deportivo:

Tabla 3. Deducciones fiscales del mecenazgo y patrocinio deportivo.

Ejercicio 2016 y siguientes	Donaciones en general	Donaciones plurianuales ⁵	Límite deducción base liquidable
Donaciones realizadas por personas físicas	30,00%	35,00%	10,00%
Donaciones realizadas por personas jurídicas	35,00%	40,00%	10,00%
Patrocinio deportivo	Deducible la cantidad aportada en concepto de patrocinio publicitario		

Fuente: elaboración propia a través de datos depositados en el Boletín Oficial del Estado.

Los contribuyentes del IRPF tendrán derecho a deducir de su cuota íntegra el 75% de los primeros 150 euros donados o de los bienes o derechos donados hasta el valor de 150 euros. El resto de la donación o de las restantes donaciones que superen el importe anterior tendrán derecho a deducir de la cuota íntegra el 30% del importe donado o del valor de los bienes o derechos donados. Además, este 30% se incrementará al 35% si el contribuyente ha realizado donaciones por importe igual o superior a la misma entidad en los dos ejercicios anteriores. La base de las deducciones no podrá exceder el 10% de la base liquidable del contribuyente.

En cuanto a las donaciones realizadas por personas jurídicas, los sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades tendrán derecho a deducir de la cuota íntegra el 35% de la base de deducción. Las cantidades correspondientes al periodo impositivo no deducidas podrán aplicarse en las liquidaciones de los periodos impositivos que concluyan en los 10 años inmediatos y sucesivos. Este 35 % se incrementará al 40% si la empresa o entidad ha realizado donaciones por importe igual o superior a la misma entidad deportiva en los dos ejercicios anteriores. La base de las deducciones no podrá exceder el 10% de la base imponible del periodo impositivo, pudiendo aplicarse las cantidades que excedan de este límite en los periodos impositivos que concluyan en los diez años inmediatos y sucesivos.

Además, el Gobierno presentó en diciembre de 2013 el proyecto “España Compite”, un programa de promoción de la cooperación entre la pyme española y la práctica deportiva amateur y profesional. La iniciativa nació de la colaboración entre empresarios, deportistas y el Consejo Superior de Deportes (CSD).

Este programa genera el compromiso entre la CEOE, el propio CSD y la Asociación de Deportistas, de realizar ciertos eventos deportivos y acciones orientadas al impulso y proyección de las pymes españolas en el ámbito nacional e internacional. Además, busca la potenciación de jóvenes talentos deportivos y la incorporación de deportistas en la empresa. También, prevé la promoción del empresario como motor de crecimiento asociado a los valores del deporte.

Toda empresa que asocie su imagen a un deportista puede conseguir una deducción fiscal en el Impuesto sobre Sociedades, siendo en este caso el porcentaje deducible del 40% para aportaciones

⁵ Importe o valor igual o superior a la misma entidad durante al menos los dos ejercicios anteriores.

inferiores a 50.000 €. Estas acciones deben ser consideradas como “*Actividades de Mecenazgo Prioritario*” (recogido en el artículo 22 de la Ley de Mecenazgo). Además, de forma más intangible, la empresa también verá incrementada considerablemente la exposición de su marca.

Algunos acontecimientos considerados como “*Actividades de Mecenazgo Prioritario*” en el deporte son: la salida de la Volvo Ocean Race en Alicante o los Juegos del Mediterráneo de Tarragona 2018, entre otros.

Estas medidas pueden ser de gran utilidad para startups, pymes y grandes empresas dado que el beneficio de estas acciones supone un retorno, tangible e intangible, por la vinculación con actividades de gran interés mediático.

También tienen ventajas fiscales las aportaciones que se hagan a acontecimientos de excepcional interés público. En este caso, es posible desgravarse un 15% en Sociedades de los gastos de promoción y publicidad de dicho evento. El importe de esta deducción no podrá exceder el 90% de las donaciones.

A nivel legal, los patrocinios deportivos, están legislados por la Ley del deporte, Ley 10/1990 de 15 de octubre del deporte. En esta ley, los incentivos fiscales se encuentran regulados en el artículo 28, quedando fijado que los sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades, en la determinación de su base imponible, podrán considerar como gasto deducible, las cantidades que aporten en concepto de patrocinio publicitario, como si fuese cualquier otro gasto en publicidad.

CAPÍTULO 3. SITUACIÓN ECONÓMICA DEL FÚTBOL ACTUAL

En este capítulo, una vez analizado las normativas que rigen a este deporte y las ventajas fiscales de las que pueden disponer, se va a tratar de analizar las finanzas del fútbol tanto español como europeo con el fin de alcanzar conclusiones más precisas. Para ello, este capítulo se centrará en los principales ingresos y gastos que conforman la estructura de los equipos de fútbol, conociendo qué impacto tiene cada uno y si existen diferencias según la liga en la que se compita. Además, se abordará el tema de la financiación ilegal en los clubes de fútbol y la aparición de nuevas formas de financiación más atractivas.

Sin embargo, antes de comenzar con este análisis más detallado, y a modo de introducción, es necesario comentar un concepto que en los últimos años ha cobrado especial importancia en el mundo del fútbol y que afecta, sobre todo, a grandes equipos europeos.

3.1. Fair Play financiero

La Unión de Asociaciones Europeas de Fútbol, de aquí en adelante UEFA, creó en 2011 el Fair Play financiero para mejorar la situación económica de los clubes de fútbol europeos. Según recoge la UEFA para la aplicación del juego limpio financiero de junio de 2015, los clubes solo podrán gastar hasta cinco millones de euros más de lo que ingresen por un periodo de evaluación de tres años.

Además, prohíbe obtener ingresos (patrocinio, derechos audiovisuales) que estén por encima del mercado y rompan las normas de competencia. Las inversiones en infraestructuras deportivas y en el desarrollo del fútbol juvenil y femenino quedan ahora excluidas del apartado de pagos.

También el Fair Play financiero limita la cantidad de deuda que puede asumir un equipo de fútbol. El máximo permitido para el año 2017 será, por segundo año consecutivo, de 30 millones de euros, 15 menos de lo que se estableció para los ejercicios 2014 y 2015. Además, ningún club podrá tener deudas con otros, con sus jugadores o con las autoridades tributarias del país. De no ser así, el organismo de la UEFA se reserva el derecho de no admitir para sus competiciones a aquellos clubes que no cumplan con estas obligaciones.

Las medidas disciplinarias que recoge la UEFA para los equipos que incumplan estas medidas dependen de cuánto se incumpla el Fair Play financiero y son las siguientes:

- Advertencia, amonestación, multa y deducción de puntos.
- Retención de los ingresos obtenidos en competiciones UEFA.
- Prohibición de registrar nuevos jugadores en competiciones europeas.
- Restricción del número de jugadores que el club puede registrar para participar en competiciones europeas, incluyendo un límite en el gasto global de los salarios.
- Descalificación de las competiciones en curso y/o futuras competiciones.

Desde su entrada en vigor, tanto clubes españoles como europeos han sufrido la norma del Fair Play Financiero. El Málaga ha sido el único equipo español que ha sufrido una sanción de la UEFA como consecuencia de esta medida. En cambio, la lista de clubes europeos es más amplia, incluyendo equipos turcos (Galatasaray), equipos croatas (Hadjuk Split y Osijek), equipos rumanos (Rapid de Bucarest y Dinamo de Bucarest) y equipos serbios (Partizan de Belgrado).

3.2. Principales fuentes de ingresos en los clubes de fútbol

En este apartado, se abordarán las principales fuentes de ingresos de los equipos de fútbol, que tendrán una gran importancia a la hora de determinar el resultado económico y que, por lo tanto, influirán de una manera decisiva en la cuenta de pérdidas y ganancias de los clubes.

3.2.1. Ingresos por retransmisiones

Los ingresos derivados de la televisión cobraron especial importancia a finales de la década de los noventa cuando la competencia surgida entre los operadores supuso el auge de este tipo de contratos que alcanzaron cifras astronómicas. En la actualidad, constituyen la principal fuente de ingresos en la mayoría de clubes de fútbol, tanto nacionales como europeos.

Teleoperadores como Mediapro, Telefónica, Vodafone y Orange pujan fuerte por adquirir los derechos televisivos y poder retransmitir por sus plataformas de pago los partidos de fútbol, centrándose no solo en las competiciones nacionales (Liga Santander y Copa del Rey) sino también en competiciones continentales (UEFA Champions League, UEFA Europa League, ligas extranjeras) lo que repercute en un beneficio para las compañías y clubes de fútbol y una satisfacción para el espectador ya que puede disfrutar de multitud de partidos.

Sin embargo, desde principios de siglo, existen grandes diferencias entre los clubes nacionales en relación con los ingresos por retransmisiones. Según el Real Decreto-Ley 5/2015 que recoge el criterio de reparto de los derechos televisivos de los equipos nacionales, los ingresos derivados de retransmisión se componen de la siguiente forma:

- El 90% de los ingresos de televisión se asigna a los clubes de primera división y el 10% restante a los clubes de segunda división.
- De este dinero, una proporción se distribuye a partes iguales entre todos los equipos; en el caso de primera división, es el 50% y en el caso de segunda, el 70%.
- El resto del dinero se distribuye entre los clubes de forma variable con arreglo a otros dos criterios: los resultados deportivos de las últimas cinco temporadas y una cuantía asignada a cada temporada según la clasificación.
- En primera división se toman en consideración los resultados deportivos de las cinco últimas temporadas (la última pondera un 35%, la penúltima, un 20% y las siguientes un 15%). En segunda división solo se tiene en cuenta los resultados del último año.
- La cuantía asignada a cada temporada se distribuye entre los participantes del siguiente modo: 1º (17%), 2º (15%), 3º (13%), 4º (11%), 5º (9%), 6º (7%), 7º (5%), 8º (3,5%), 9º (3%), 10º (2,75%), 11º (2,5%), 12º (2,25%), 13º (2%), 14º (1,75%), 15º (1,5%), 16º (1,25%), el 17º (1%), el 18º (0,75%), el 19º (0,50%) y el 20º (0,25%).

La ilustración 1 recoge los ingresos por retransmisión de los 20 equipos de primera división y de los 22 equipos de segunda división en el año 2017 en España:

Ilustración 1. Reparto de los derechos de TV equipos de primera y segunda división. Año 2017

LaLiga Santander		TEMPORADA 16/17		LaLiga 123	
	Ingresos	Obligaciones		Ingresos	Obligaciones
ATHLETIC CLUB	71,0	- 5,0	LEVANTE UNION DEPORTIVA, S.A.D.	8,7	- 0,6
FUTBOL CLUB BARCELONA	146,2	- 10,2	C.F. REUS DEPORTIU, S.A.D.	5,0	- 0,4
R.C.D. ESPANYOL DE BARCELONA, S.A.D.	48,9	- 3,4	CADIZ CLUB DE FUTBOL, S.A.D.	5,9	- 0,4
REAL MADRID CLUB DE FUTBOL	140,1	- 9,8	GIMNASTIC TARRAGONA, S.A.D.	6,8	- 0,5
CLUB ATLETICO DE MADRID, S.A.D.	99,2	- 6,9	REAL CLUB DEPORTIVO MALLORCA, S.A.D.	6,1	- 0,4
REAL SPORTING DE GIJON, S.A.D.	41,7	- 2,9	CLUB DEPORTIVO TENERIFE, S.A.D.	5,8	- 0,4
SEVILLA FUTBOL CLUB, S.A.D.	65,9	- 4,6	ELCHE CLUB DE FUTBOL, S.A.D.	6,2	- 0,4
REAL CLUB DEPORTIVO DE LA CORUÑA, S.A.D.	44,0	- 3,1	RAYO VALLECANO DE MADRID, S.A.D.	9,0	- 0,6
REAL BETIS BALOMPIE, S.A.D.	49,2	- 3,4	REAL OVIEDO, S.A.D.	6,3	- 0,4
REAL SOCIEDAD DE FUTBOL, S.A.D.	53,5	- 3,7	CLUB DEPORTIVO MIRANDES, S.A.D.	6,6	- 0,5
VALENCIA CLUB DE FUTBOL, S.A.D.	67,4	- 4,7	REAL VALLADOLID CLUB DE FUTBOL, S.A.D.	5,9	- 0,4
CLUB ATLETICO OSASUNA	43,0	- 3,0	GIRONA FUTBOL CLUB, S.A.D.	6,7	- 0,5
DEPORTIVO ALAVES, S.A.D.	39,3	- 2,7	REAL ZARAGOZA, S.A.D.	7,6	- 0,5
VILLARREAL CLUB DE FUTBOL, S.A.D.	60,9	- 4,3	CLUB DEPORTIVO NUMANCIA DE SORIA, S.A.D.	5,6	- 0,4
REAL CLUB CELTA DE VIGO, S.A.D.	51,4	- 3,6	CLUB DEPORTIVO LUGO, S.A.D.	5,4	- 0,4
CLUB DEPORTIVO LEGANES, S.A.D.	39,3	- 2,7	CORDOBA CLUB DE FUTBOL, S.A.D.	6,9	- 0,5
GRANADA CLUB DE FUTBOL, S.A.D.	44,6	- 3,1	SEVILLA ATLETICO CLUB	5,2	- 0,4
SOCIEDAD DEPORTIVA EIBAR, S.A.D.	41,7	- 2,9	SOCIEDAD DEPORTIVA HUESCA	5,5	- 0,4
MALAGA CLUB DE FUTBOL, S.A.D.	55,6	- 3,9	AGRUPACION DEPORTIVA ALCORCON, S.A.D.	6,3	- 0,4
UNION DEPORTIVA LAS PALMAS, S.A.D.	44,0	- 3,1	GETAFE CLUB DE FUTBOL, S.A.D.	8,7	- 0,6
TOTAL:	1.246,7	-87,3	UNION DEPORTIVA ALMERIA, S.A.D.	5,6	- 0,4
			UCAM UNIVERSIDAD CATOLICA DE MURCIA C.F.	5,1	- 0,4
			TOTAL:	140,8	- 9,9

Datos en millones de euros

Fuente: La Liga Santander.

Se puede apreciar que el reparto de los derechos televisivos existente en España provoca grandes diferencias entre clubes. Tanto el FC Barcelona como el Real Madrid ingresan más de 140 millones de euros cada uno por derechos televisivos en el último ejercicio, siendo esta cifra muy superior a la del resto de equipos, dado que el siguiente equipo que más ingresos recibe es el Atlético de Madrid, alrededor de 100 millones de euros.

Por primera vez en la historia, la liga Santander ha superado la barrera de los 1.000 millones de euros, cifra solo superada por la Premier League, experimentando un crecimiento de los ingresos por retransmisión de un 28% en el último ejercicio. Además, la Liga espera que esta tendencia continúe en ejercicios futuros gracias a la nueva puja por los derechos televisivos que prevé realizarse en 2019, aunque las diferencias de ingresos entre los distintos clubes seguirán existiendo.

En cuanto al Valencia CF, equipo que será objeto de estudio en este trabajo, sus ingresos por derechos televisivos suponen los quintos más altos de la categoría, únicamente superados por los tres equipos anteriores y el Athletic Club de Bilbao, ascendiendo a 67,4 millones de euros. Los malos resultados deportivos de los últimos años del conjunto valenciano han supuesto que estos ingresos no sean tan elevados como cabría haber esperado y que haya bajado un puesto en la escala del reparto televisivo ya que el año pasado el Valencia CF se situaba en cuarta posición.

El resto de equipos españoles presentan ingresos inferiores por los derechos televisivos, siendo el Alavés el equipo que presenta los ingresos por retransmisión más reducidos de toda la categoría puesto que no alcanzan los 40 millones de euros, casi una cuarta parte de lo que ingresan Barcelona y Real Madrid.

Las diferencias se hacen más notorias en los equipos de segunda división ya que solo reciben el 10% del total de los ingresos por retransmisiones (el Barcelona y el Real Madrid reciben prácticamente la misma cuantía que la totalidad de los equipos de segunda división). Por tanto, cabe suponer que un descenso de categoría afectará negativamente a la cifra de negocio de los equipos que lo sufran, como se verá a lo largo de este trabajo.

Por lo tanto, puede concluirse que, si el reparto de estos ingresos no cambia en los próximos años, las diferencias entre los equipos considerados como “grandes” será cada vez más abultada respecto al resto de clubes, privando a los espectadores de una competición más igualada.

Para complementar el análisis sobre los ingresos de retransmisión, la ilustración 2 recoge los ingresos por derechos de retransmisión de los equipos de fútbol integrados en las cinco grandes ligas europeas (España, Inglaterra, Francia, Italia y Alemania) con el fin de poder comparar y obtener conclusiones más precisas sobre los ingresos televisivos en el mundo del fútbol:

Ilustración 2. Reparto de los derechos de TV en las 5 grandes ligas europeas. Año 2016⁶

REPARTO DE LOS DERECHOS DE TV EN LAS 5 GRANDES LIGAS EUROPEAS 2015/2016									
ELABORACIÓN Y RECOPIACIÓN: @RobertoBayon_									
Premier League		LA LIGA		SERIE A		BUNDESLIGA		LIGUE 1	
Arsenal	131,2	Real Madrid	140,0	Juventus	103,1	Bayern München	71,9	Paris Saint-Germain	53,7
Manchester City	126,1	FC Barcelona	140,0	Milan	80,3	FC Schalke 04	60,0	Olympique Lyonnais	43,6
Manchester United	125,4	Atlético de Madrid	68,7	Internazionale	78,2	Borussia Dortmund	59,5	Olympique Marseille	39,6
Tottenham Hotspur	123,8	Valencia CF	53,9	Roma	72,7	Bayer Leverkusen	56,4	LOSC Lille	36,1
Leicester City	121,2	Athletic Club	51,7	Napoli	69,6	Mönchengladbach	43,0	AS Saint-Etienne	31,9
Liverpool	117,7	Sevilla FC	48,3	Lazio	55,4	Hannover 96	42,6	AS Mónaco FC	31,1
Chelsea	113,5	Villarreal CF	41,9	Fiorentina	51,2	VfL Wolfsburg	41,0	Stade Rennais FC	27,1
West Ham United	111,5	Real Sociedad	41,7	Torino	41,3	FC Augsburg	36,1	Girondins Bordeaux	27,0
Southampton	110,2	Málaga CF	38,2	Sampdoria	37,2	FSV Mainz 05	34,9	OGC Nice	25,0
Everton	108,0	RCD Espanyol	36,9	Bologna	36,6	VfB Stuttgart	34,8	Montpellier Hérault SC	23,6
Elaboración: @RobertoBayon_		Elaboración: @RobertoBayon_		Elaboración: @RobertoBayon_		Elaboración: @RobertoBayon_		Elaboración: @RobertoBayon_	
Stoke City	103,4	Real Betis	34,4	Genoa	36,2	Eintracht Frankfurt	33,9	SM Caen	20,7
Swansea City	98,6	RC Celta Vigo	33,2	Palermo	34,1	TSG Hoffenheim	33,4	FC Lorient	19,4
Watford FC	96,9	Getafe CF	33,2	Chievo Verona	33,7	Werder Bremen	33,1	SC Bastia	18,7
West Bromwich Albion	95,3	Levante UD	33,1	Udinese	33,5	Hamburger SV	28,3	Toulouse FC	18,4
Newcastle United	94,7	Rayo Vallecano	32,0	Atalanta	31,7	Hertha BSC	26,9	Angers SCO	18,3
Crystal Palace	93,7	Granada CF	31,5	Sassuolo	31,1	1. FC Köln	25,5	FC Nantes	17,5
Sunderland	93,4	Real Sporting	28,9	Hellas Verona	27,5	FC Ingolstadt	24,1	EA Guingamp	17,3
AFC Bournemouth	92,1	UD Las Palmas	28,1	Empoli	26,8	SV Darmstadt 98	22,7	Stade de Reims	14,9
Norwich City	87,3	RC Deportivo Coruña	27,8	Carpi	22,0			ES Troyes AC	13,7
Aston Villa	86,6	SD Eibar	27,3	Frosinone	22,0			GFC Ajaccio	10,3
2.130,4		971,0		924,2		708,0		508,0	

Fuente: Roberto Bayón.

Según se aprecia en la ilustración 2, la Premier League es la liga europea cuyos ingresos por derechos televisivos son más elevados, siendo la única de las cinco grandes ligas europeas que supera los 1.000 millones de euros en 2016. La liga Santander (liga española) es la segunda liga europea que más ingresos recauda aunque no alcanza ni la mitad de lo que ingresa la liga inglesa. En el tercer escalón se encuentra la italiana, seguida de la alemana y la francesa.

Sin contar la liga inglesa, en el resto de ligas europeas, únicamente tres equipos superan los 100 millones de euros en ingresos televisivos en 2016 (Barcelona, Real Madrid y Juventus). En cambio, en la liga inglesa hay hasta once equipos que superan los 100 millones de euros en ingresos, por lo que no hay tanta diferencia en el reparto entre los distintos clubes, lo que hace que incremente la competitividad y el atractivo de la competición. Incluso los ingresos que recibe el último equipo inglés

⁶ No se ha podido obtener información sobre el reparto de los derechos de TV en las 5 grandes ligas del año 2017, por lo que la comparación se llevará a cabo con el reparto de 2016.

(Aston Villa), superan a los ingresos que reciben el resto de equipos de las otras ligas, a excepción de los tres mencionados anteriormente.

Además, en Inglaterra, los ingresos por retransmisión del equipo que más ingresa (Arsenal) son un 51% superiores respecto al equipo que menos ingresos recibe (Aston Villa). En cambio, en la liga española, los ingresos de los dos “grandes” (Barcelona y Real Madrid) suponen el doble de lo que ingresa el tercero (Atlético de Madrid). Además, esta diferencia se acrecienta si se compara con lo que ingresa el último equipo dado que los ingresos por retransmisión del FC Barcelona y los del Real Madrid suponen cinco veces más del importe ingresado por el Éibar por lo que la liga española es la más desigual de todas las ligas europeas. Sin embargo, estas diferencias en el reparto televisivo no son una exclusivas de la liga española, dado que la liga italiana también presenta grandes diferencias entre el equipo que más ingresa (Juventus) y el que menos (Frosinone), similar a la que presenta la liga española.

Las otras dos grandes ligas europeas, la alemana y la francesa, se asemejan más al reparto de la Premier, dado que aunque haya dos equipos que destaquen (el Bayern de Múnich en Alemania y el Paris Saint-Germain en Francia, la diferencia en el reparto televisivo entre los distintos clubes no es tan abultada como en la española y la italiana.

Por tanto, se puede concluir que el modelo de reparto televisivo que favorece la competitividad entre los clubes de fútbol repartiendo de forma más equitativa los derechos televisivos es el modelo de la liga inglesa, por lo que el resto de ligas deberían intentar imitar el modelo de gestión inglés, lo que permitiría incrementar no solo los ingresos por retransmisión en las otras ligas europeas, sino incrementar la competitividad y el atractivo de la competición.

3.2.2. Ingresos por competiciones

Además de los ingresos por retransmisiones, la repercusión de jugar en competiciones nacionales y europeas supone unos ingresos para los clubes de fútbol. Los ingresos por competiciones suponen la segunda magnitud en importancia en la estructura de la cifra de negocio de los equipos de fútbol, de ahí la importancia de clasificarse todos los años para competiciones europeas dado que permite retener a los mejores jugadores de la plantilla y poder acometer fichajes.

Como ya se vio anteriormente, las competiciones en Europa por excelencia son la UEFA Champions League y la Europa League. En este apartado se va a exponer cuál es la cuantía de los ingresos fijos por participar y cuál es la cuantía de los variables en función de los resultados cosechados.

Estos importes son acumulativos, esto es, conforme los clubes de fútbol avancen rondas en las competiciones europeas en las que participen, mayores serán sus ingresos por competiciones.

Para la UEFA Champions League y la Europa League, las cantidades a recibir por los clubes participantes para el próximo ejercicio son las siguientes:

Tabla 4. Ingresos por competiciones UEFA Champions League y UEFA Europa League. Año 2017

UEFA Champions League	UEFA Europa League
15,25 millones de euros por participar	2,92 millones de euros por participar
2,7 millones de euros por victoria	570.000 euros por victoria
900.000 euros por empate	190.000 euros por empate
No hay ronda de dieciseisavos de final	500.000 euros clasificación dieciseisavos final
9,5 millones de euros clasificación octavos final	1,1 millones de euros clasificación octavos final
10,5 millones de euros clasificación cuartos final	1,5 millones de euros clasificación cuartos final
12 millones de euros clasificación semifinales	2,4 millones de euros clasificación semifinales
15 millones de euros clasificación final	4,5 millones de euros clasificación final
4 millones euros campeón	4 millones de euros campeón

Fuente: elaboración propia a través de datos depositados en la página web UEFA.com

Además, los dos clubes que se clasifiquen para la Supercopa de la UEFA (campeón de la UEFA Champions League y de la UEFA Europa League) recibirán 3,5 millones de euros cada uno, y el ganador se llevará un millón adicional.

Por tanto, los ingresos por competiciones dependen de la competición en la que se participe, siendo más beneficioso participar en la UEFA Champions League. No obstante, los ingresos por competiciones no dependen únicamente del resultado deportivo que se obtenga en dicha competición, también entra en juego un factor importante denominado market pool⁷.

El market pool es una cifra cerrada para cada país que se reparte entre los equipos participantes. Por ejemplo, el dinero correspondiente a los equipos italianos se reparte entre tres equipos dado que únicamente se clasifican tres equipos para la UEFA Champions League (aunque a partir de 2018 se clasificarán cuatro equipos) y en cambio, el consignado para la liga española se distribuye entre cuatro equipos, siendo el FC Barcelona, el Real Madrid el Atlético de Madrid y el Sevilla los equipos que se distribuyan este market pool en el año 2017.

En cuanto a la distribución del market pool, éste se divide en dos mitades:

- El 50% se reparte en función del número de partidos jugados en la UEFA Champions League dependiendo, por tanto, del resultado deportivo en dicha competición.
- El otro 50% depende de la clasificación de cada equipo en la liga anterior. En España, como se clasifican los cuatro primeros, el primero obtendrá el 40%, el segundo obtendrá el 30%, el tercero obtendrá el 20% y el cuarto obtendrá el 10%.

⁷ El market pool es un sistema que destina a cada país una cantidad de dinero en función de su valor como mercado televisivo para la Champions. Las cantidades repartidas por este market pool se calculan una vez finalizada la competición.

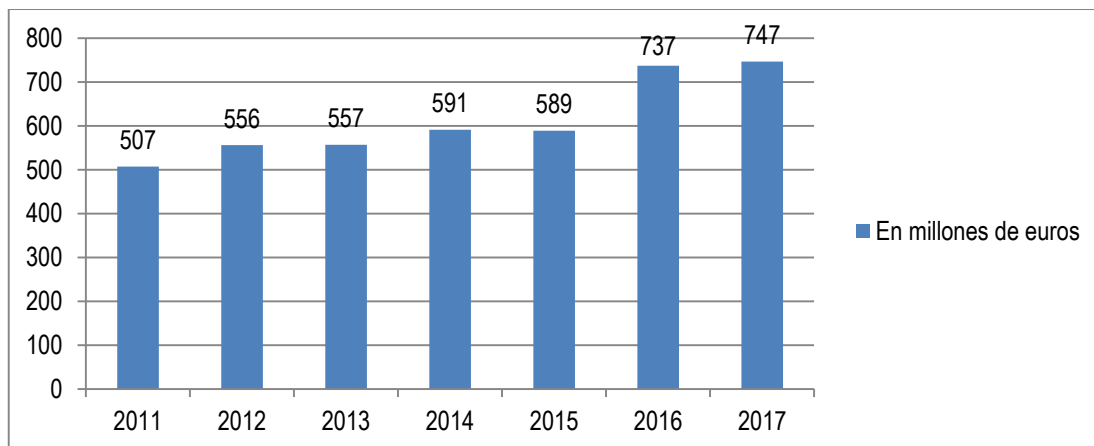
3.2.3. Ingresos por abonados y socios

Aunque en los tiempos actuales los ingresos derivados de la asistencia a los estadios han perdido importancia frente a otras fuentes de ingresos, no dejan de ser una pieza importante en la cifra de negocio de los equipos de fútbol, por lo que incentivar que la gente asista al estadio con regularidad es una tarea con la que trabajan la totalidad de los clubes del mundo.

Los ingresos por abonados y socios proceden de dos vías básicamente: por una parte los ingresos por la retirada de entradas en las taquillas del estadio y por otra los ingresos procedentes de los abonados y socios, siendo la venta de abonos una herramienta fundamental para los clubes de fútbol, recibiendo los ingresos por anticipado reduciendo así el riesgo de morosidad.

La figura 1 recoge la evolución de los ingresos (en millones de euros) procedentes de las taquillas y de los abonados de los equipos de primera división en los últimos años:

Figura 1. Ingresos procedentes de las taquillas y abonados equipos de primera división. Años 2011 a 2017



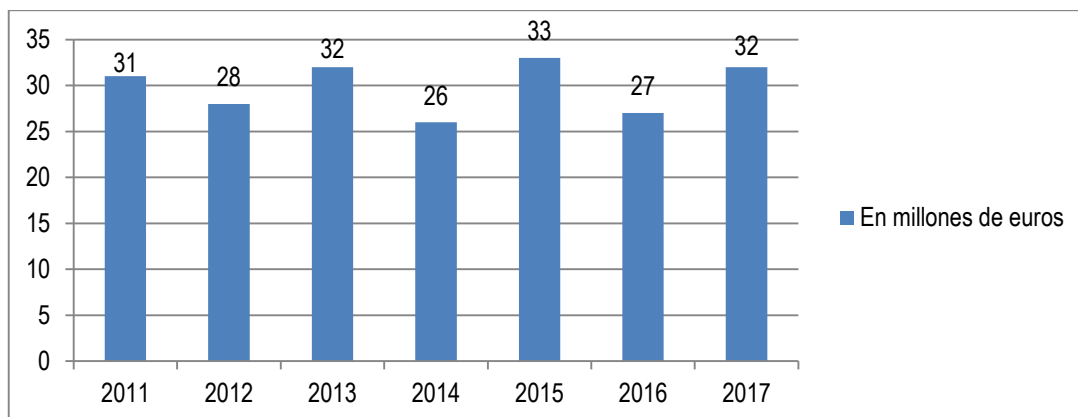
Fuente: elaboración propia a través de datos depositados por el Consejo Superior de Deportes

Se desprende una evolución creciente en los equipos de primera división en relación con los ingresos procedentes de las taquillas y de los abonados en los últimos ejercicios. Únicamente en el periodo 2012-2013 y 2014-2015 se mantuvieron prácticamente constantes, incluso en el año 2015 éstos ingresos se redujeron. Si se comparan los ingresos desde el año 2011 hasta el año 2017, se puede apreciar un incremento de éstos de un 47%.

Sin embargo, existen diferencias considerables entre los equipos, dado que estos ingresos se encuentran muy ligados a la trayectoria deportiva de los mismos, porque no en todos los equipos de primera se ha incrementado en la misma media, incluso en alguno se han reducido considerable en el último ejercicio.

No solo hay que centrarse en los equipos que militan en primera división puesto que este análisis también se enfoca en equipos que militan en segunda división. Por ello, la figura 2 recoge la evolución de los ingresos procedentes de las taquillas en los equipos de segunda división.

Figura 2. Ingresos procedentes de las taquillas y abonados equipos de segunda división. Años 2011 a 2017



Fuente: elaboración propia a través de datos depositados por el Consejo Superior de Deportes

Como cabría esperar, los ingresos procedentes de las taquillas y de los abonados en segunda división se reducen considerablemente en comparación con los de primera división. Los 22 equipos de fútbol que compiten en segunda división no alcanzan ni el 10% de los ingresos que alcanzan los equipos de primera división, de ahí que, como se verá en el presente trabajo, tanto un ascenso como un descenso de categoría afectarán de una manera notoria a la cifra de negocio.

A diferencia de los equipos de primera división en la que el crecimiento de los ingresos procedentes de las taquillas y de los abonados era creciente, en segunda división, este crecimiento no ha sido una tónica en los últimos años y ha experimentado altibajos, disminuyendo en los años 2012, 2014 (el valor más bajo de la serie) y 2016 para experimentar un crecimiento en 2013, 2015 (valor máximo de la serie) y 2017. Por tanto, desde el año 2011 hasta el año 2017, el incremento de los ingresos procedentes de las taquillas y abonados en segunda división ha sido de un 3%.

Estos altibajos en estos ingresos se deben principalmente a los resultados deportivos, dado que los equipos que descienden de categoría (en el último ejercicio fueron Getafe, Levante y Rayo Vallecano) no atraen tanta masa social como lo harían si estuvieran en primera división, además de unos abonos con precios más reducidos provocando que los ingresos se resienten, aunque estos equipos suelen hacer promociones para intentar atraer público⁸ a sus estadios.

Otro de los aspectos que influyen en los altibajos de estos ingresos es la reducida capacidad que tienen la mayoría de estadios si se comparan con los estadios de los equipos de categoría superior. Si la capacidad de los estadios es reducida, aunque se llene de espectadores, éstos no alcanzarán el número de espectadores de los equipos de categoría superior por lo que los ingresos procedentes de las taquillas y de los abonados será más limitado.

⁸ Por ejemplo, el Levante premiará a los socios que se saquen el abono de temporada en 2017; si el equipo valenciano logra subir de categoría, el abono de la temporada 2018 será gratis para estos socios. Habiendo logrado el Levante el ascenso en 2017, desde el club se confirmó que los socios que sacaron el pase en 2017 lo tendrán gratis en 2018.

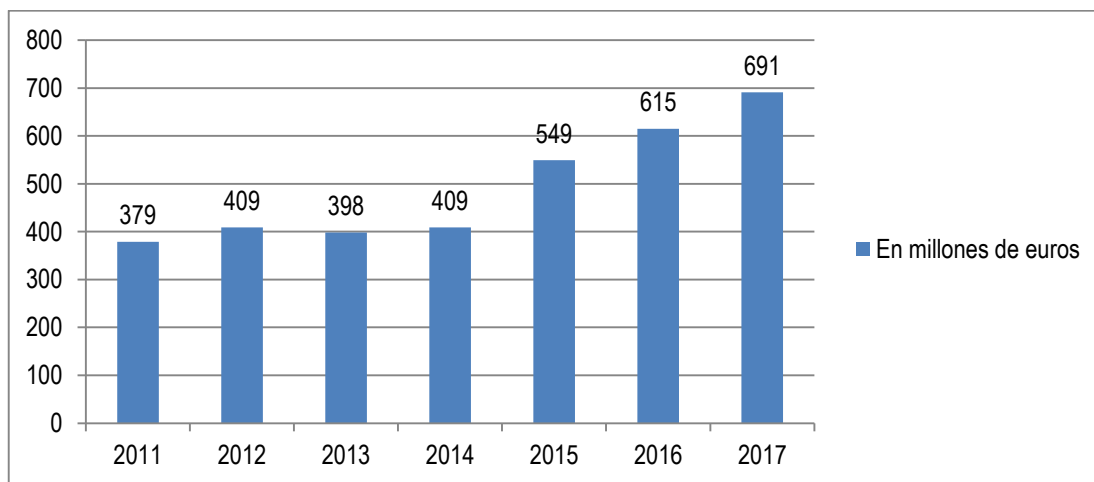
3.2.4. Ingresos por publicidad y comercialización

En este apartado de la estructura de ingresos en los clubes de fútbol nacionales, se comentará la importancia que tiene la gestión comercial en el mundo del fútbol. La identificación de los seguidores de un club con su equipo es máxima, consiguiendo una mayor lealtad por parte del consumidor y que sea menos vulnerable a la competencia, haciendo que la mayoría de veces la demanda de productos de los clubes de fútbol (ropa deportiva y material deportivo) sea insensible a las variaciones del factor precio.

Esto provoca que con la gestión estratégica de la marca se pueda conseguir que los resultados deportivos tengan menor trascendencia en el resultado del ejercicio, siendo por ello que los clubes, actualmente actúen como marcas comerciales y el marketing va tomando cada vez más protagonismo en este mundo tan globalizado. Para darse a conocer, los clubes suelen realizar giras internacionales (principalmente antes del comienzo de la temporada), venta de artículos promocionales o la explotación tecnológica y de nuevas tecnologías.

La figura 3 recoge la evolución de los ingresos procedentes de la publicidad y comercialización de los equipos de primera división española en los últimos años:

Figura 3. Ingresos procedentes de publicidad y comercialización equipos de primera división. Años 2011 a 2017



Fuente: elaboración propia a través de datos depositados por el Consejo Superior de Deportes

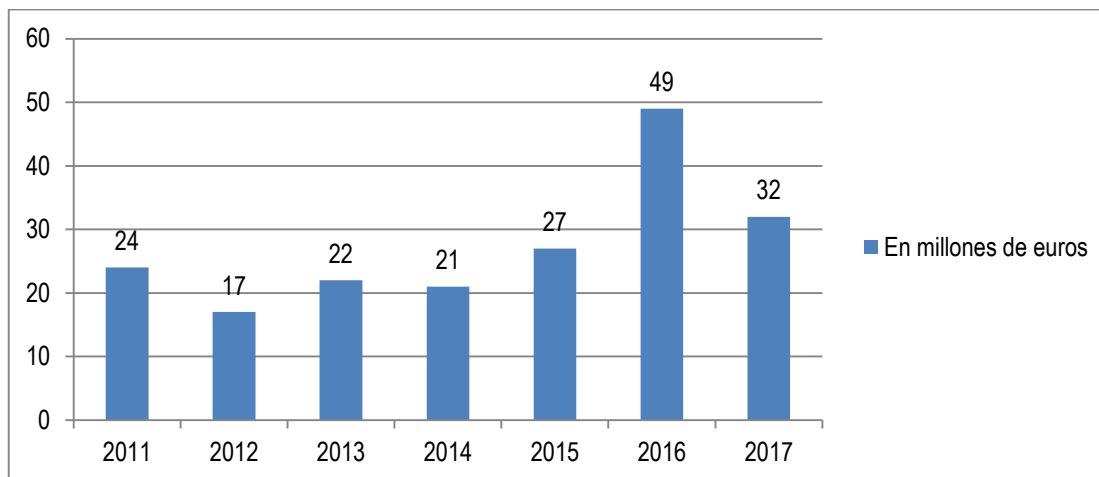
Al igual que los ingresos procedentes de las taquillas y abonados, la tendencia de los ingresos de publicidad y comercialización en los equipos de primera división en los últimos años es seguir una tendencia alcista, aunque a diferencia de éstos, el crecimiento es exponencial, a excepción del año 2013, dado que es el único año de la serie en el que disminuyen estos ingresos.

La tendencia alcista de estos ingresos se ha traducido en un crecimiento que asciende al 82% en los últimos siete años, siendo casi el doble los ingresos por publicidad y comercialización del año 2017 respecto a los ingresos por publicidad y comercialización del año 2011.

Prácticamente todos los equipos de la liga española han obtenido más ingresos por estos conceptos que en la temporada anterior, siendo el Real Madrid el equipo que ha experimentado un mayor crecimiento.

Para complementar el análisis de los ingresos por publicidad y comercialización, la figura 4 recoge también estos ingresos, pero esta vez en los equipos de segunda división española:

Figura 4. Ingresos procedentes de publicidad y comercialización equipos de segunda división. Años 2011 a 2017



Fuente: elaboración propia a través de datos depositados por el Consejo Superior de Deportes

Tras el crecimiento ostensible de la temporada anterior debido al efecto de los ascensos y descensos y al incremento de estos ingresos en casi todos los clubes de la categoría, en el año 2017, los ingresos por publicidad y comercialización han vuelto a reducirse (un 35%) debido al efecto, una vez más, de los ascensos y descensos de categoría.

Al igual que ocurre con los otros ingresos que conforman la cifra de negocio, los ingresos que reciben los equipos de segunda división son muy reducidos en comparación con los ingresos que reciben los equipos de primera, dado que en el último ejercicio, estos ingresos no han supuesto ni el 5% de los ingresos de los equipos de primera división.

Sin embargo, conocer la procedencia de estos ingresos por publicidad y comercialización es un factor clave a la hora de determinar la estrategia comercial de los equipos de fútbol. La ilustración 3 recoge la procedencia de estos patrocinios en las cinco grandes ligas europeas durante el último ejercicio:

Ilustración 3. Procedencia del patrocinador principal de los equipos de las cinco ligas europeas. Año 2017



Fuente: información extraída del portal Statista.

Tal y como refleja la ilustración 3, tanto en la liga alemana como en la francesa existe un claro predominio de patrocinadores nacionales (por encima del 80%), mientras que en la liga italiana, aunque no exista un predominio de patrocinadores nacionales, sí que suponen la procedencia principal de éstos patrocinios.

En cambio, tanto en la liga inglesa como en la española, el patrocinio nacional no tiene tanto peso como lo tiene el extranjero, sobretodo en la Premier League donde el patrocinio extranjero alcanza valores por encima del 80%. En relación con la liga española, a falta de conocerse la procedencia de un 25% de patrocinadores, domina el patrocinio procedente del extranjero por lo que parece desprenderse un cambio de tendencia para inclinarse al modelo de la Premier League.

Por tanto, puede concluirse que en las principales ligas europeas no hay una tónica definida en cuanto a la procedencia de los patrocinadores dado que hay ligas europeas que presentan un predominio de procedencia nacional en sus patrocinios y en cambio, otras cuyo predominio es extranjero. Lo que sí parece desprenderse es que en las competiciones con mayor ranking (véase la liga inglesa y la española), hay un predominio de los patrocinadores externos, siendo la liga inglesa líder en este aspecto mientras que la liga española parece querer copiar el modelo inglés y acercarse a los niveles de patrocinio extranjero.

3.2.5. Ingresos procedentes por la venta de jugadores

Por último, la fuente de ingresos que reciben los clubes de fútbol por la venta de jugadores tiene también una gran importancia en la cuenta de pérdidas y ganancias, dado que recoge la plusvalía generada como consecuencia de la venta de los derechos federativos de un jugador y el valor neto contable de los mismos recogidos en los balances.

3.3. Principales gastos en los clubes de fútbol

Llevado a cabo el análisis de las principales fuentes de ingresos que tienen los clubes de fútbol, la segunda parte de este capítulo abordará la estructura de gastos de estos determinando el peso que tiene cada uno y cómo afecta a los equipos de fútbol. Además, se tratará el concepto del límite salarial que permitirá conocer cuál es el límite de gasto de los clubes de fútbol en relación con los sueldos y salarios de los componentes de la plantilla deportiva.

3.3.1. Estructura de los gastos en los equipos de fútbol

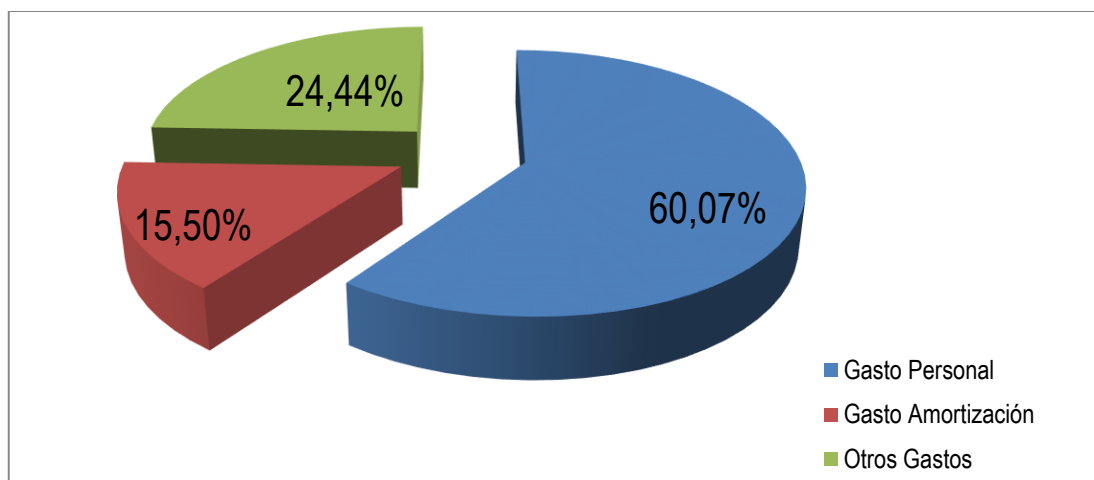
Una vez analizado las principales fuentes de ingresos de los clubes de fútbol, es el turno de analizar los gastos que tienen éstos durante el ejercicio. Para ello, se han encuadrado los gastos en tres categorías para simplificar el análisis y hacer más sencilla su comprensión debido a la elevada cantidad de datos que serían necesarios para hacer un análisis más profundo. Para su estudio, los gastos se dividirán en: gastos de personal, gastos por amortizaciones y otros gastos.

Los gastos de personal hacen referencia a los salarios de los jugadores de fútbol, del primer y segundo entrenador, del preparador físico, de los jugadores que militan en el filial y en las categorías inferiores y de la seguridad social.

La partida de gastos por amortización se compone, principalmente, de la amortización de los derechos de adquisición de los jugadores de la plantilla, dado que son inversiones muy elevadas que deben amortizarse en un periodo de tiempo reducido (normalmente la duración del contrato), aunque también se incluye la amortización del resto de partidas encuadradas en el inmovilizado.

La partida “otros gastos” hace referencia a los pagos ordinarios que no afectan directamente a la actividad de los clubes, esto es, transporte, suministros, etc. También se incluyen los gastos por adquisición de jugadores, entre ellos, los pagos por comisiones a los agentes, las licencias de primera inscripción en la competición española y la externalización de los servicios.

Figura 5. Estructura de gastos de los equipos de primera división. Año 2017



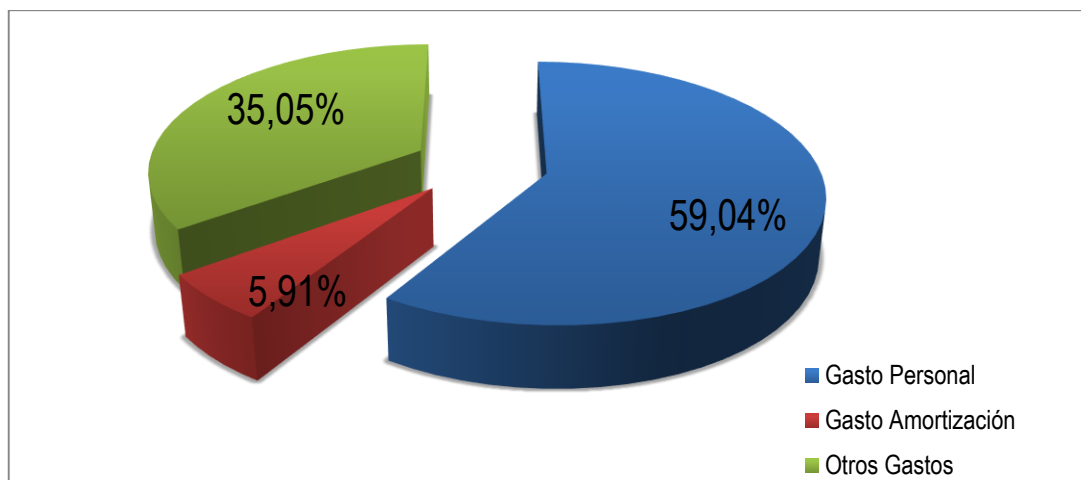
Fuente: elaboración propia a través de datos depositados por el Consejo Superior de Deportes

Como se aprecia en la figura 5, los gastos de personal suponen el componente principal de gasto en los equipos de fútbol, seguido de los otros gastos. Cabría esperar que los gastos de personal fueran el componente principal de gasto en los equipos de fútbol dado la importancia que tiene el factor humano, puesto que los jugadores de fútbol son los que realmente compiten, teniendo una influencia directa en los resultados deportivos que serán luego los que proporcionen ingresos a la entidad.

En cuanto a los otros gastos, destacar su destacable peso en la estructura de gasto de los clubes de fútbol, siendo el componente principal de esta partida los servicios exteriores, según se desprende de la mayoría de cuentas de pérdidas y ganancias de los equipos de primera división. Por último, los gastos por amortización suponen el 15% del total de gastos de los equipos de fútbol, es decir, una cuarta parte de los gastos de personal.

Sin embargo, estudiando únicamente la estructura de gasto de los equipos de primera división no se pueden extraer conclusiones. Por ello, la figura 6 recoge la estructura de gastos de los equipos de segunda en el último ejercicio para poder llevar a cabo una comparación entre ambas categorías nacionales con el fin de obtener conclusiones más precisas.

Figura 6. Estructura de gastos de los equipos de segunda división. Año 2017



Fuente: elaboración propia a través de datos depositados por el Consejo Superior de Deportes

Se aprecia que los equipos de segunda división presentan la misma estructura de gasto que los equipos de categoría superior, esto es, un predominio de los gastos de personal (alrededor del 60%), seguido de los otros gastos y por último del gasto por amortizaciones, por lo que puede concluirse que la tónica general en los equipos de fútbol es presentar una estructura de gasto con predominio de los gastos de personal.

No obstante, el peso que tienen los gastos en los equipos de fútbol difiere de una categoría a otra. Aunque los gastos de personal apenas experimenten diferencias (en los equipos de primera división estos gastos suponen un punto porcentual más que en los equipos de segunda), sí se aprecian cambios significativos en el peso de los otros dos. Los gastos por amortización se reducen en detrimento de los otros gastos (únicamente representan el 5% en los equipos de segunda mientras que en los equipos de primera su peso se triplica), por lo que aunque no alcancen el peso que tienen los gastos de personal, sí presentan un peso más destacado que en la estructura de gastos de los equipos de primera división.

3.3.2. Límite salarial

El límite de coste de plantilla se trata de un control económico llevado a cabo por la Liga de Fútbol Profesional con el objetivo de reducir las deudas de los clubes de fútbol español, resumiéndose en que los gastos no superen a los ingresos. Este organismo suele asumir que el 70% de los ingresos relevantes de cada club puedan ser destinados a la plantilla.

Este límite de coste de plantilla deportiva es el importe máximo que cada equipo de fútbol podría llegar a consumir a lo largo de la temporada, incluyendo el gasto en el primer equipo (jugadores, primer y segundo entrenador, preparador físico), y el gasto en filiales, cantera y otras secciones deportivas.

Los conceptos que se incluyen en el límite de coste de plantilla deportiva inscribible y no inscribible son: salarios fijos y variables, seguridad social, primas colectivas, gastos de adquisición (incluidas comisiones para agentes) y amortizaciones.

Para el cálculo del límite salarial de cada equipo, se tienen en cuenta los ingresos por abonados, venta de entradas, marketing, derechos de transmisión, actividades comerciales, ingresos de explotación, traspasos de futbolistas e ingresos financieros.

La ilustración 4 recoge los límites salariales de los equipos tanto de primera como de segunda división con el fin de conocer cuál es el límite de los equipos nacionales en relación con los salarios:

Ilustración 4. Límite de coste de plantilla equipos de primera y segunda división. Año 2017



Equipo	Límite de coste de plantilla (miles de euros)
ATHLETIC CLUB	68.576
FC BARCELONA	507.239
RCD ESPANYOL	60.965
REAL MADRID	499.698
ATLÉTICO DE MADRID	237.767
SEVILLA FC	159.636
REAL BETIS BALOMPIÉ	65.459
REAL SOCIEDAD	64.835
LEVANTE UD	32.299
VALENCIA CF	113.301
VILLAREAL CF	87.922
RC CELTA DE VIGO	40.936
MÁLAGA CF	53.559
GETAFE CF	28.918
RC DEPORTIVO DE LA CORUÑA	40.743
DEPORTIVO ALAVÉS	37.875
GIRONA FC	31.146
SD EIBAR	33.212
UD LAS PALMAS	29.448
CD LEGANÉS	34.686
UD ALMERÍA	6.443
CA OSASUNA	13.250
RAYO VALLECANO	8.295
REAL VALLADOLID CF	6.199
GRANADA CF	17.869
REAL SPORTING DE GUJÓN	11.725
CD TENERIFE	8.350
REAL ZARAGOZA	5.651
CD LUGO	5.369
CÓRDOBA CF	5.905
AD ALCORCÓN	5.956
CD NUMANCIA	4.574
ALBACETE BALOMPIÉ	5.630
CÁDIZ CF	6.194
FC BARCELONA B	** Aclaración
REAL OVIEDO	7.976
SD HUESCA	5.380
SEVILLA ATLÉTICO	** Aclaración
CULTURAL Y DEPORTIVA LEONESA	5.520
CF REUS DEPORTIU	4.538
GIMNÀSTIC DE TARRAGONA	4.576
LORCA FC	3.775

Datos en miles de euros

Fuente: La Liga Santander.

Según se aprecia en la ilustración 4, tanto el FC Barcelona como el Real Madrid son los equipos cuyo tope salarial tiene los niveles más elevados (alrededor de 500 millones de euros) debido a los altos salarios que estos clubes pagan a sus jugadores. En otro escalón se encuentran equipos como el Atlético de Madrid o el Sevilla, que no alcanzan el tope salarial de los clubes anteriores pero también presentan un tope salarial notorio. Además, tanto el Barcelona como el Sevilla, al tener a sus equipos filiales⁹ en segunda división, una parte del gasto presupuestado para la plantilla tiene que ir destinado a sus clubes filiales.

El Valencia CF, equipo que será objeto de estudio en este trabajo, presenta un límite salarial que se encuentra por encima de los 100 millones de euros siendo superado por el Barcelona, el Real Madrid, el Atlético de Madrid y el Sevilla, situándose quinto en la clasificación de tope salarial, al igual que ocurría con los ingresos por retransmisión.

Los presupuestos salariales en los equipos de segunda división salvo excepciones son muy parejos; como se aprecia en la ilustración 4, solo hay cuatro equipos cuyo tope salarial se encuentre por encima de los 10 millones (Granada, Osasuna, Rayo Vallecano y Barcelona "B"). El equipo nacional cuyo tope salarial es más reducido en el último ejercicio es Lorca, cuyo tope no alcanza los 4 millones

⁹ El importe asignado al FC Barcelona y Sevilla FC que aparece en la tabla de La Liga Santander, incluye el límite máximo de plantilla deportiva a utilizar por el FC Barcelona B y Sevilla Atlético en el año 2017, el cual asciende a 18.008 y 8.800 miles de euros, respectivamente.

de euros. Cabe destacar que el salario de algunos jugadores que militan en equipos punteros de primera división supera con creces el límite salarial del equipo lorquino.

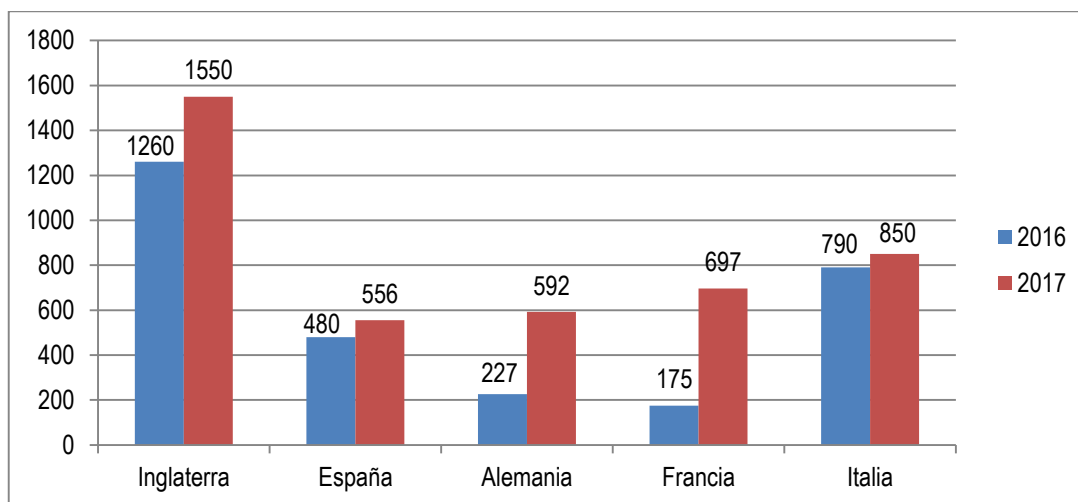
Si un equipo sobrepasa el tope salarial existen varias sanciones que abarcan desde la prohibición de inscribir nuevos futbolistas a medidas más drásticas como la resta de puntos en la competición, descenso de categoría, expulsión de la competición, multa o amonestación pública. De hecho, existe un precedente hace dos temporadas con el Getafe, que estuvo varios meses sin poder alinear a un jugador (Pedro León) por sobrepasar el límite salarial.

3.3.3. Gastos procedentes por la compra de jugadores

Las principales ligas europeas siguen batiendo récords económicos con los importes de los fichajes como consecuencia de los nuevos contratos de televisión que agitan el mercado del mundo del fútbol. Parece que el fútbol europeo está entrando en una espiral consumista en relación con los fichajes de jugadores puesto que se aprecia una tendencia alcista con el gasto de fichajes, siendo ya superada la barrera de los 100 millones en varias ocasiones.

La figura 7 recoge el importe de gasto de los fichajes (en millones de euros) de las cinco grandes ligas europeas en el periodo analizado (años 2016 y 2017):

Figura 7. Gastos en fichajes de las cinco grandes ligas europeas. Años 2016 y 2017



Fuente: elaboración propia a través de datos depositados en lavanguardia.com.

Se aprecia una tendencia alcista en las cinco grandes ligas europeas en relación con el gasto en la adquisición de jugadores, siendo este incremento más notorio en la liga alemana y francesa. En el periodo analizado, la Premier League es la liga con mayor desembolso en fichajes y la liga española, aunque haya incrementado su gasto, es la liga europea que menos desembolso ha hecho en materia de fichajes en el último ejercicio.

Amparada por su contrato de derechos de televisión, la Premier League volvió a liderar el gasto en fichajes en Europa y, un año más, batió su propio récord al desembolsar 1.550 millones de euros, un 23% más que la temporada anterior (es la única de las cinco grandes ligas europeas cuyo

desembolso en fichajes supera la barrera de los 1.000 millones de euros). Lideró el mercado el Manchester City, cuyo desembolso ascendió hasta los 242 millones de euros mientras que el desembolso de su equipo vecino, el Manchester United, alcanzó los 160 millones de euros.

La segunda liga europea cuyo gasto en fichajes fue más elevado fue la liga italiana. Los clubes italianos establecieron su récord histórico de gasto en el mercado veraniego de 2017 al invertir más de 850 millones de euros, superando los 790 millones del ejercicio anterior. El absoluto máximo del mercado fue el AC Milán, cuya nueva propiedad china invirtió más de 200 millones de euros. Otros equipos italianos destacados en el mercado de fichajes y que además se estudiarán en este trabajo son la Juventus y la Roma, con un desembolso de 147 y 93 millones de euros respectivamente.

Los clubes franceses cuadriplican su inversión en el último ejercicio que asciende a 697 millones de euros, pasando de ser la liga europea que menos gasto destinaba a fichajes en 2016 a ser la tercera liga europea con mayor gasto en 2017, alcanzando un montante récord en el mercado francés. Este hecho obedece al fuerte desembolso que ha llevado a cabo el París Saint-Germain (235 millones de euros de los cuales 222 millones de euros se corresponden con la adquisición de un único jugador, Neymar, procedente del FC Barcelona).

El nuevo contrato firmado por la liga alemana, que garantiza a los clubes de primera y segunda división unos 1.500 millones de euros por año, espoleó el mercado de clubes alemán, que rozaron los 600 millones de euros de gasto, más del doble respecto al ejercicio anterior. El club que más ha gastado ha sido el Bayern Múnich seguido del Borussia Dortmund (92,5 y 79 millones de euros respectivamente).

Por último, la liga española es la liga europea que menor desembolso realiza en el último año, aunque también supone una cifra récord en el mercado español y un crecimiento respecto al ejercicio anterior de un 16%, ascendiendo la cifra hasta los 556 millones de euros. El Barcelona, con 192,5 millones de euros de gasto y el Sevilla con 61,5 millones de euros son los que más gastaron en fichajes en 2017.

3.4. Financiación pública ilegal de los clubes españoles y europeos

El artículo 107 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea menciona por primera vez el concepto de ayudas estatales señalando lo siguiente:

“Salvo que los Tratados dispongan otra cosa, serán incompatibles con el mercado interior, en la medida en que afecten a los intercambios comerciales entre Estados miembros, las ayudas otorgadas por los Estados o mediante fondos estatales, bajo cualquier forma, que falseen o amenacen falsear la competencia, favoreciendo a determinadas empresas o producciones”¹⁰.

Tras proceder con tres diferentes investigaciones en profundidad, la Comisión Europea llegó a la conclusión de que las ayudas públicas concedidas por instituciones públicas españolas a siete clubes de fútbol profesional les beneficiaron injustamente frente a otros clubes, lo que supone una infracción de las normas sobre ayudas estatales de la Unión Europea.

¹⁰ Artículo 107.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Información extraída del Boletín Oficial del Estado.

En consecuencia, las instituciones públicas españolas tienen que recuperar los importes de las ayudas estatales ilegales de los siete equipos de fútbol beneficiarios, a saber: FC Barcelona, Real Madrid, Valencia CF, Athletic de Bilbao, Osasuna, Elche y Hércules.

La Comisión Europea investigó los avales otorgados por el Instituto Valenciano de Finanzas (IVF) por préstamos concedidos a tres clubes de fútbol de la Comunidad Valenciana (Valencia CF, Hércules y Elche). En ese momento (ejercicio 2009), estos clubes atravesaban dificultades financieras por lo que el aval público les permitió obtener los préstamos en condiciones más favorables. Este aval sirvió para que el Valencia CF llevara a cabo una ampliación de capital en ese mismo ejercicio. Al no haber pagado una remuneración acorde por los avales, estos clubes de fútbol se beneficiaron de una ventaja económica frente a otros clubes que tenían que financiarse sin el respaldo de las instituciones públicas. Con el fin de restablecer unas condiciones de competencia equitativas con los clubes no subvencionados, estos clubes deben devolver la ventaja recibida, que asciende a 20,4 millones de euros en el caso de Valencia CF, a 6,1 millones de euros en el caso del Hércules y a 3,7 millones de euros en el caso del Elche.

Por tanto, la Comisión Europea insta al Instituto Valenciano de Finanzas (IVF) que ejecute la orden de recuperación de 23,6 millones de euros (20,4 millones de euros del aval recibido más 2,9 millones de euros en concepto de intereses) en el caso del Valencia CF y la recuperación de 7 millones de euros en el caso del Hércules, aunque de momento, estas sanciones están suspendidas cautelarmente.

No obstante, además de los clubes valencianos salpicados por la financiación pública ilegal, la Comisión Europea también hace referencia a los privilegios fiscales que tienen el FC Barcelona, el Real Madrid, el Athletic de Bilbao y Osasuna dado que estos equipos están considerados como entidades sin ánimo de lucro, por lo que pagan un tipo impositivo sobre beneficios un 5% inferior al de las sociedades anónimas. Estos clubes se han estado beneficiando del tipo impositivo inferior durante más de veinte años por lo que cada equipo deberá reembolsar una cuantía cercana a los 5 millones de euros.

Además, el Real Madrid también se ha visto envuelto en la recepción de ayudas públicas ilegales dado que parece haberse beneficiado de una permuta de terrenos muy ventajosa con el Ayuntamiento de Madrid. La investigación de la Comisión Europea ha puesto de manifiesto que el Real Madrid tenía derecho a una indemnización de 4,3 millones de euros, por lo que obtuvo una ventaja de 18,4 millones de euros.

El equipo madrileño era propietario de unos terrenos que fueron valorados en 1998 en 595.000 euros. En el año 2011, se produjo el intercambio de los terrenos con el Ayuntamiento de Madrid considerándose un precio por los terrenos de 22,7 millones de euros lo que supuso una plusvalía extraordinaria para el equipo madrileño.

No solo los clubes españoles mencionados han sido objeto de investigación por la Comisión Europea, equipos holandeses como el NEC Nijmegen, MVV de Maastricht, PSV Eindhoven o el FC Den Bosch también son investigados por actuar contrariamente a lo referido en el artículo 107 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

3.4.1. Fuentes de financiación alternativas en los equipos de fútbol. Modelo “Crowdfunding”

Desde hace unos años, el mundo del fútbol ha tenido que buscar nuevas fuentes de financiación para reducir su deuda y continuar financiándose. Para ello, algunos equipos han utilizado las titulaciones¹¹ (el Racing de Santander lo utilizó la década pasada) e incluso el Valencia CF podría haberlo hecho antes de caer en manos del actual propietario. Aunque estos bonos también tienen sus inconvenientes, dado que se trata de un producto que suele ofrecer a instituciones como bancos, aseguradoras o fondos de inversión.

En el ejercicio 2016 fue el Atlético de Madrid el que recurrió a las titulaciones junto a varios equipos europeos por el cual cedió sus derechos de televisión y de cobro de traspasos de jugadores a un fondo de titulación llamado XXIII Capital Limited.

A pesar de que el fútbol genera grandes ingresos con los derechos audiovisuales, la publicidad o la venta de entradas, estos no son suficientes para que los clubes de fútbol profesionales puedan afrontar todos sus gastos, de ahí, que desde el inicio, se hayan visto obligados a recurrir a fuentes de financiación como los préstamos bancarios, fondos de inversión, las titulaciones, o incluso, algunos equipos de fútbol se hayan planteado la posibilidad de su salida a bolsa.

Sin embargo, la prohibición de los fondos de inversión en el fútbol por parte de la FIFA y la crisis del sistema financiero tradicional, ha llevado a los clubes a buscar nuevas fórmulas financieras para cubrir sus presupuestos. El auge de nuevos modelos de financiación alternativa, como el “Crowdfunding¹²”, se presentan como una oportunidad para que los clubes de fútbol accedan a préstamos de empresas y particulares para financiarse.

La financiación alternativa no solo supone la entrada de un nuevo tipo de inversor en el mundo del fútbol, sino que además se presenta como una solución que contribuye a reducir la elevada deuda de los clubes de fútbol y a que éstos sean rentables. Hasta la llegada de la crisis, la fuente de financiación más utilizada por los clubes de fútbol españoles era el crédito bancario. A partir de ese instante, muchos de esos clubes no fueron capaces de devolver sus préstamos, lo que les ha llevado a unos niveles de deuda muy elevados.

Con la llegada de los fondos de inversión, los clubes vieron como una solución para seguir financiándose y una oportunidad para seguir invirtiendo en fichajes de jugadores. En mayo de 2015, la FIFA prohibió la financiación de jugadores a través de estos fondos, por ir en contra del fair play financiero y poner en peligro la estabilidad presupuestaria de los clubes.

¹¹ Las titulaciones son emisiones de bonos a partir de los ingresos fijos de los clubes de fútbol.

¹² Muñoz, María Pilar, Postiguillo, David (2017). *Alternativas de financiación empresarial*.

CAPÍTULO 4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DEL VALENCIA CF S.A.D.

4.1. Historia del Valencia CF S.A.D

El 18 de marzo de 1919 es una fecha histórica para el valencianismo puesto que se fundaba el Valencia CF. El primer presidente del equipo valenciano, Octavio Augusto Milego, se encargó de poner en marcha todos los trámites para poder funcionar como sociedad deportiva, presentando el citado 18 de marzo de 1919 la documentación necesaria en el Registro de Sociedades.

Una vez constituido el club, el primer partido disputado por el Valencia CF no se produjo hasta pasados dos meses, el 21 de mayo de 1919 contra el Gimnástico valenciano. No fue hasta 1923 cuando el Valencia CF inauguró su estadio, Mestalla, estadio en el cual todavía sigue jugando como local el equipo valenciano. Además, este estadio, es el más antiguo de toda España y en el que más partidos oficiales de la Liga Española se han disputado, siendo esta cifra más de 1.400 partidos.

La década de los 40, tras la reconstrucción del equipo a causa de la guerra civil española, fue la década dorada para el Valencia CF puesto que ganó sus tres primeros campeonatos nacionales (1942, 1944, 1947) siendo el mejor equipo español. Este éxito nacional permitió, además de incorporar jugadores de mayor calidad que permitiera incrementar la competitividad de la plantilla, expandir la marca del Valencia CF por toda Europa.

La década de los 60, en cambio, fue la década de consagración en Europa dado que ganó la Copa de Ferias (actualmente UEFA Europa League) en dos ocasiones y de forma consecutiva (1962 y 1963). A principios de los años 70, el Valencia CF volvía a alzarse con el campeonato nacional de liga (1971) y que finalizaría con la consecución de la Copa del Rey en el año 1979.

Sin embargo, en la década de los 80 y tras varios años desastrosos, en 1986 se consumó el descenso a segunda división lo que, para una ciudad y un equipo como el Valencia supuso un golpe muy duro. No obstante, al año siguiente el Valencia CF fue capaz de lograr el ascenso otra vez a la máxima categoría del fútbol español por lo que la travesía en segunda división duró únicamente un año.

La llegada del nuevo siglo trajo consigo nuevos campeonatos nacionales para el Valencia CF acabando así una sequía que duraba cerca de 30 años. Con la consecución de los campeonatos nacionales del año 2002 y 2004, la Copa de la UEFA y la Supercopa de Europa del año 2004 permitieron que el Valencia CF fuera nombrado como mejor equipo de fútbol del mundo en el año 2004 según el IFFHS¹³.

En el año 2007, el presidente del Valencia CF, Juan Bautista Soler, anunció la construcción de un nuevo campo de fútbol para el Valencia CF y que se esperaba que estuviese construido para el año 2011. Sin embargo, tras el estallido de la crisis económica y tras varios recortes en el presupuesto del estadio, las obras quedaron paralizadas en el año 2009. La nueva propiedad, comandada por Peter Lim se ha propuesto reanudar las obras y que el estadio esté finalizado para el año 2021, año en el que termina el plazo concedido por el Ayuntamiento de Valencia para la finalización de las obras del nuevo estadio.

¹³ Federación Internacional de Historia y Estadística del Fútbol.

4.2. Análisis de la situación patrimonial

Dentro del análisis de los estados financieros el análisis patrimonial suele realizarse en primer lugar por ofrecer una útil visión general. El objetivo básico del análisis patrimonial se basa en la posibilidad de diagnosticar cuáles son las masas patrimoniales que mayor peso relativo ostentan en la estructura económica (activo) y financiera (patrimonio neto y pasivo) respectivamente, y la evolución que han experimentado en los ejercicios económicos analizados (análisis horizontal) a fin de determinar si dicha estructura es coherente desde un punto de vista económico-financiero.

De esta forma, la agrupación del balance en sus principales masas patrimoniales y el posterior cálculo de porcentajes respecto al total de activo o del patrimonio neto más pasivo (análisis vertical) permitirán realizar una primera aproximación a la realidad patrimonial de la empresa. En la tabla 5 se muestran las masas patrimoniales del Valencia C.F. (de ahora en adelante la Sociedad) correspondientes a los ejercicios 2016 y 2017¹⁴ para llevar a cabo su estudio.

Tabla 5. Masas patrimoniales Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	2017		2016	
	Euros	%	Euros	%
ACTIVO				
No corriente	405.752.000,00	87,55	453.372.000,00	94,04
Existencias	186.000,00	0,04	220.000,00	0,05
Realizable	47.571.000,00	10,26	23.125.000,00	4,80
Efectivo	9.942.000,00	2,15	5.382.000,00	1,12
TOTAL	463.451.000,00	100,00	482.099.000,00	100,00
P.Netto + PASIVO				
P.Netto	84.812.000,00	18,30	112.051.000,00	23,24
Pasivo no corriente	238.898.000,00	51,55	280.403.000,00	58,16
Pasivo corriente	139.741.000,00	30,15	89.645.000,00	18,59
TOTAL	463.451.000,00	100,00	482.099.000,00	100,00
Fondo maniobra (euros)	-82.042.000,00		-60.918.000,00	

Fuente: Cuentas Anuales Valencia C.F. Registro Mercantil.

La situación patrimonial del ejercicio 2017 (análisis vertical) revela un claro predominio del activo no corriente en la estructura del activo (87% del activo total), que según se desprende del balance, se corresponde en su práctica totalidad con el inmovilizado intangible y con las inversiones en inmovilizado material, además estas dos partidas suponen el 92% del total del activo no corriente de la Sociedad. A continuación, se llevará a cabo un análisis pormenorizado del balance de la Sociedad.

Según se desprende del balance, el inmovilizado intangible de la Sociedad está compuesto por el inmovilizado intangible deportivo y no deportivo. La práctica totalidad del inmovilizado intangible se

¹⁴ El ejercicio económico de las sociedades deportivas de fútbol no coincide con el año natural, la contabilidad se cierra el 30 de junio de cada año, de modo que en la tabla 5 se están analizando las Cuentas Anuales del ejercicio 2016 y 2017.

encuentra encuadrado en el inmovilizado intangible deportivo, más concretamente en la partida “derecho de adquisición de jugadores” que supone el 99,94% del inmovilizado intangible. El resto se corresponde con el inmovilizado intangible no deportivo que hace referencia a patentes, licencias, marcas y aplicaciones informáticas.

En relación con el inmovilizado material destacan las partidas “estadios y pabellones deportivos¹⁵” e “inmovilizado en curso y anticipos¹⁶” representando el 42% y 44% respectivamente del inmovilizado material. El resto del inmovilizado material está compuesto por las partidas “terrenos y construcciones” e “instalaciones técnicas y otras de inmovilizado material”.

Cabe mencionar la partida del activo no corriente “activos por impuesto diferido”. Ésta supone un 7% del total del activo no corriente. La Sociedad tiene registrados activos por impuesto diferido correspondiente a las bases imponibles negativas pendientes de compensar, al importe de determinadas deducciones y a las diferencias temporales deducibles que considera probable la generación de beneficios fiscales futuros.

El resto del activo no corriente se completa con inversiones financieras a largo plazo (fianzas y depósitos) e inversiones en empresas del grupo y asociadas. La Sociedad participa íntegramente en las sociedades “Litoral del Este, S.L.U.” y “Tiendas Oficiales, S.L.U.” siendo ambas sociedades dependientes y formando parte del Grupo con la sociedad matriz, Valencia Club de Fútbol, S.A.D.

En referencia al activo corriente, el realizable constituye la segunda masa patrimonial en importancia relativa respecto al total del activo y la principal en el conjunto del activo corriente. Según se desprende de la memoria, se compone mayoritariamente por la partida “deudores comerciales y otras cuentas a cobrar¹⁷”. En mucha menor medida, el realizable se compone de periodificaciones e inversiones financieras a corto plazo en otros activos financieros.

El efectivo constituye la segunda masa patrimonial dentro del activo corriente, si bien, su peso no es destacable en el activo total de la entidad. La totalidad de esta partida se encuentra compuesta por la partida de “tesorería”. En el posterior desarrollo del análisis será preciso determinar la rentabilidad que la Sociedad obtiene o la posible infrutilización del mismo.

Las existencias representan la masa patrimonial más baja del activo corriente por lo que su peso en el total del activo es apenas insignificante y se corresponden a material deportivo, sanitario y otros aprovisionamientos.

Por lo que respecta a la estructura financiera del ejercicio 2017 es destacable un claro predominio de la financiación ajena. Se trata de una sociedad endeudada por encima de los límites que se podría considerar como una capitalización adecuada.

¹⁵ Dentro de la partida “estadios y pabellones deportivos” figura materializada una subvención recibida en ejercicios anteriores por importe de 5.792 miles de euros para la adecuación del estadio de Mestalla al Real Decreto 769/93.

¹⁶ La partida “inmovilizado en curso y anticipos” recoge, entre otros conceptos, las inversiones realizadas dentro del proyecto de construcción del futuro estadio del Valencia CF, correspondiéndose básicamente a construcciones, instalaciones técnicas y otro inmovilizado material.

¹⁷ La partida “deudores comerciales y otras cuentas que cobrar” reflejan principalmente a los abonados y socios, los créditos a entidades deportivas por traspaso de derechos federativos a otros clubes, al personal deportivo y no deportivo y a los deudores comerciales de la Sociedad por otros conceptos.

En relación con la financiación ajena (pasivo) destaca el peso del pasivo no corriente, esto es, deudas cuyo vencimiento es superior a un año. La partida que más peso tiene dentro del pasivo no corriente de la Sociedad son las deudas a largo plazo que tiene la Sociedad con las entidades de crédito Bankia y CaixaBank (74% del pasivo no corriente). Además, la Sociedad y las entidades de crédito suscribieron un Profit Sharing Facility (PSF)¹⁸ por importe 61.000 miles de euros en el ejercicio 2015. El tipo de interés medio de la financiación bancaria durante dicho ejercicio fue del 1,50% (mismo tipo de interés que en el anterior ejercicio). Respecto a las deudas con empresas del grupo¹⁹, la Sociedad firmó en el ejercicio 2015 un contrato de financiación con “Meriton. Cabe destacar que el 91% del pasivo no corriente está compuesto por deudas con coste financiero. El resto del pasivo no corriente se completa con provisiones que tiene la Sociedad por contingencias y por pasivos por impuesto diferido.

Las deudas con vencimiento inferior a un año (pasivo corriente) conforman la segunda masa patrimonial en porcentaje de la estructura financiera. Al contrario que en la financiación a largo plazo, las deudas a corto plazo son mayoritariamente sin coste financiero, éstas suponen el 75% del pasivo corriente. Las partidas que tienen un mayor peso relativo en el pasivo corriente se corresponden con “deudas con entidades deportivas” y “remuneraciones pendientes de pago al personal deportivo”. Se debe destacar la provisión²⁰ que la Sociedad ha contabilizado para este ejercicio por contingencias relacionadas con la multa interpuesta por la UE por recibir dinero público por parte del Instituto Valenciano de Finanzas. El resto del pasivo corriente se completa con deudas con proveedores, acreedores y otras deudas con las administraciones públicas.

El patrimonio neto en el ejercicio 2017 está integrado en un 96,67% por los fondos propios, destacando en éstos el importe del capital social que es incluso superior al importe total de los fondos propios (102,51%); pero como consecuencia del resultado negativo del ejercicio, del resultado negativo de ejercicios anteriores y del importe negativo de la partida “otras reservas”, los fondos propios se han visto minorados. Conviene mencionar el peso que tiene en los fondos propios la prima de emisión²¹ (78% de los fondos propios) que surgió de la ampliación de capital llevada a cabo en el ejercicio anterior. En cuanto a la reserva legal, a fecha de 30 de junio de 2017 no se encuentra totalmente constituida, además todavía se encuentra por debajo del 20% del capital social, cifra

¹⁸ La devolución del Profit Sharing Facility (PSF) está vinculada a resultados de explotación superiores a 40 millones de euros hasta el año 2026. Por ejemplo, si el Valencia CF tuviera un resultado de explotación de 45 millones de euros, abonaría el 25% de los 5 millones de euros que superen los 40 millones de euros del resultado de explotación. Pasados 10 años, el Valencia CF no tiene obligación de devolver la totalidad de los 61.000 miles de euros.

¹⁹ El contrato de financiación que el Valencia C.F. firmó con la empresa “Meriton” en el ejercicio 2015 se instrumentó en una póliza de crédito por un valor máximo de 100.000 miles de euros con vencimiento a largo plazo, la cual estaba dispuesta a fecha de capitalización en 62.000 miles de euros

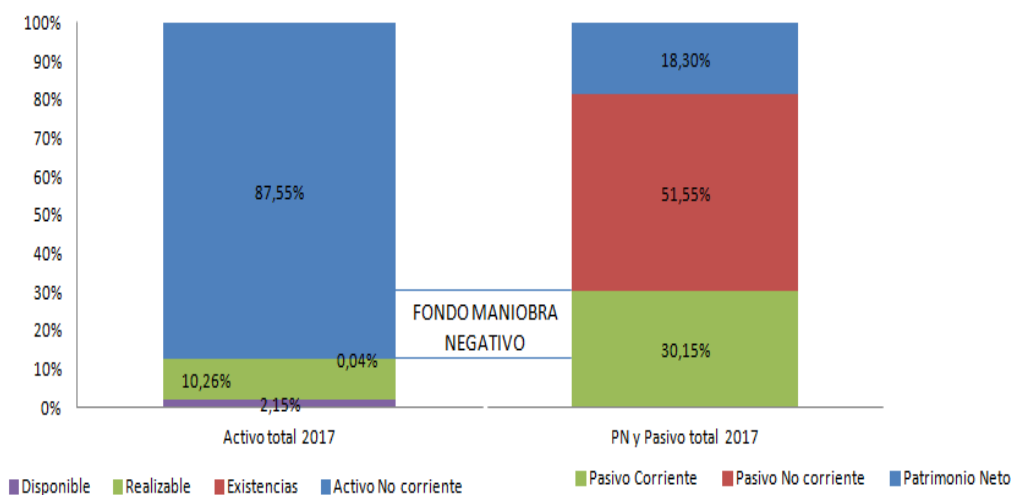
²⁰ Las provisiones por contingencias hacen referencia a una multa que tiene el Valencia CF con la UE por recibir dinero público del Instituto Valenciano de Finanzas (la multa asciende a 20,4 millones de euros + 2,9 millones de euros por intereses de demora) y otra multa con Hacienda (5,3 millones de euros) por la incorrecta aplicación del pago del Impuesto de Sociedades entre los ejercicios comprendidos entre 2010 y 2014.

²¹ En el ejercicio 2016 se aprobó un aumento de capital de la Sociedad con emisión de nuevas acciones por compensación de créditos por importe de 35.790 miles de euros a través de la emisión de 1.481.368 nuevas acciones, con un valor nominal de 24,16 euros cada una de ellas, y con una prima de emisión de 64.329 miles de euros, aproximadamente 43,42 euros por acción.

indispensable según la Ley de Sociedades de Capital para poder distribuirla entre los socios. Por último, es despreciable la incidencia en el patrimonio neto de las subvenciones de capital²².

El análisis de la estructura económica (activo) y financiera (patrimonio neto más pasivo) desde un punto de vista estático parece revelar una coherencia patrimonial, dado que una inversión mayoritaria en activo no corriente se corresponde con una financiación mayoritaria a largo plazo. No obstante, los recursos permanentes o financiación a largo plazo (patrimonio neto más pasivo no corriente) no son suficientes para financiar la totalidad del activo no corriente, estando una parte de éste financiado con fondos ajenos a corto plazo lo que arroja que la Sociedad tenga un fondo de maniobra negativo. La figura 8 muestra una representación gráfica de las masas patrimoniales de la Sociedad en 2017.

Figura 8. Representación gráfica masas patrimoniales Valencia C.F. Año 2017



Fuente: elaboración propia. Cuentas Anuales del Registro Mercantil.

El análisis vertical (estático) se debe complementar con un análisis dinámico a fin de llegar a conclusiones sobre su evolución experimentada, tanto de las distintas masas patrimoniales como de las relaciones entre ellas.

En relación con la evolución experimentada por la situación patrimonial, la estructura económica (activo) presenta escasas variaciones en cuanto a su composición, manteniéndose en el ejercicio 2017 la tónica de la situación del ejercicio 2016, en la que la masa patrimonial con mayor peso en el total del activo era el activo no corriente.

Se observa que se ha producido una reducción del activo no corriente entorno al 10% en términos reales como consecuencia de la desinversión efectuada por la Sociedad en inmobilizado intangible deportivo, concretamente en la partida “derechos de adquisición de jugadores”. La venta de jugadores de la primera plantilla ha sido superior a las altas que se han incorporado al equipo en 30 millones de

²² Según se desprende de la memoria, la Sociedad recibió una subvención en ejercicios anteriores para financiar la adecuación del estadio de “Mestalla”. Como se han cumplido las condiciones establecidas para la concesión de esta subvención, se ha considerado como no reintegrable y, por tanto, se ha registrado dentro del patrimonio neto.

euros. El resto de la disminución del activo no corriente se explica por la reducción de los activos por impuesto diferido en el último ejercicio.

Por lo que respecta al activo corriente, se observa que éste, en el ejercicio 2017, es el doble respecto al de 2016. La masa patrimonial que ha experimentado un mayor crecimiento en el último ejercicio ha sido el realizable como consecuencia del incremento que se ha producido en el saldo de la partida “deudores comerciales y otras cuentas a cobrar” (más concretamente en la partida “deudores con entidades deportivas²³”). Además del incremento del realizable también cabe destacar el incremento experimentado en el efectivo (84%) por lo que ahora tiene un mayor peso en el activo. La única masa patrimonial que se ha reducido tanto en términos reales como en porcentuales en el activo corriente han sido las existencias. Por tanto, estas variaciones explican que el peso del activo corriente en relación con el activo total haya incrementado en 2017 aunque todavía sigue siendo insuficiente para poder hablar de un cambio de tendencia en la estructura económica de la Sociedad.

Por lo que respecta a la estructura financiera de la Sociedad, en el ejercicio 2017 se mantiene la tónica de 2016, la financiación ajena continúa siendo superior a la financiación propia y dentro de ésta, la financiación a largo plazo sigue siendo superior a la financiación a corto plazo aunque en el último ejercicio se ha producido una disminución en la financiación a largo plazo en detrimento de la financiación a corto plazo.

Durante el ejercicio 2017 los fondos propios se han reducido un 32% como consecuencia de cosechar pérdidas y arrastrar resultados negativos de ejercicios anteriores. Además, como el importe de las reservas legales sigue siendo inferior al 20% del capital social, la Sociedad no puede repartir dividendos entre sus accionistas (no ha podido repartir dividendos en los últimos cinco ejercicios). Estos hechos propician que la Sociedad goce de un nivel de capitalización menor que en 2016 y que en un futuro pueda tener problemas para hacer frente a las obligaciones.

En relación con la financiación ajena hay que señalar un incremento de la financiación a corto plazo y una disminución paralela del endeudamiento a largo plazo. La reducción del pasivo no corriente se ha debido al efecto de reclasificar las provisiones por contingencias y las deudas con entidades de crédito a corto plazo. Esta disminución ha sido insuficiente para reducir el nivel de endeudamiento de la Sociedad como consecuencia de un incremento superior de las deudas a corto plazo.

Las deudas cuyo vencimiento son inferiores a un año (pasivo corriente) se han visto incrementadas en el último ejercicio (incremento de un 55%) debido principalmente al incremento de las provisiones por contingencias y a las deudas con entidades de crédito como consecuencia de la reclasificación. Destacar también el incremento que experimentan las “periodificaciones a corto plazo”²⁴. Cabe señalar que las deudas con coste financiero se han visto reducidas en el ejercicio 2017.

En cuanto al fondo de maniobra, tanto en el ejercicio 2017 como en el ejercicio 2016 presenta un saldo negativo, que lleva a pensar en una situación de desequilibrio económico-financiero. Esta situación implica que la Sociedad no cuenta con activo corriente suficiente para cubrir sus deudas a corto plazo. La variación del fondo de maniobra ha sido negativa como consecuencia de que el

²³ Refleja principalmente los créditos a entidades deportivas por traspaso de derechos federativos de jugadores a otros clubes. Generalmente tiene vencimiento en el corto plazo.

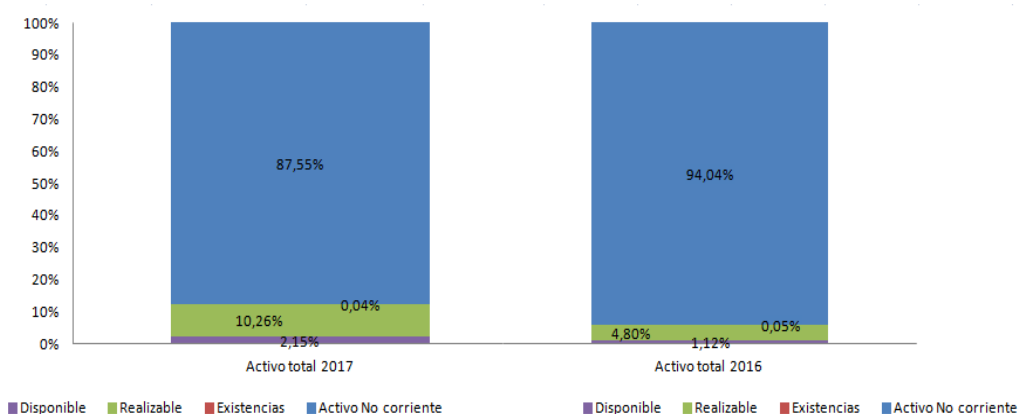
²⁴ Según se desprende de la memoria de las cuentas anuales (Nota 8.1.4) este pasivo hace referencia a la periodificación de ingresos de abonados para la temporada 2016/2017.

incremento de las deudas a corto plazo (debido al incremento de las deudas con coste financiero) ha sido superior al incremento del activo corriente lo que implica que la Sociedad se encuentra más alejada del equilibrio económico-financiero en el último ejercicio.

Por último, la evolución experimentada por la composición de la estructura patrimonial parece haber sido desfavorable para la situación económico-financiera de la Sociedad ya que presenta un fondo de maniobra de signo negativo al igual que en el ejercicio 2016. El incremento de la financiación ajena a corto plazo ha sido superior al incremento del activo corriente lo que origina que dicho fondo de maniobra haya experimentado una variación negativa por lo que continúa la tendencia de aparente desequilibrio económico-financiero.

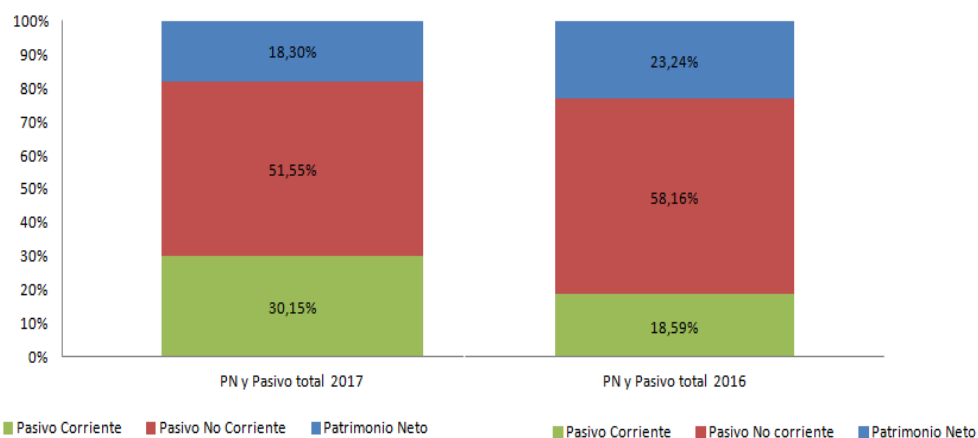
Las figuras 9 y 10 muestran una representación gráfica de la evolución que ha experimentado la estructura económica y financiera de la Sociedad en el periodo analizado:

Figura 9. Representación gráfica estructura económica Valencia C.F. Años 2016 y 2017



Fuente: elaboración propia. Cuentas Anuales del Registro Mercantil.

Figura 10. Representación gráfica estructura financiera Valencia C.F. Años 2016 y 2017



Fuente: elaboración propia. Cuentas Anuales del Registro Mercantil.

4.3. Análisis de la situación de liquidez

El análisis de la liquidez de la Sociedad estudia la situación de equilibrio financiero a corto plazo, es decir, indicará si la Sociedad podrá hacer frente a sus obligaciones con vencimiento a corto plazo. Para realizar el estudio de la situación de liquidez emplearemos la herramienta de análisis de los ratios que se reflejan en la tabla 6.

Tabla 6. Ratios de liquidez Valencia C.F. Años 2016 y 2017

		2017	2016
ANÁLISIS DE LIQUIDEZ	Liquidez general $\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,413	0,320
	Tesorería $\frac{\text{Realizable+Disponible}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,412	0,318
	Disponibilidad $\frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo corriente}}$	0,071	0,060
	Días de disponible de explotación $\frac{\text{Efectivo}}{\text{Pagos anuales explotación}} \times 365$	34,355	15,290
	F.M s/activo $\frac{\text{Fondo maniobra}}{\text{Activo}}$	-0,177	-0,126
	F.M s/pasivo corriente $\frac{\text{Fondo maniobra}}{\text{Pasivo corriente}}$	-0,587	-0,680

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

El *ratio de liquidez* presenta un valor muy reducido situándose por debajo del valor adecuado (1,50 se considera generalmente como adecuado) (Amat, Oriol, 2008), lo que es indicativo de un gran riesgo de que la Sociedad presente problemas de liquidez en el futuro, esto es, no pueda hacer frente a las obligaciones a corto plazo. Esto no hace más que ratificar la situación detectada anteriormente, revelando la existencia de un fondo de maniobra negativo y, por tanto, una aparente situación de suspensión de pagos técnica²⁵.

El *ratio de tesorería* también hace referencia a la situación de liquidez de la Sociedad pero no tiene en cuenta el peso de las existencias (Amat, Oriol, 2008). Como era previsible, su valor se sitúa por debajo de la unidad (1 se consideraría como valor adecuado), lo que denota problemas de liquidez que han sido mencionados anteriormente; además, la similitud de los valores de los ratios de liquidez general y tesorería indican el escaso peso que tienen las existencias en el activo corriente.

Respecto al *ratio de disponibilidad*, se encuentra por debajo de los valores adecuados (entre 0,2 y 0,3) lo que hace pensar que la Sociedad tendrá problemas para hacer frente a las deudas más inmediatas

²⁵ Si bien este término ha desaparecido del ordenamiento jurídico, la situación de suspensión de pagos técnica desde el punto de vista económico revela una situación de liquidez insuficiente identificada de las relaciones patrimoniales que muestra el balance, y que puede derivar o no en la solicitud y declaración judicial del concurso de acreedores, que deberá ser inscrito en el correspondiente Registro Mercantil.

con el efectivo disponible (Amat, Oriol, 2008). Como apunte positivo, señalar que se ha producido un incremento de efectivo en el ejercicio 2017, lo que ha llevado a que la situación de disponibilidad de la Sociedad haya mejorado respecto al ejercicio 2016 aunque sea todavía insuficiente.

Para complementar la información extraída del análisis del ratio de disponibilidad, analizaremos el *ratio de días de disponible de explotación*. Este ratio representa el número de días en que se podrán atender los pagos de explotación²⁶ con el efectivo existente (Amat, Oriol, 2008). En este ejercicio, la Sociedad puede hacer frente, con el efectivo existente, a 34 días de pagos de explotación por lo que aprecia un incremento en el número de días respecto al ejercicio anterior. Mediante este incremento experimentado en el efectivo, la Sociedad goza de mayores recursos para hacer frente a los pagos derivados de su actividad.

En cuanto al *ratio de fondo de maniobra sobre activo* y al *ratio de fondo de maniobra sobre pasivo*, el signo negativo del fondo de maniobra impide una adecuada interpretación de estos ratios, además se trata de un ratio muy sectorial por lo que se abordará más adelante cuando se haga la comparación con el resto de equipos de fútbol y se tenga más información. Únicamente se puede señalar que dicho fondo de maniobra negativo no parece excesivo en relación con las magnitudes del balance ya que representa un 17% y un 12% del activo total en 2017 y 2016 respectivamente.

En relación con el análisis horizontal, los valores de los ratios de liquidez experimentan una mejoría en el intervalo considerado (aunque todavía lejos de sus valores adecuados) como consecuencia de que tanto el activo corriente como el pasivo corriente se han visto incrementados en el último ejercicio aunque el incremento del activo corriente ha sido superior al del pasivo corriente. El realizable es la partida del activo corriente que presenta un mayor crecimiento debido al incremento de los créditos a entidades deportivas por traspaso de derechos federativos de jugadores a otros clubes, por lo que los ratios donde se tiene en cuenta el realizable (liquidez general y tesorería) han experimentado un crecimiento respecto al ejercicio anterior. Conjuntamente se ha producido un incremento en el efectivo lo que ha propiciado que el ratio de disponibilidad también haya mejorado levemente respecto al ejercicio anterior, aunque la Sociedad siga teniendo un problema grave de liquidez.

En cuanto al ratio de días de disponible de explotación apuntar una tendencia favorable en la evolución ya que la Sociedad ha doblado el número de días que puede hacer frente a los pagos anuales de explotación con el efectivo que tiene (ha pasado de 15 a 34 días).

El aumento del valor negativo del fondo de maniobra unido a la disminución del activo total ocasionan que el ratio de fondo de maniobra sobre el activo haya experimentado un crecimiento respecto al ejercicio anterior, pero como se ha comentado anteriormente, al ser su valor negativo, impide una adecuada interpretación.

²⁶ Se consideran pagos anuales de explotación las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias "Aprovisionamientos", "Gastos de personal", "Otros gastos de explotación" y "Otros resultados".

4.4. Análisis de la situación de endeudamiento

A través del estudio del endeudamiento de la Sociedad se puede determinar si la estructura financiera de la Sociedad es adecuada o no, es decir, si permite a los responsables de la Sociedad disfrutar de cierta independencia en la toma de sus decisiones o éstas se ven seriamente influenciadas por terceros.

Anteriormente ya se ha señalado el aparente exceso de nivel de endeudamiento de la Sociedad, siendo en su mayoría a largo plazo. A continuación, a través del método de los ratios, se ampliará esta perspectiva analizando el volumen y la calidad de la deuda, su carga financiera, su solvencia para hacer frente a las deudas y el coste de la deuda que asume la Sociedad en sus operaciones financieras con el propósito de realizar un diagnóstico de la situación de endeudamiento. Los valores de los ratios de endeudamiento calculados aparecen en la tabla 7:

Tabla 7. Ratios de endeudamiento Valencia C.F. Años 2016 y 2017

		2017	2016
ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO	Endeudamiento $\frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo}}$	0,817	0,768
	Autonomía $\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo}}$	0,224	0,303
	Solvencia $\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}}$	1,224	1,303
	Calidad de la deuda $\frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Pasivo}}$	0,369	0,242
	Gastos financieros s/ ventas $\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Ventas}}$	0,150	0,149
	Coste deuda $\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Pasivos con coste}}$	0,057	0,062
	Cobertura gastos financieros $\frac{\text{BAIL}}{\text{Gastos financieros}}$	0,085	-1,631

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

Se analiza en primer lugar y a través de los tres primeros ratios la cantidad de deuda de la Sociedad. El *ratio de endeudamiento* representa el total de la financiación ajena en la estructura financiera de la Sociedad. Cuanto mayor sea el valor arrojado por el ratio más descapitalizada será la Sociedad y tendrá pérdida de autonomía financiera. Suele ser aconsejable un valor del ratio comprendido entre 0,4 y 0,6. (Oller, 2010). El valor del ratio en 2017 denota un endeudamiento excesivo en cuanto a su cantidad, con una estructura financiera en la que predomina la financiación ajena (81%). Se trata, por tanto, de una situación claramente arriesgada. Dentro de la financiación ajena, más del 50%

corresponde a deuda a largo plazo, siendo ésta, principalmente, con las entidades financieras Bankia y CaixaBank.

En este mismo sentido se revela el *ratio de autonomía*. Este ratio expresa la relación que existe entre las fuentes de financiación propia y ajena de la Sociedad. El valor de este ratio experimenta una evolución contraria a la reflejada por el ratio de endeudamiento, es decir, incrementos de éste se corresponderán con reducciones de la autonomía financiera y viceversa. Los valores entre los que se considera adecuado que fluctúe oscilan entre 0,7 y 1,5, pudiéndose apreciar una baja autonomía en el ejercicio 2017. Por tanto, un mayor valor del ratio de endeudamiento implicará una menor autonomía financiera debido a que los propietarios de estos recursos ajenos podrán empezar a influir de forma clara en la toma de decisiones de la Sociedad.

Un endeudamiento excesivo no tiene por qué ser sinónimo de una situación financiera grave o comprometida para la Sociedad ya que, en ocasiones, ésta puede soportar una estructura financiera más arriesgada. Por ello, el estudio de la situación financiera debe complementarse con la capacidad que tiene la Sociedad para soportar la carga financiera derivada de su endeudamiento, el vencimiento de éste o la garantía que es capaz de ofrecer a sus acreedores.

El *ratio de solvencia* mide la capacidad que tiene la Sociedad para hacer frente, con la totalidad del activo, a sus deudas tanto a largo plazo como a corto plazo. El coeficiente refleja el valor del activo total (tanto corriente como no corriente) que le quedaría disponible a la Sociedad tras haber hecho frente con éste a la totalidad de las deudas contraídas. En definitiva, este ratio mide la “distancia a la quiebra²⁷” por lo que cuanto su valor sea más próximo a la unidad más cerca estará de la quiebra técnica y la Sociedad no podrá hacer frente a la totalidad de las obligaciones con los bienes y derechos que posea.

En el ejercicio 2017 se observa un ratio de solvencia superior a la unidad (1,224), lo que indica que por cada euro de deuda la Sociedad dispone de activos por valor contable de 1,224 euros para hacer frente a dicha obligación. A pesar de esto, el valor del ratio es cercano a la unidad, por tanto deberá vigilar su nivel de endeudamiento en ejercicios futuros.

El segundo aspecto a analizar hace referencia a la composición de la deuda. En este sentido, el *ratio de calidad de la deuda* hace referencia al grado de vencimiento de la misma ya que, desde el punto de vista de la exigibilidad, se considera de mejor calidad el endeudamiento a largo plazo, por lo que cuanto menor sea el coeficiente del ratio, menos exigible será la deuda y, por tanto, de mayor calidad en cuanto al plazo. Los valores calculados denotan una situación favorable respecto al vencimiento de la deuda, con un 37% del total de las deudas representadas en el ejercicio 2017 por pasivo corriente, aunque se observa que la calidad de la deuda ha disminuido de un ejercicio a otro.

Esta visión sobre la situación de endeudamiento debe completarse con un análisis de la carga financiera y la capacidad de la Sociedad para soportarla²⁸. El *ratio de gastos financieros sobre ventas*

²⁷ La “quiebra” era un procedimiento judicial actualmente desaparecido del ordenamiento jurídico. La situación técnica que revela el ratio de solvencia puede desembocar o no en un concurso de acreedores.

²⁸ Para realizar el cálculo de estos ratios requeriremos información contenida en la cuenta de pérdidas y ganancias en el apartado 1 (Importe neto de la cifra de negocios), en el resultado de explotación (BAII) y en el apartado 15 (Gastos financieros por deudas con terceros).

es un buen indicador de la carga financiera que soporta la Sociedad porque está expresada en relación con las ventas (importe neto de la cifra de negocios). Cuando el valor de dicho ratio es superior a 0,05 (los gastos financieros por deudas son superiores al 5% sobre el volumen de ventas), se considera que los gastos financieros son excesivos y se suele aconsejar un valor comprendido entre 0,04 y 0,05.

Los valores calculados arrojan que en el ejercicio 2017 la Sociedad presenta una carga financiera excesiva, situándose en el 15% respecto a la cifra de negocio. Aunque la cifra de negocio haya disminuido en 2017, no se ha traducido en una disminución del coeficiente del ratio (14,9% en el ejercicio 2016) debido a que la cifra de negocio ha disminuido en mayor cuantía que los gastos financieros por lo que en 2017 los gastos financieros tienen un mayor peso en la cifra de negocio.

Por otra parte, el *ratio de coste de la deuda* informa sobre el coste medio de la financiación ajena²⁹ que obtiene la Sociedad. Para complementar el análisis de este ratio es necesario comparar su coeficiente con el coste medio del dinero³⁰ durante el periodo considerado. La aproximación de su cálculo, así como la falta de referencias exactas hacen difícil una valoración precisa.

Por último, la posibilidad de afrontar o no los gastos derivados de la deuda (interés) depende en general de cada empresa. Por ello el *ratio de cobertura de gastos financieros* informa sobre la capacidad de la Sociedad para hacer frente a dichos gastos con el resultado de explotación. Su valor debe situarse por encima de la unidad. El ratio de cobertura de gastos financieros permite comprobar que en el ejercicio 2017 la Sociedad no goza de una cobertura favorable, tiene enormes dificultades para cubrir los gastos derivados de la deuda con el resultado de explotación. Como aspecto positivo, en este último ejercicio la Sociedad ha tenido un resultado de explotación positivo por lo que puede asumir una pequeña carga financiera.

A modo de resumen, se puede concluir una situación que revela una estructura financiera arriesgada, con unos niveles de endeudamiento elevados y una reducida autonomía financiera. La financiación ajena se compone mayoritariamente de deudas a largo plazo con coste por lo que la carga financiera que soporta la Sociedad es excesiva y genera un impacto negativo en sus resultados económicos, siendo insuficiente el resultado de explotación para hacer frente a estas cargas financieras.

En relación con el análisis horizontal, los ratios que hacen referencia a la *cantidad de la deuda* siguen la tendencia del ejercicio anterior. El ratio de endeudamiento sigue mostrando un endeudamiento excesivo y una estructura financiera arriesgada (incluso su coeficiente se ha incrementado) debido la reducción experimentada en el patrimonio neto como consecuencia de los resultados negativos de ejercicios anteriores y del incremento de las deudas a corto plazo. El ratio de autonomía complementa lo comentado anteriormente y refleja una reducción de la autonomía financiera en el último ejercicio. La evolución del ratio de solvencia arroja que la Sociedad cada vez tiene menos margen para hacer frente, con la totalidad de su activo, a sus deudas tanto a largo como a corto plazo. La reducción del activo total y el incremento de las deudas explican la reducción de este ratio en 2017.

²⁹ Se considera deuda con coste la integrada por las partidas: "Deudas con entidades de crédito a l/p", "Otros pasivos financieros a l/p", "Deudas con empresas del grupo y asociadas a l/p", "Deudas con entidades de crédito a c/p", "Otros pasivos financieros a c/p" y "Deudas con empresas del grupo y asociadas a c/p". Por otra parte, los gastos financieros corresponden a la partida "Gastos financieros".

³⁰ Para la comparación del coste medio del dinero con el coste medio de la deuda se han utilizado los datos recogidos en la página web: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest21.html>

En cuanto al ratio que hace referencia a la *composición de la deuda*, la evolución del ratio de calidad de la deuda arroja que la calidad de la deuda, en lo que al plazo se refiere, sigue siendo buena ya que mayoritariamente es a largo plazo aunque, en este último ejercicio, esta calidad se ha visto reducida como consecuencia del incremento del volumen de deudas a corto plazo (incremento de las provisiones y de las deudas con entidades de crédito).

Por último, de la evolución de los ratios correspondientes a la *carga financiera* se pueden extraer diversas conclusiones. Los gastos financieros en relación con las ventas siguen siendo excesivos por lo que la Sociedad deberá intentar solucionar este apartado mediante el incremento de la cifra de negocios o la reducción de los gastos financieros. En cuanto al ratio de cobertura de gastos financieros, la Sociedad ha pasado de no poder asumir ninguna carga financiera en 2016 por tener el resultado de explotación negativo (en 2016 el coeficiente de este ratio era negativo) a poder asumir una pequeña cantidad aunque, eso sí, insuficiente, debido al reducido resultado de explotación y a los excesivos gastos financieros.

4.5. Análisis de la política de inversión-financiación

El análisis de este punto servirá para determinar los elementos en los que la Sociedad ha invertido y qué recursos ha utilizado para ello. De este modo se podrá concluir sobre lo adecuado o no de la política de inversión-financiación y sobre su equilibrio.

Para obtener conclusiones el estudio se basará en el análisis del “Estado de origen y Aplicación de Fondos” (EOAF), que permite detectar las variaciones que se han producido en las partidas del balance durante el periodo considerado (ejercicio 2017). Los resultados que arroje dicho estado contable permitirán responder a cuestiones sobre el tipo de inversiones que ha efectuado la Sociedad, la financiación que ha utilizado y si existe un equilibrio entre las inversiones realizadas y la financiación utilizada (Marí Vidal, Sergio, Mateos Ronco, Alicia, Polo Garrido, Fernando, 2013).

La elaboración del EOAF supone partir de la descomposición del balance en las mismas masas patrimoniales que se han utilizado para el análisis de la situación patrimonial, incluyendo además, la autofinanciación³¹ de la Sociedad. Es preciso recordar que en el balance los inmovilizados intangibles, materiales e inversiones inmobiliarias se reflejan por su valor contable³² por lo que la información sobre la amortización acumulada debe buscarse en la memoria de las cuentas anuales.

Las correspondientes notas de la memoria del Valencia CF revelan la siguiente información:

³¹ La autofinanciación está constituida por el resultado del ejercicio más la amortización del periodo.

³² El valor contable refleja su precio de adquisición o coste de producción menos la correspondiente amortización acumulada y, en su caso, las correcciones valorativas por deterioro.

Tabla 8. Información Amortización Acumulada Valencia C.F.

	Amortización acumulada (euros)	
	2017	2016
Inmovilizado intangible	89.105.000,00	79.342.000,00
Inmovilizado material	38.478.000,00	26.986.000,00
TOTAL	127.583.000,00	106.328.000,00

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

La tabla 9 muestra (en euros) las variaciones experimentadas en el balance de la Sociedad en el ejercicio 2017, respecto al ejercicio 2016:

Tabla 9. Variación en términos absolutos masas patrimoniales 2016 – 2017. Valencia CF

ACTIVO	2017	2016	Variación
No corriente	533.335.000,00	559.700.000,00	-26.365.000,00
Existencias	186.000,00	220.000,00	-34.000,00
Realizable	47.571.000,00	23.125.000,00	24.446.000,00
Efectivo	9.942.000,00	5.382.000,00	4.560.000,00
TOTAL	591.034.000,00	588.427.000,00	2.607.000,00
P.NETO Y PASIVO			
Patrimonio Neto	111.964.000,00	112.051.000,00	-87.000,00
Pasivo no corriente	238.898.000,00	280.403.000,00	-41.505.000,00
Pasivo corriente	139.741.000,00	89.645.000,00	50.096.000,00
Resultado ejercicio	-27.152.000,00		-27.152.000,00
Amortización	127.583.000,00	106.328.000,00	21.255.000,00
TOTAL	591.034.000,00	588.427.000,00	2.607.000,00

Fuente: Elaboración propia.

Y a partir de las variaciones anteriores es posible obtener el EOAF del ejercicio 2017 y proceder a su análisis:

Tabla 10. Estado EOAF Valencia C.F. Año 2017

Euros	Aplicación	Euros	Origen
87.000,00	Patrimonio Neto	26.365.000,00	Activo no corriente

Euros	Aplicación	Euros	Origen
41.505.000,00	Pasivo no corriente	21.255.000,00	Amortización
27.152.000,00	Resultado		
		-21.124.000,00	Δ F.M.
24.446.000,00	Realizable	34.000,00	Existencias
4.560.000,00	Efectivo	50.096.000,00	Pasivo corriente
		-21.124.000,00	Δ F.M.
97.750.000,00	Total Aplicaciones	97.750.000,00	Total Orígenes

Fuente: Elaboración propia.

La política de inversión-financiación seguida por la Sociedad en 2017 no ha sido adecuada y ha venido marcada por las pérdidas obtenidas en el ejercicio. En los orígenes y aplicaciones a largo plazo se observa que los fondos generados a partir de la desinversión de activos no corrientes suponen más de la mitad de los orígenes a largo plazo (ésta desinversión se ha llevado a cabo a través del traspaso de jugadores). El resto de orígenes a largo plazo lo conforma un elemento de la autofinanciación, las amortizaciones. En cuanto a las aplicaciones a largo plazo destaca la variación negativa del pasivo no corriente (como consecuencia de la disminución de las deudas con entidades de crédito a largo plazo y a la reducción de las provisiones a largo plazo) y el resultado negativo del ejercicio, por lo que la Sociedad no ha podido autofinanciarse con el resultado del ejercicio.

La variación del fondo de maniobra calculada a partir de orígenes y aplicaciones a corto plazo es la misma, pero se debe estudiar los orígenes y aplicaciones de forma individual. Se han originado fondos por el incremento de las deudas a corto plazo (suponen más de la mitad de los orígenes tanto a largo plazo como a corto plazo) debido a las provisiones por contingencias por el expediente de ayuda del Instituto Valenciano de Finanzas, a las contingencias fiscales y al incremento de las deudas con entidades de crédito. En cuanto a las aplicaciones a corto plazo, destaca el incremento del realizable (como consecuencia del aumento de los créditos concedidos a entidades deportivas) y al incremento de tesorería.

Determinada la política de inversión-financiación de la Sociedad en el ejercicio 2017, conviene señalar si ésta ha sido equilibrada. Se entiende que será equilibrada cuando lleve (o mantenga) a la Sociedad a un equilibrio económico-financiero, esto es que su fondo de maniobra sea positivo. La política de inversión-financiación ha generado una variación negativa del fondo de maniobra en el ejercicio 2017 superior a los 20 millones de euros, por lo que se puede calificar como una política desequilibrada debido a que en el ejercicio anterior el fondo de maniobra ya era negativo y en este ejercicio la variación ha sido negativa lo que ha disminuido aun más el fondo de maniobra, por tanto, los orígenes de fondos generados a largo plazo son incapaces de financiar las aplicaciones a largo plazo. Por su parte, las aplicaciones a corto plazo han crecido a un ritmo inferior que los orígenes a corto plazo.

Por último, para concluir el análisis del EOAF, se define cómo afecta esta política a la situación económico-financiera. La Sociedad partía de un fondo de maniobra negativo en el ejercicio 2016. La variación negativa experimentada por el fondo de maniobra en 2017 (consecuencia de la política de

inversión-financiación) aleja más a la Sociedad del equilibrio económico-financiero que en el ejercicio anterior ya que dicho fondo de maniobra continúa teniendo signo negativo.

La desinversión llevada a cabo en el activo no corriente ha supuesto que la Sociedad, en el ejercicio 2017, no haya experimentado un crecimiento patrimonial. Las variaciones positivas experimentadas por los elementos de activo corriente (realizable y efectivo) han sido insuficientes para experimentar éste crecimiento.

La disminución del endeudamiento a largo plazo no parece representar un aspecto positivo para la Sociedad debido a que la disminución no se ha producido por ausencia de deuda, si no que ha habido una reclasificación de la deuda cuyo vencimiento, en este periodo, es inferior a un año.

El endeudamiento a corto plazo ha supuesto el principal origen de fondos en el periodo (más de la mitad) lo que supone un problema grave para la Sociedad ya que se trata de una financiación con coste.

Por todos estos motivos parece adecuado concluir que la política de inversión-financiación no ha sido adecuada para la situación económico-financiera de la Sociedad.

4.6. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias

Una vez obtenida una visión genérica de la situación del Valencia CF a través de la información contenida en el balance, se analizará el aspecto económico, que desvelará cómo ha generado sus resultados la Sociedad. El diagnóstico que a continuación se abordará permite evaluar cuestiones referidas a la evolución de conceptos (ver tabla 11) como la cifra de ventas, el margen bruto, el EBITDA³³, el valor añadido o los distintos tipos de ingresos y gastos atendiendo a su naturaleza, así como la mayor o menor incidencia de éstos sobre el resultado final obtenido.

4.6.1. Cuenta de pérdidas y ganancias preparada para el análisis

Para su estudio resulta de utilidad reorganizar la información confeccionando la cuenta de pérdidas y ganancias preparada para el análisis. En su elaboración se han realizado las siguientes suposiciones:

- INCN: se ha tomado la partida “importe neto de la cifra de negocios³⁴”.
- Coste de ventas: se ha tomado el valor de los “aprovisionamientos” y la “variación de existencias de productos terminados y en curso”.
- Otros gastos de explotación: se ha tomado la partida de “otros gastos de explotación”, la partida “otros resultados” y la partida “resultado por enajenaciones y otras de inmovilizado”.

³³ “Earnings before interest, tax, depreciation and amortization”.

³⁴ El importe neto de la cifra de negocios incluye los ingresos por competiciones, por abonados y socios, por retransmisión y por comercialización y publicidad.

- Otros ingresos de explotación: se ha tomado la partida de “otros ingresos de explotación”, la partida de “resultado de enajenaciones y otras de jugadores” y la partida de “imputación de subvenciones de inmovilizado no financieras”.
- Gastos de personal: se ha tomado la partida de “Gastos del personal”.
- Amortización y deterioro: se ha tomado la partida de “Amortización del inmovilizado” y la partida de “Deterioro y pérdidas”.
- Ingresos financieros: se ha tomado la partida de “Ingresos financieros”.
- Gastos financieros: se ha tomado la partida “Gastos financieros”.
- Otros ingresos y gastos financieros: se ha tomado la partida de “Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros” y la partida “Diferencias de cambio”.
- Impuesto sobre beneficios: se ha tomado la partida “Impuestos sobre el beneficio”.

La tabla 11 recoge la cuenta de resultados en los dos ejercicios considerados. Además se ha incluido el cálculo de los ratios de expansión (tabla 12) de cada uno de los resultados intermedios, obtenidos como el cociente entre el correspondiente resultado del ejercicio 2017 y el del ejercicio anterior.

Tabla 11. Cuenta de Pérdidas y Ganancias Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	2017		2016	
	euros	%	euros	%
INCN	97.006.000,00	100,00	107.952.000,00	100,00
(-) Coste de ventas	-1.363.000,00	-1,41	-1.519.000,00	-1,41
Margen Bruto	95.643.000,00	98,59	106.433.000,00	98,59
(-) Otros gastos explot.	-26.096.000,00	-26,90	-48.090.000,00	-44,55
(+) Otros ingresos explot.	71.588.000,00	73,80	40.849.000,00	37,84
Valor añadido bruto	141.135.000,00	145,49	99.192.000,00	91,89
(-)Gastos de personal	-78.062.000,00	-80,47	-77.062.000,00	71,39
EBITDA	63.073.000,00	65,02	22.130.000,00	20,50
(-)Amortización	-52.398.000,00	-54,02	-48.436.000,00	-44,87
(-) Deterioro	-9.445.000,00	-9,74		
BAII	1.230.000,00	1,27	-26.306.000,00	-24,37
(+) Ingresos financieros	11.982.000,00	12,35	5.378.000,00	4,98
(-) Gastos financieros	-14.556.000,00	-15,01	-16.133.000,00	-14,94
Otros ingresos y gastos financieros	-11.505.000,00	-11,86	-202.000,00	-0,19

BAI	-12.849.000,00	-13,25	-37.263.000,00	-34,52
(-) Impuesto beneficio	-14.303.000,00	-14,74	5.819.000,00	5,39
Resultado ejercicio	-27.152.000,00	-27,99	-31.444.000,00	-29,13

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

Tabla 12. Ratios de expansión. Valencia C.F. Años 2016 y 2017

Ratios de expansión	
Expansión INCN	0,8986
Expansión Margen Bruto	0,8986
Expansión Valor Añadido Bruto	1,4228
Expansión EBITDA	2,8501
Expansión BAI ³⁵	0,0467
Expansión BAI	0,3448
Expansión Pérdidas	0,8635

Fuente: Elaboración propia.

Según se desprende de los datos de la tabla 12, se observa una reducción del importe neto de la cifra de negocios en el ejercicio 2017 del 11% respecto al ejercicio anterior. La reducción se debe principalmente a la disminución en los ingresos por competiciones (éstos se redujeron un 82%) debido a que el Valencia C.F. no disputó competición europea durante el ejercicio 2017 mientras en el ejercicio anterior sí la disputó. La disminución del importe neto de la cifra de negocios se ha visto suavizado por el incremento en los ingresos por retransmisión (se ha producido un incremento del 40%) explicado por el nuevo reparto televisivo existente en la liga española. Sin embargo, esta reducción no se ha traducido en un incremento de las pérdidas, lo que justifica un análisis detallado de los resultados intermedios.

La comparación de los ratios de expansión de ventas (0,8986) y de la expansión de las pérdidas (0,8635), indican una mejora de eficiencia en la gestión económica de la empresa, dado que una menor cifra de negocio se ha materializado en un reducción de las pérdidas.

La reducción que ha experimentado el Margen Bruto³⁶ (MB) ha sido idéntica a la reducción del importe de la cifra de negocio. Los costes de venta, esto es, el coste de los bienes que la Sociedad ha vendido en el ejercicio³⁷ (gastos de naturaleza variable) han mantenido su escaso peso en relación a la cifra de negocio (no llegan al 2%) lo que conlleva a unos márgenes brutos muy elevados (el 98% de las ventas) y a que la Sociedad pueda absorber otros gastos.

³⁵ Para el cálculo del BAI de 2017 se han tomado en valor absoluto puesto que un valor es negativo.

³⁶ El margen bruto recoge la influencia de los factores puramente comerciales, como son las unidades vendidas, los precios de venta, las cantidades consumidas y los precios de compra.

³⁷ El coste de los bienes vendidos es el consumo de dichos bienes: consumo de material deportivo, consumo de medicamentos y material sanitario, consumo de material para propaganda, consumo de material de oficina y consumo de otros aprovisionamientos. Información extraída de la memoria de las cuentas anuales del Valencia CF.

En referencia al Valor Añadido Bruto³⁸ (VAB) se observa que su importe es superior incluso al importe neto de la cifra de negocios. Cabe destacar que respecto al ejercicio anterior se ha experimentado un crecimiento entorno al 40% debido principalmente a dos factores: por un lado, la reducción en los gastos de explotación como consecuencia de la reducción de los gastos excepcionales³⁹ (en el ejercicio anterior se contabilizó la totalidad de la provisión por la multa con la UE, véase nota 7) y por otro lado el incremento de los ingresos de explotación derivado del beneficio obtenido por la enajenación y rescisión de derechos federativos de jugadores (en el ejercicio 2017 se ha producido un beneficio de 70.065 miles de euros, el doble que en el ejercicio anterior). Con todo ello, la riqueza generada por la Sociedad se sitúa por encima del importe neto de la cifra de negocios, por lo que este resultado debería permitir la retribución de los trabajadores, acreedores y administración tributaria y la obtención de un beneficio neto, pero la Sociedad sigue cosechando pérdidas.

Siguiendo la tendencia anteriormente descrita por el VAB, el resultado operativo o EBITDA del ejercicio 2017 ha experimentado un crecimiento y supone casi el triple (2,85) respecto al ejercicio anterior. La explicación radica en que la Sociedad tiene en este ejercicio un VAB superior en comparación con el ejercicio anterior y aunque el gasto de personal representa el mayor concepto de gasto de su cuenta de resultados, éste se ha mantenido constante en los dos ejercicios, lo que conlleva seguir la tendencia de crecimiento.

En relación con el resultado de explotación o BAII, debido a que la Sociedad presenta un VAB y un EBITDA elevados en relación con el importe neto de la cifra de negocios, su valor en este ejercicio es positivo a diferencia del ejercicio anterior que fue negativo. Durante este periodo se han incrementado las amortizaciones y además se ha procedido a contabilizar una corrección valorativa por deterioro como consecuencia de un traspaso. Con todo ello cabe destacar que aunque su evolución ha sido favorable y en este ejercicio el resultado de explotación es positivo, éste solo supone el 1,27% del importe neto de la cifra de negocios. El signo positivo de este resultado en este ejercicio revela que la Sociedad es capaz de cubrir los gastos con el margen comercial generado.

En cuanto al beneficio antes de impuestos (BAI), los gastos financieros son superiores a los ingresos financieros en el último ejercicio por lo que sigue la tendencia del ejercicio anterior. Esto arroja un resultado financiero negativo y en consecuencia que se pase de tener un BAII positivo a tener un BAI negativo que ocasiona las pérdidas en el ejercicio 2017. Aunque en los dos ejercicios analizados el BAII sea negativo, en comparación con el ejercicio anterior, las pérdidas se han visto reducidas un 66% (ver tabla 8).

Cabe señalar que los gastos financieros que soporta la Sociedad son excesivos (como se vio en el análisis de endeudamiento anteriormente) ya que, en el último ejercicio han supuesto el 15% en relación a la cifra de negocio (en el ejercicio anterior también supusieron un 15% siendo la cifra de

³⁸ El valor añadido bruto representa el aumento de la riqueza generada por la empresa durante un periodo y es el resultado que debe permitir retribuir a los diferentes participantes de la actividad empresarial: trabajadores (salarios), administración (tributos) y propietarios (dividendos), e incluso generar autofinanciación.

³⁹ Los gastos excepcionales hacen referencia principalmente a la provisión correspondiente al expediente recibido de la Comisión Europea referente a las ayudas del Estado.

negocio fue superior). Además, la Sociedad ha registrado correcciones valorativas⁴⁰ por deterioro de las inversiones que tiene en “Litoral del Este S.L.U”, así como, del valor de la participación de la sociedad dependiente “Tiendas Oficiales S.L.U”. Como aspecto positivo se tiene el incremento de los ingresos financieros que suaviza el efecto de los gastos financieros aunque son insuficientes para arrojar un resultado financiero positivo.

Finalmente, el resultado del ejercicio presenta saldo negativo lo que lleva a la Sociedad a obtener pérdidas en el ejercicio (como ya sucedió en el ejercicio anterior), aunque en 2017 se ha experimentado una reducción de las pérdidas (éstas se han visto reducidas un 14%) que indican una situación de mejoría respecto al ejercicio anterior aunque la Sociedad lleva acumulando varios ejercicios consecutivos con pérdidas.

A modo de resumen se podría señalar, en cuanto a la situación económica, que una reducción de la cifra de negocios no se ha materializado en un incremento de las pérdidas debido a un incremento de los ingresos de explotación y a la reducción de los gastos de explotación lo que ha propiciado un incremento del valor añadido bruto y un resultado de explotación positivo, sin embargo se ha seguido la tendencia del ejercicio anterior y el resultado financiero ha sido negativo lo que ha propiciado que hayan pérdidas en el ejercicio. Entre las partidas de gastos sobresalen especialmente los gastos de personal⁴¹ y el gasto por amortizaciones y en menor medida los gastos financieros.

Por último, para complementar el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias, se procede a calcular el punto de equilibrio de la Sociedad en ambos ejercicios de manera orientativa debido a la dificultad de catalogar algunos costes. El punto de equilibrio será aquel en el cual la cifra de ventas cubra la totalidad de los gastos. Para determinar éste punto, se necesita conocer los costes fijos, los costes variables y la cifra de negocio.

Tabla 13. Punto de equilibrio Valencia C.F. Años 2016 y 2017

		2017	2016
Umbral de	Costes fijos ⁴²	100.082.000,00	96.689.000,00
	Costes variables ⁴³	2.486.000,00	3.564.000,00

⁴⁰ A 30 de junio se han registrado correcciones valorativas por deterioro por importe de 3.878 miles de euros. Además, como consecuencia del patrimonio negativo de la sociedad dependiente “Litoral del Este S.L.U”, la Sociedad ha deteriorado la totalidad de su valor neto contable y ha dotado una provisión adicional por importe de 7.337 miles de euros cuyos impactos han sido recogidos en el epígrafe: “Deterioro y resultado por enajenación de instrumentos financieros”.

⁴¹ Según se desprende del punto 18.1 de la memoria, la plantilla está compuesta por 392 trabajadores repartidos entre personal deportivo (jugadores y técnicos asciende a 228 trabajadores) y personal no deportivo (164 trabajadores). En el ejercicio 2016 se emplearon a 407 trabajadores (245 trabajadores de personal deportivo y 162 de personal no deportivo).

⁴² Para el cálculo de los costes fijos se han cogido las siguientes partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias: “gastos de personal”, “servicios exteriores”, “tributos” y “otros gastos de gestión corriente”.

⁴³ Para el cálculo de los costes variables se han cogido las siguientes partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias: “coste de ventas” y “desplazamientos”.

rentabilidad	Cifra de negocio	97.006.000,00	107.952.000,00
	Punto de equilibrio <i>Costes fijos</i> $1 - \frac{\text{Costes variables}}{\text{Cifra de negocio}}$	102.714.287,90	99.990.141,86

Fuente: Elaboración propia.

Según se desprende de la tabla 13, el punto de equilibrio en el ejercicio 2017 es superior a la cifra de negocio por lo que la Sociedad no es capaz de hacer frente a los gastos con su cifra de negocio. Debido al efecto positivo que ha tenido la partida “otros ingresos de explotación” en el resultado de explotación, éste ha acabado siendo positivo por un margen muy reducido, sin embargo, como la carga financiera es tan elevada ocasiona que la Sociedad coseche pérdidas.

Si en 2017 la cifra de negocio no fue suficiente para hacer frente a la totalidad de los gastos, en 2016 la situación fue distinta. La cifra de negocio en el ejercicio 2016 fue superior al punto de equilibrio por lo que cabría esperar que la Sociedad hubiera obtenido ganancias, sin embargo, los gastos ajenos a la actividad como fueron las contingencias por recibir ayudas estatales fueron clave para que el resultado de explotación fuese negativo y con ello, el resultado del ejercicio.

En cuanto a la evolución de los costes fijos y variables, se observa un incremento del 3,5% en los costes fijos en el último ejercicio como consecuencia del incremento de los gastos de personal y de los servicios exteriores. En cambio, los costes variables han experimentado una reducción del 31% como consecuencia de la reducción de los desplazamientos realizados.

4.6.2. Análisis de Rotación de activos

Uno de los aspectos a considerar en el análisis económico-financiero son los ratios de rotación de sus activos. Para ello se utilizan los denominados ratios de rotación de activos, que permiten analizar el rendimiento o productividad que se obtienen de los mismos.

Tabla 14. Ratios rotación de activos Valencia C.F. Años 2016 y 2017

		2017	2016
Análisis de la rotación de activos	Rotación activo $\frac{INCN}{Activo\ total}$	0,209	0,224
	Rotación activo no corriente $\frac{INCN}{Activo\ no\ corriente}$	0,239	0,238
	Rotación activo corriente $\frac{INCN}{Activo\ corriente}$	1,681	3,758
	Rotación clientes $\frac{INCN}{Saldo\ clientes}$	2,673	6,355
		2017	2016

	Rotación existencias	$\frac{\text{Ventas (precio coste)}}{\text{Existencias}}$	7,328	6,905
--	-----------------------------	---	-------	-------

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

No existe para dichos ratios un intervalo óptimo ya que lo deseable es que su valor sea lo más elevado posible. Esto significará que la Sociedad, con menor inversión en activos es capaz de conseguir una mayor cifra de negocio. Se desprende de la tabla 14 una disminución en los valores de los ratios de rotación excepto en del activo no corriente y en el de existencias.

Se observa que la productividad del activo total de la Sociedad es inferior a la del ejercicio anterior debido a la reducción del ratio de rotación de activo como consecuencia de una disminución conjunta tanto del activo total como de la cifra de negocios. En la disminución del activo total ha sido determinante la reducción del activo no corriente ya que el activo corriente sí ha experimentado un crecimiento. La reducción de la cifra de negocios ha estado causada por la disminución de los ingresos por competiciones.

En el caso de la rotación del activo no corriente, aunque se haya mencionado que ha habido una disminución en el activo no corriente y de la cifra de negocios, se observa que el valor de este ratio se mantiene prácticamente constante en los dos ejercicios. Como ya se ha señalado, la disminución del activo no corriente se debe a una desinversión en el inmovilizado intangible deportivo (en la partida de derechos de adquisición de jugadores).

En cuanto al activo corriente, es menos productivo debido a que el incremento de éste no se ha traducido en un incremento de la cifra de negocios. El incremento del activo corriente no está encaminado a conseguir un incremento de la cifra de negocios de forma inminente ya que éste incremento se ha producido como consecuencia de que la Sociedad tiene un mayor derecho de cobro sobre los deudores y las entidades deportivas.

El ratio de rotación de clientes experimenta una reducción en su rendimiento en el último ejercicio como consecuencia del efecto conjunto de una reducción de la cifra de negocio y un incremento en el saldo de deudores comerciales y entidades deportivas. Esta disminución en el ratio supone que la Sociedad tarda más en cobrar de los clientes (como se verá en el análisis del fondo de maniobra) reduciendo así su frecuencia de recuperación de las cuentas a cobrar.

En relación con el ratio de rotación de existencias, su incremento no se debe a tener unos costes de ventas superiores sino a una reducción de las existencias (alrededor del 15%) en el último ejercicio.

4.6.3. Análisis de la rentabilidad económica y financiera

Uno de los aspectos más significativos en el análisis de la situación económica y financiera es el estudio de su rentabilidad, tanto económica como financiera, que permite relacionar el resultado generado con lo que se ha precisado para generarlo.

La *rentabilidad económica* o rendimiento (ROA) relaciona el beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) con el activo total y permite analizar la evolución de los factores que inciden en la productividad del activo de la Sociedad, por ello, a mayor rentabilidad, más productivo es el activo, con independencia de cómo se haya financiado éste.

La *rentabilidad financiera* (ROE) relaciona el beneficio neto obtenido con los capitales propios, es decir, mide el beneficio generado en relación a la inversión de los propietarios. A medida que el valor del ratio sea mayor, mejor será la rentabilidad financiera ya que se cubrirán las expectativas de los inversores. Para un mejor análisis, la rentabilidad financiera se descompondrá en otros ratios más elementales, según el método de Pares (Gironella Masgrau, Emilio, 2015, pp 71-91).

Los valores de la rentabilidad económica y su descomposición se recogen en la tabla 15:

Tabla 15. Rentabilidad económica Valencia C.F. Años 2016 y 2017

		2017	2016
ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA	Rotación activo $\frac{Ventas}{Activo\ total}$	0,2093	0,2239
	Margen ventas $\frac{BAII}{Ventas}$	0,0127	-0,2437
	Rentabilidad económica $\frac{BAII}{Activo\ total}$	0,0027	-0,0546

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

La rentabilidad económica de la Sociedad en el ejercicio 2017 se ha situado en el 0,27%, una cifra superior si la comparamos con la del ejercicio 2016 que fue negativa. La obtención de una rentabilidad económica positiva asegura una cierta productividad a los activos de la Sociedad, aunque, en este caso, no parece ser suficiente. Para determinar si la productividad de la Sociedad es suficiente o no, se debe llevar a cabo una comparación con las rentabilidades medias de otros equipos de fútbol (esto se verá más adelante en el apartado análisis del sector).

Para extraer conclusiones de forma más concisa, se ha procedido a descomponer la rentabilidad económica en dos conceptos: la rotación del activo y el margen de ventas. Se puede apreciar que en 2017 una baja rotación del activo y un bajo margen de ventas ocasionan una reducida rentabilidad económica. El elevado activo no se traduce en un elevado importe de la cifra de negocio por lo que la rotación es reducida y ocasiona un bajo rendimiento en la productividad de los activos. En cuanto al margen de ventas, los elevados costes que afronta la Sociedad ocasionan un BAII muy reducido en relación con el importe de la cifra de negocios y producen este margen reducido.

Si la Sociedad pretende mejorar la rentabilidad económica en el futuro, deberá llevar a cabo acciones que mejoren la rotación del activo o el margen de ventas. Si pretende incrementar la rotación del activo, deberá incrementar el importe de la cifra de negocios (por ejemplo, incrementando sus ingresos por competiciones clasificándose para la UEFA Champions League de la próxima temporada). Si por el contrario, pretende centrarse en el margen de ventas, puede llevar a cabo una política de reducción de costes que ocasione un incremento del BAII.

Por otra parte, la productividad de los activos debe ser, al menos, superior al coste medio de la financiación (ratio coste de la deuda), ya que siempre que el valor de la rentabilidad económica sea superior a éste, el beneficio obtenido será suficiente para atender el coste de la financiación. En este sentido, el valor de la rentabilidad económica refleja que el coste de la deuda (5,7%) es superior al rendimiento que se obtiene del activo. Esto indica que, por cada euro que la Sociedad invierte en

activo, éste arroja un resultado positivo pero inferior a los intereses que se tienen que pagar para poder invertir.

En relación con la evolución de la rentabilidad económica, se observa que ésta pasa de ser negativa en el ejercicio 2016 a ser positiva en 2017. Que la rentabilidad económica en 2016 tuviese signo negativo era consecuencia de que el BAII fuese negativo lo que ocasionaba tener un margen de ventas negativo. En este ejercicio, al tener un BAII de signo positivo, ocasiona que exista un margen de ventas positivo que se traduce en una rentabilidad económica superior a cero. Cabe destacar la disminución del ratio de rotación del activo (reducción del 7%) que se traduce en una pérdida de la productividad del activo utilizado por la Sociedad. La pérdida de productividad se debe a una reducción del importe de la cifra de negocios superior a la experimentada por el activo total.

Los valores de la rentabilidad financiera y su descomposición por el método de Pares (Gironella Masgrau, Emilio, 2015, pp 71-91) se recogen en la tabla 16:

Tabla 16. Rentabilidad financiera Valencia C.F. Años 2016 y 2017

		2017	2016
ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA	Rotación activo $\frac{Ventas}{Activo\ total}$	0,2093	0,2239
	Margen ventas $\frac{BAII}{Ventas}$	0,0127	-0,2437
	Apalancamiento financiero $\frac{Activo}{PN} \times \frac{BAI}{BAII}$	-57,0835	6,0946
	Efecto fiscal $\frac{B^o\ Neto}{BAI}$	2,1132	0,8438
	Rentabilidad financiera $\frac{B^o\ Neto}{Patrimonio\ Neto}$	-0,3201	-0,2806

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

Se puede apreciar en la tabla 16 que la rentabilidad financiera en los dos ejercicios analizados es negativa. Esto es consecuencia directa de las pérdidas sufridas por la Sociedad en ambos ejercicios analizados. La valoración que puede hacerse es claramente desfavorable, tanto por la elevada rentabilidad negativa como por el riesgo que presenta. Con la finalidad de completar esta perspectiva es conveniente analizar el efecto del resto de factores para determinar cómo influyen en la rentabilidad financiera de la Sociedad.

Sobre la rotación del activo y el margen de ventas ya se ha realizado un análisis anteriormente en la rentabilidad económica por lo que se va a proceder al análisis del resto de factores que componen la rentabilidad financiera para completar su estudio.

En relación con el apalancamiento financiero⁴⁴, éste es favorable si el uso de la deuda permite incrementar la rentabilidad financiera. Esto se produce cuando el valor del ratio es superior a la unidad. Se observa que en 2017 el apalancamiento financiero es negativo como consecuencia de que

⁴⁴ El apalancamiento financiero relaciona la deuda (pasivo) con los gastos financieros que ocasiona.

la Sociedad tiene un BAI negativo. La Sociedad presenta un BAII reducido en 2017 y no puede hacer frente a la totalidad de las cargas financieras por deudas con terceros con los ingresos financieros y con el resultado de explotación lo que provoca que el BAI sea negativo, originando un apalancamiento financiero de carácter negativo. Por tanto, un incremento de la deuda no es favorable para la rentabilidad financiera de la Sociedad.

Un análisis alternativo que llevaría a las mismas conclusiones sobre el apalancamiento financiero sería comparar el coste de la deuda con el rendimiento del activo. Si el coste de la deuda es superior al rendimiento del activo, el apalancamiento financiero no es favorable. Como se comentó anteriormente, el coste de la deuda era de 5,7% mientras que el rendimiento del activo era de 0,27%, por lo que sigue siendo desfavorable el incremento de la deuda. Además, dado que la Sociedad presenta unos niveles de endeudamiento elevados y que dicho endeudamiento supone una carga para sus resultados en la cuenta de pérdidas y ganancias, un mayor endeudamiento supondría un problema en la situación económico-financiera de la Sociedad.

El efecto fiscal para el año 2017 tiene que analizarse con cuidado puesto que el BAI es negativo. Un valor superior a uno indica que los impuestos hacen menor el resultado, es decir, incrementan las pérdidas puesto que presenta gasto por impuesto⁴⁵.

En cuanto a la evolución experimentada por la rentabilidad financiera, ésta refleja un incremento negativo, pasando de -28% en 2016 a -32% en 2017. Este incremento negativo se debe a una reducción superior del patrimonio neto (debido a los resultados negativos de ejercicios anteriores) en comparación con la reducción experimentada por las pérdidas. Visto de otro modo, el incremento del nivel de endeudamiento (77% en 2016 y 81% en 2017) ha propiciado un incremento negativo de la rentabilidad financiera.

Respecto a la evolución de los factores, destacar la evolución del apalancamiento financiero y el efecto fiscal. En 2016, la Sociedad presentaba un apalancamiento financiero positivo y superior a uno. A pesar de que su valor era superior a uno, tanto el BAI como el BAII eran negativos, lo que propiciaba que el componente BAI/BAII fuese positivo y por tanto, presentase un apalancamiento financiero positivo. En cambio, en 2017, como la Sociedad presenta un BAII positivo, este componente se torna negativo ya que el BAI continúa siendo negativo por lo que el apalancamiento financiero ahora es negativo. Por tanto, esto lleva a concluir que la utilización de deuda como fuente de financiación no permite a la Sociedad apalancarse financieramente e incrementar su rentabilidad financiera.

Por lo que respecta al efecto fiscal, hay que tener en cuenta que en los dos ejercicios, la Sociedad presenta un BAI negativo por lo que es difícil extraer conclusiones. La Sociedad ha compensado bases impositivas negativas en 2017 que han supuesto un gasto por impuesto que incrementa las pérdidas del ejercicio. En cambio, en 2016, las diferencias temporarias tanto del activo como del pasivo diferido originaron un menor gasto por impuesto sobre beneficios.

Para complementar el análisis y determinar si la rentabilidad financiera es adecuada, es preciso compararla con otro tipo de inversiones alternativas del mercado financiero que pudieran resultar

⁴⁵ Según se desprende de la nota 11.2.4 de la Memoria, el gasto por impuesto sobre beneficios se produce por diferencias temporarias por impuestos tanto del pasivo como del activo diferido y por la compensación de bases impositivas negativas.

atractivas para los inversores. El perfil de la Sociedad es arriesgado ya que presenta ratios de endeudamiento próximos al 80%, por tanto, se puede hacer una comparación con inversiones arriesgadas. Si se utiliza inversiones de mayor riesgo⁴⁶ en el periodo analizado (ejercicios 2016 y 2017) como las empresas del IBEX-35, se puede concluir que la rentabilidad financiera de la Sociedad presenta unos valores muy negativos.

4.7. Análisis del Fondo de Maniobra

El estudio del fondo de maniobra permite conocer cuál es la estructura patrimonial que más conviene a una determinada empresa. Determinar las necesidades de fondo de maniobra permite indagar en la estructura del balance más idónea. Para ello se procederá a calcular los denominados ciclos de maduración y de caja.

El *ciclo de maduración* determina el periodo de tiempo que transcurre desde que se compra la materia prima hasta que se cobra de los clientes, dando por tanto una idea de las necesidades en días de financiación de la Sociedad. Se obtiene por integración de los plazos de productos terminados y del plazo de cobro a clientes.

El *ciclo de caja* determina el tiempo que transcurre en días desde que sale una unidad monetaria de caja por el pago a proveedores hasta que se recupera esa primera unidad monetaria en caja por el cobro a clientes. Se obtiene restando al ciclo de maduración la financiación obtenida de los proveedores.

El cálculo de estos ciclos se determina a partir de los denominados ratios de plazos que se muestran en la tabla 17:

Tabla 17. Ciclo de maduración y ciclo de caja Valencia C.F. Años 2016 y 2017

		2017	2016
Análisis del fondo de maniobra (plazos en días)	Plazo de cobro a clientes	120,24	61,29
	$\frac{\text{Saldo medio clientes}}{\text{Ventas totales a crédito}^{47}} \times 365$		
	Ciclo de maduración	120,24	61,29
	Plazo de pago a proveedores	32,07	47,12
	$\frac{\text{Saldo medio proveedores}}{\text{Compras totales a crédito}} \times 365$		
		2017	2016
	Ciclo de caja	88,17	14,17

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

⁴⁶ IBEX 35 en 2016 (5,46% rentabilidad sin dividendos), IBEX 35 en 2017 (9,49% rentabilidad sin dividendos).

⁴⁷ Se ha utilizado un tipo de IVA soportado y repercutido del 21%.

El ciclo de maduración, dada la actividad de los equipos de fútbol, se obtiene únicamente por los plazos de cobro de los clientes dado que como se indicó en el análisis de la estructura económica, las existencias hacen referencia a material deportivo y sanitario y suelen utilizarse para uso propio. Por tanto, el ciclo de maduración coincide estrictamente con el plazo de cobro de los clientes.

El ratio de gestión de cobro permite comprobar que la evolución de la política de cobros ha sido muy desfavorable para la Sociedad en el ejercicio 2017. En el último ejercicio se ha duplicado el tiempo de cobro a los clientes (cuatro meses) en relación con el ejercicio anterior que se encontraba dentro de los plazos normales de cobro (30-60 días). Esta evolución se debe al efecto combinado del incremento del saldo de clientes y a la reducción de la cifra de negocio. La tardanza en los cobros a los clientes supone un problema serio para la Sociedad ya que como se verá a continuación, tarda más en cobrar de los clientes que en pagar a sus proveedores, de ahí la elevada financiación que necesita para hacer frente a los pagos.

Como era de esperar, el ciclo de maduración se ha visto incrementado en el último ejercicio como consecuencia del incremento de los plazos de cobro a clientes. El incremento del ciclo de maduración supone para la Sociedad unas mayores necesidades teóricas de financiación ya que es el intervalo durante el cual solo se invierten fondos hasta que se empiezan a recuperar a través del cobro de los clientes.

Respecto al pago de proveedores, se observa una deficiente gestión en la política de pagos debido a que la Sociedad paga antes a sus proveedores de lo que tarda en cobrar de sus clientes. La evolución experimentada por el plazo de pago a proveedores es desfavorable ya que la Sociedad paga a sus proveedores en el plazo de un mes mientras que en el ejercicio anterior pagaba a los 47 días. Como apunte positivo, estos plazos de pago de la financiación concedida por los proveedores se sitúan dentro de los plazos habituales⁴⁸ concedidos que suelen oscilar entre 30-60 días.

En relación con el ciclo de caja, se observa que la Sociedad tiene necesidades reales de financiación en el periodo analizado puesto que el plazo de pago a proveedores es inferior al ciclo de maduración, obteniendo un ciclo de caja de signo positivo. Su evolución, como cabía esperar, ha sido negativa y se ha incrementado en el último ejercicio por lo que las necesidades reales de financiación se ven incrementadas.

Estos resultados revelan una peligrosa situación financiera para la Sociedad, dado que un ciclo de caja positivo se traduce en que la Sociedad necesita financiarse para hacer frente al pago de los proveedores ya que cobra mucho más tarde. Este hecho determina que la Sociedad tenga necesidades de financiación por lo que necesitaría disponer de un fondo de maniobra de signo positivo, cosa que no ha ocurrido en el periodo analizado.

Para realizar un análisis más detallado del fondo de maniobra, en la tabla 18 se procede a desglosar el fondo de maniobra en dos apartados: el fondo de maniobra operativo y extraoperativo. El fondo de maniobra operativo refleja la capacidad de hacer frente a las obligaciones a corto plazo con las actividades vinculadas a la Sociedad. En cambio, el fondo de maniobra extraoperativo vincula actividades diferentes de la principal (ajenas a la explotación) y que tienen un carácter puramente financiero.

⁴⁸ Según la Ley 15/2010 contra la Morosidad se fija unos plazos máximos de pago en las operaciones comerciales de 60 días en el caso de la empresa privada.

Tabla 18. Fondo de maniobra Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	2017	2016
Fondo maniobra operativo	-46.079.000,00	-42.636.000,00
	2017	2016
Fondo maniobra extraoperativo	-35.963.000,00	-18.282.000,00
Fondo maniobra global	-82.042.000,00	-60.918.000,00

Fuente: Elaboración propia.

La tendencia del fondo de maniobra ha sido idéntica en 2017 y 2016. La explicación del incremento negativo del fondo de maniobra en el último ejercicio se debe a un incremento negativo conjunto del fondo de maniobra operativo y extraoperativo, siendo la variación del segundo más determinante.

La velocidad a la que se convierten en líquidos los componentes del activo corriente operativo (vinculados a la explotación) es inferior a los pasivos corrientes operativos en el periodo analizado, lo que determina que la Sociedad necesita que su fondo de maniobra necesario (el que necesita para el desarrollo normal de sus actividades de explotación) tenga signo positivo.

Como era de esperar, el fondo de maniobra extraoperativo presenta signo negativo en los dos ejercicios como consecuencia de la elevada carga financiera que soporta la Sociedad. El incremento de la deuda con coste a corto plazo en el último ejercicio debido a su reclasificación ha supuesto un incremento negativo del fondo de maniobra extraoperativo.

4.8. Análisis del Estado de Flujos de Efectivo

El estado de flujos de efectivo (EFE) informa sobre los flujos de la tesorería de la Sociedad, esto es, la diferencia entre los cobros y los pagos de un periodo. El objetivo de este estado contable es determinar la variación de los saldos de tesorería y otros medios líquidos equivalentes registrados en el balance según la naturaleza de las actividades que los generan: actividades de explotación, de inversión o de financiación.

La utilidad de su análisis se debe a que la tesorería constituye una pieza clave en la planificación financiera de la Sociedad y en el diagnóstico de su liquidez. El primer paso en el análisis del EFE consiste en elaborar una estructura analítica simplificada (ver tabla 19) a partir de la cual ya es posible realizar un análisis relativo o porcentual. Las magnitudes que componen dicha estructura son:

- Beneficio antes de impuestos (BAI).
- Recursos procedentes de las operaciones (RPO): indica la capacidad potencial de generar tesorería.
- Flujos de tesorería procedentes de actividades ordinarias (FTO): son los generados como consecuencia del desarrollo periódico de la actividad de la empresa.

- Flujos de tesorería de inversión (FTI): reflejan el esfuerzo de la empresa en inversiones en inmovilizado o en la compra de empresas.
- Flujo de tesorería de financiación (FTF): incluye operaciones de captación de capitales, propios o ajenos a la empresa, así como la devolución de aportaciones o reembolso de deudas.

Tabla 19. Estado de Flujos de Efectivo Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	2017	2016
Beneficio antes de impuestos (BAI)	-12.849.000,00	-37.263.000,00
Ajustes	8.256.000,00	52.340.000,00
(=) Recursos procedentes de las operaciones (RPO)	-4.593.000,00	15.077.000,00
Variación del capital circulante	5.204.000,00	-5.938.000,00
Otros flujos de efectivo de explotación	-6.654.000,00	-4.319.000,00
(=) Flujos de tesorería ordinarios (FTO)	-6.043.000,00	4.820.000,00
Cobros por ventas de inmovilizado	79.089.000,00	58.220.000,00
Pagos por compra de inmovilizado	-75.414.000,00	-140.924.000,00
(=) Flujos de tesorería de inversión productivos (FTI-P)	3.675.000,00	-82.704.000,00
Cobros por ventas de acciones o reembolso de títulos		2.828.000,00
Pagos por compra de acciones o títulos de deuda	-1.160.000,00	-230.000,00
(=) Flujos de tesorería de inversión financieros (FTI-F)	-1.160.000,00	2.598.000,00
(=) Flujos de tesorería de inversión (FTI-P + FTI-F)	2.515.000,00	-80.016.000,00
Cobros por aportaciones de accionistas y similares		100.185.000,00
	2017	2016
Pagos por dividendos pagados y similares		
(=) Flujos de tesorería de financiación-propietarios (FTF-P)		100.185.000,00
Cobros por subvenciones de capital		
Cobros por obtención de préstamos	9.750.000,00	82.000.000,00

	2017	2016
Pagos por reembolsos pagados	-1.662.000,00	-101.833.000,00
(=) Flujos de tesorería de financiación-ajena (FTF-A)	8.088.000,00	-19.833.000,00
Flujos de tesorería de financiación (FTF-P + FTF-A)	8.088.000,00	80.352.000,00
Aumento o disminución de efectivo (FTO + FTI + FTF)	4.560.000,00	5.066.000,00
Efectivo y medios líquidos al inicio	5.382.000,00	316.000,00
(=) Efectivo y medios líquidos al final	9.942.000,00	5.382.000,00

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

Según se desprende del análisis vertical del EFE, la Sociedad ha generado efectivo en el ejercicio 2017, siendo el efectivo al final del periodo un 84% superior al del inicio del mismo. Tanto los flujos de inversión como los de financiación presentan saldo positivo, en cambio, los flujos ordinarios tienen saldo negativo lo que impide que la tesorería experimente un mayor crecimiento.

Los recursos procedentes de operaciones⁴⁹ (RPO) tienen signo negativo en 2017 lo que revela un problema para generar tesorería. Así pues, atendiendo a la explicación de los RPO, la tesorería habría disminuido en algo más de 4 millones de euros en el ejercicio. El efecto favorable de la corrección del gasto por amortización del inmovilizado y del deterioro al resultado ha sido contrarrestado por el efecto negativo del “resultado por bajas y enajenaciones del inmovilizado” lo que ha propiciado que los ajustes hayan sido insuficientes para generar unos RPO de carácter positivo.

Los flujos de tesorería procedentes de las actividades ordinarias⁵⁰ (FTO) también presentan signo negativo en el ejercicio por lo que la Sociedad no genera fondos suficientes para hacer frente al crecimiento de la Sociedad, a la devolución de las deudas y al pago de dividendos (lleva cinco años sin repartir dividendos). Además, los FTO se ven reducidos en relación a los RPO como consecuencia del elevado pago de intereses por la alta carga financiera que soporta la Sociedad y por el pago del impuesto sobre beneficios del ejercicio.

Como apunte adicional, la diferencia entre los RPO y los FTO son una medida de la eficiencia en la gestión del capital corriente por parte de la Sociedad. Si la diferencia es notoria, indicará ineficiencias en la gestión de ese capital corriente. En este caso, las diferencias crecen por encima del 30%, lo que es un indicador de que la gestión del capital corriente está siendo desacertada.

⁴⁹ Los RPO reflejan la variación que habría experimentado la tesorería originada por las operaciones ordinarias si todos los ingresos se hubiesen cobrado, todos los gastos se hubiesen pagado y se hubiese comprado justamente las existencias consumidas.

⁵⁰ Los FTO son generados como consecuencia del desarrollo de la actividad de la Sociedad y presentan la característica de su repetición periódica en sucesivos ejercicios.

Los flujos de las actividades de inversión (FTI) tienen signo positivo como consecuencia de que los cobros por desinversión han sido superiores a los pagos realizados en actividades de inversión. La Sociedad ha llevado a cabo un proceso de desinversión en inmovilizado intangible deportivo con la venta de jugadores de la primera plantilla. En cambio, sí se ha continuado la tendencia de seguir una política inversionista en relación con las instalaciones técnicas y otro inmovilizado material como ya ocurrió en el ejercicio anterior.

Por lo que respecta a los flujos de las actividades de financiación (FTF), suponen la principal magnitud en volumen del EFE y también presentan carácter positivo. La financiación obtenida por medio del descuento por efectos⁵¹ con las entidades de crédito y por las empresas del grupo (Meriton) ha sido superior a la devolución de las deudas con entidades de crédito lo que arroja un FTF de signo positivo. Por tanto, la totalidad de la financiación obtenida en el ejercicio 2017 se corresponde con financiación ajena.

En resumen, puede señalarse que los flujos de actividades de financiación constituyen la principal fuente generadora de tesorería. Además, la política de desinversión en inmovilizado intangible llevada a cabo por la Sociedad también ha generado tesorería que ha sido consumida en actividades ordinarias. Con todo ello, aún consigue generar un excedente positivo en el ejercicio.

En relación al análisis horizontal, en los dos ejercicios analizados la Sociedad ha sido capaz de generar efectivo, siendo 2017 donde se produjo un mayor crecimiento de efectivo. Como se comentó anteriormente, en este último ejercicio, el efectivo se ha visto incrementado un 84% lo que puede aliviar un poco los graves problemas que tiene la Sociedad con la liquidez inmediata (como se vio en el análisis de liquidez).

En cuanto a la evolución experimentada por los RPO, en los dos ejercicios se parte con un beneficio antes de impuestos de signo negativo. Sin embargo, en 2016, el efecto de la corrección al resultado propicia unos RPO positivo, en cambio, en 2017 esas correcciones son insuficientes y generan unos RPO de signo negativo, es decir, en 2017 no se han generado recursos sino que se han aplicado recursos a las operaciones ordinarias.

Los FTO siguen la tónica descrita por los RPO, presentan saldo positivo en 2016 pero negativo en 2017. En los dos ejercicios la capacidad real de generar tesorería (FTO) se reduce respecto a la potencial (RPO) como consecuencia del pago de elevados intereses y de pagos por impuesto sobre el beneficio. La reducción de los FTO respecto de los RPO ha sido menos acusada en 2017 como consecuencia de una gestión favorable del capital corriente.

En los FTI hay un cambio de tendencia de un ejercicio a otro. En 2017 predominan los cobros por desinversiones en inmovilizado intangible (venta de jugadores) y en menor medida en inmovilizado material generando un superávit de flujos de inversión. En cambio, en 2016 se siguió una política inversionista en inmovilizado intangible con la adquisición de jugadores para primera plantilla.

Por último, con las actividades de financiación (FTF) la tónica es la misma en los dos ejercicios, la Sociedad presenta un superávit de tesorería por actividades de financiación, es decir, la financiación recibida es superior a la devolución de las deudas. En 2017, la totalidad de la financiación fue ajena, sin embargo, en 2016, una parte de la financiación fue propia debido a que la Sociedad firmó un

⁵¹ Pese a los costes de la financiación mediante el descuento de efectos, se trata de una forma de financiación rápida, fácil, que permite a las empresas aumentar su liquidez de forma puntual sin tener que solicitar un préstamo bancario.

contrato con la empresa Meriton instrumentalizado en una póliza de crédito. Además, la empresa Meriton concedió otro préstamo a la Sociedad por un importe de 80.000 miles de euros.

4.8.1. Análisis mediante ratios

La capacidad de la Sociedad para generar recursos financieros con los que hacer frente a sus obligaciones de pago se puede determinar mediante algunos ratios que toman como referencia tanto los RPO como los FTO, como se muestra en las tablas 20 y 21.

Tabla 20. Ratios recursos procedentes de operaciones Valencia C.F. Años 2016 y 2017

		2017	2016
RPO	Capacidad de generar recursos $\frac{RPO}{Pasivo}$	-0,012	0,041
		2017	2016
	Capacidad de generar recursos a través de los ingresos $\frac{RPO}{Ventas}$	-0,047	0,140

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

La capacidad de generar recursos para hacer frente a los fondos ajenos se reduce de forma considerable en el último ejercicio pasando de tener signo positivo a ser negativo debido a una reducción de los fondos generados (RPO) por lo que la Sociedad no está generando recursos para hacer frente a la devolución de los pasivos.

En relación con la capacidad de generar recursos a través de los ingresos por la cifra de negocio, sigue la tendencia del ratio anterior y pasa de positivo a negativo, por tanto, se están aplicando recursos en las operaciones puesto que los RPO son negativos.

Tanto en el ejercicio 2016 como en 2017 el valor de los ratios que incorporan los FTO en el numerador se reduce respecto a los mismos ratios calculados con los RPO debido a que la capacidad real de generar tesorería es inferior a la potencial como consecuencia del efecto del pago de intereses y del impuesto sobre el beneficio.

Tabla 21. Ratios flujos de tesorería actividades ordinarias Valencia C.F. Años 2016 y 2017

		2017	2016
	Cobertura de gastos financieros $\frac{FTO+Intereses^{52}}{Intereses}$	-0,525	2,334

⁵² Para el cálculo del ratio de cobertura de gastos financieros se han tomado como intereses el epígrafe pago de intereses del estado de flujos de efectivo.

		2017	2016
FTO	Capacidad de generar tesorería $\frac{FTO}{Pasivo}$	-0,016	0,013
	Capacidad de generar tesorería a través de los ingresos $\frac{FTO}{Ventas}$	-0,062	0,045
	Recuperación de liquidez invertida $\frac{FTO}{Activo}$	-0,013	0,010

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

El ratio de cobertura de gastos financieros en 2017 refleja que la Sociedad no tiene cobertura para hacer frente a la carga financiera debido a que los FTO tienen signo negativo. Además, en el último ejercicio se ha producido un incremento de los intereses (casi del 10%) derivado de un mayor nivel de endeudamiento con coste financiero. En cambio, en 2016 el ratio es positivo y mayor que uno, por tanto los FTO pueden cubrir los intereses derivados de los gastos financieros.

La capacidad de generar tesorería para hacer frente a los fondos ajenos también pasa de ser positiva en 2016 a ser negativa en 2017, indicando una incapacidad de generar tesorería con sus actividades ordinarias. Sin embargo, en 2016, la Sociedad generaba con sus actividades ordinarias 0,04 euros de tesorería por cada euro de deuda que tenía que pagar.

En cuanto a la capacidad de generar tesorería a través de los ingresos por la cifra de negocio, en 2017 la Sociedad no genera tesorería si no que la aplica en sus operaciones. En 2016, por cada euro vendido la Sociedad únicamente genera 4,5 céntimos de euros de tesorería con sus operaciones.

El ratio de recuperación de la liquidez invertida mide la capacidad de recuperar la liquidez invertida en el activo de la Sociedad. Como se esperaba, el valor del ratio en el último ejercicio tiene signo negativo por lo que la Sociedad no recupera nada de la liquidez invertida en el activo. En 2016 por cada euro invertido en el activo se recupera 0,01 euros en líquido por lo que ambos ejercicios revelan un déficit para recuperar la liquidez invertida en el activo de la Sociedad.

4.8.2. Análisis en relación con el ciclo de vida la Sociedad

El análisis de los signos de las distintas categorías de flujos de efectivo del EFE permite aproximar la etapa de su ciclo de vida en que se encuentra la Sociedad, como se muestra en la tabla 22:

Tabla 22. Ciclo de vida orientativo Valencia C.F. Años 2016 y 2017

CICLO DE VIDA	2017	2016
FTO	-	+
FTI	+	-

CICLO DE VIDA	2017	2016
FTF	+	+
	REESTRUCTURACIÓN	CRECIMIENTO

Fuente: Elaboración propia.

Los signos que muestran los flujos de efectivo parecen indicar que la Sociedad está pasando por un periodo de reestructuración en el último ejercicio: la desinversión llevada a cabo en inmovilizado intangible deportivo como consecuencia de la venta de jugadores y la financiación recibida por parte de entidades de crédito son suficientes para cubrir el déficit por las operaciones, generando además un incremento de efectivo.

El ejercicio 2016 fue un periodo de crecimiento para la Sociedad donde la tesorería generada en sus operaciones y la financiación recibida por la empresa Meriton cubrían las inversiones que se realizaron en inmovilizado intangible deportivo.

4.8.3. Análisis de la situación financiera y de tesorería

Para completar el análisis del EFE es posible establecer relaciones entre la información de la situación financiera y de liquidez de la Sociedad a través de los signos de los RPO y FTO generados.

Tabla 23. Situación financiera y de tesorería Valencia C.F. Años 2016 y 2017

SITUACIÓN FINANCIERA	2017	2016
BAI	-	-
RPO	-	+
FTO	-	+
	FALTA LIQUIDEZ GRAVE	LIQUIDEZ SUFICIENTE

Fuente: Elaboración propia.

La combinación de los signos de los componentes de los flujos de efectivo de las operaciones revela una situación de empeoramiento en 2017 respecto a 2016. Aunque se haya experimentado un incremento de tesorería (debido a la desinversión y a la financiación recibida), la Sociedad presenta un problema de liquidez grave debido a que el resultado económico es negativo (rentabilidad negativa), no ha sido capaz de obtener recursos de las operaciones ($RPO < 0$) y no ha podido convertirlos en tesorería ($FTO < 0$).

4.9. Análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto

El Estado de Cambios en el Patrimonio Neto (ECPN) proporciona una visión más detallada y completa sobre la evolución del patrimonio neto de la Sociedad ya que describe los diferentes elementos que lo componen y las causas que afecten a su variación. La metodología de análisis del ECPN se basa en la evolución de la composición del patrimonio neto y su evolución en términos relativos.

Antes de empezar con el análisis del ECPN, conviene realizar un estudio de los componentes del patrimonio neto analizando las partidas que lo componen tanto en 2017 como en 2016.

Tabla 24. Composición del patrimonio neto Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	2017		2016	
	Euros	%	Euros	%
A-1) Fondos propios	81.989.000,00	96,67	109.141.000,00	97,40
I. Capital	86.942.000,00	102,51	86.942.000,00	77,59
	2017		2016	
II. Prima de emisión	64.329.000,00	75,85	64.329.000,00	57,41
III. Reservas	-8.965.000,00	-10,57	-8.965.000,00	-8,00
V. Resultados de ejercicios anteriores	-33.165.000,00	-39,10	-1.721.000,00	-1,54
VII. Resultado del ejercicio	-27.152.000,00	-32,01	-31.444.000,00	-28,06
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	2.823.000,00	3,33	2.910.000,00	2,60
TOTAL PATRIMONIO NETO	84.812.000,00	100,00	112.051.000,00	100,00

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

El patrimonio neto está constituido prácticamente en su totalidad (96,7%) por los fondos propios y que en éstos, el mayor peso relativo lo ostenta el capital (incluso superior al patrimonio neto puesto que hay partidas con saldo negativo) seguido de la prima de emisión surgida de la ampliación de capital llevada a cabo en 2016. El impacto negativo del resultado del ejercicio junto al de las reservas y al de los resultados negativos de ejercicios anteriores hace que minore el patrimonio neto en el ejercicio 2017. Las subvenciones representan únicamente el 3,3% por lo que son irrelevantes para su análisis.

Por lo que respecta a su evolución, en 2017 se ha mantenido la tónica ya observada en el ejercicio anterior de la prevalencia de los fondos propios en el patrimonio y, dentro de éstos, del capital y de la

prima de emisión. La reducción experimentada en el patrimonio neto se corresponde, en su totalidad, como consecuencia de las pérdidas cosechadas por la Sociedad en el último ejercicio ya que las demás partidas del patrimonio neto permanecen constantes en los dos ejercicios. En 2017, se han incorporado las elevadas pérdidas que la Sociedad tuvo en 2016 en la partida “resultados negativos de ejercicios anteriores” por lo que el impacto negativo de esta partida se ha acrecentado.

Por una parte, el Estado de Ingresos y Gastos Reconocidos (EIGR) informa cómo la Sociedad utiliza sus recursos con el fin de obtener los beneficios perseguidos.

Tabla 25. Estado de Ingresos y Gastos reconocidos Valencia C.F. Años 2016 y 2017

EIGR	2017		2016	
	Euros	%	Euros	%
A) Resultado PyG	-27.152.000,00	99,68	-31.444.000,00	99,73
VII. Subvenciones y donaciones	-116.000,00	0,43	-116.000,00	0,37
	2017		2016	
IX. Efecto impositivo	29.000,00	-0,11	32.000,00	-0,10
C) Transferencias a PyG	-87.000,00	0,32	-84.000,00	0,27
Total I y G reconocidos	-27.239.000,00	100,00	-31.528.000,00	100,00

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

El análisis vertical del EIGR revela que prácticamente la totalidad de los ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio 2017 corresponde al resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias (más del 99%), además, la Sociedad no ha generado riqueza en 2017 ya que no ha incrementado su patrimonio neto. El efecto minorado de las transferencias realizadas al resultado del ejercicio por imputación de subvenciones es despreciable en la composición del resultado global.

Del análisis horizontal se desprende que la pérdida de riqueza a través del resultado global fue casi un 15% superior en el ejercicio anterior como consecuencia de haber cosechado mayores pérdidas. La composición relativa se mantiene constante en el periodo analizado ya que el resultado del ejercicio supone más del 99% en los dos ejercicios y continúa siendo despreciable el efecto minorado de las transferencias de la subvención al total de ingresos y gastos reconocidos.

Por otra parte, el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto (ECPN) informa sobre los cambios producidos como consecuencia de operaciones relacionadas con socios y propietarios.

Tabla 26. Estado de Cambios en el Patrimonio Neto Valencia C.F. Años 2016 y 2017

ECPN	Euros	%
A) Saldo final 2015	47.636.000,00	56,17
B) Saldo ajustado inicial 2016	47.636.000,00	56,17
I. Total Ingresos y Gastos reconocidos	-31.528.000,00	-37,17
II. Operaciones con socios	100.185.000,00	118,13
III. Otras variaciones de Patrimonio Neto	-4.242.000,00	-5,00
C) Saldo final 2016	112.051.000,00	132,12
D) Saldo inicial ajustado 2017	112.051.000,00	132,12
I. Total Ingresos y Gastos reconocidos	-27.239.000,00	-32,12
E) Saldo final 2017	84.812.000,00	100,00

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

El análisis de las variaciones totales producidas en el patrimonio neto revela una reducción de éste del 32% en el ejercicio 2017 en relación al patrimonio al inicio del mismo. Sin embargo, en el ejercicio 2016 se experimentó un crecimiento del 235% en el patrimonio neto.

La disminución de la riqueza de la Sociedad en 2017 se ha debido al resultado global generado que, como se ha señalado, se debe prácticamente al resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias lo que implica que ha sido causada por la propia actividad económica desarrollada por la Sociedad y no por el reparto de dividendos para los socios. El incremento de patrimonio generado en 2016 se debe, en consecuencia, a las operaciones con socios. La ampliación de capital que llevó a cabo la Sociedad mediante la línea de crédito concedida por el accionista mayoritario Meriton permitió el incremento del patrimonio neto. En cuanto al epígrafe "otras variaciones en el patrimonio neto" hace referencia al importe negativo de otras reservas de las cuales no se tiene información en la memoria.

4.10. Diagnóstico y recomendaciones

A modo de resumen de la situación económico-financiera de la Sociedad en el periodo considerado y a efectos de poder ofrecer las posibles medidas a adoptar o recomendaciones, se sintetiza el diagnóstico realizado:

El análisis de la situación patrimonial arroja una reducción moderada en el que destaca la desinversión en inmovilizado intangible deportivo. El activo corriente, con un peso menor en la estructura del activo, se compone básicamente de créditos concedidos a entidades deportivas y efectivo, destacando las reducidas existencias. En la estructura financiera destaca la financiación ajena y en concreto las deudas con coste financiero que representan el 67% del total de la financiación de la Sociedad. La composición patrimonial revela un incremento de las deudas a corto plazo y del activo corriente en detrimento de las deudas a largo plazo y del activo no corriente.

Las relaciones entre las masas patrimoniales de la estructura económica y financiera revelan un desequilibrio económico-financiero que se manifiesta en la existencia de un fondo de maniobra de signo negativo en ambos ejercicios, aumentando negativamente incluso en 2017.

La situación de liquidez arroja que la Sociedad tiene problemas para atender los pagos por lo que evidencia una situación de liquidez desfavorable. Los valores de los ratios de liquidez son inferiores a la unidad y el fondo de maniobra es negativo lo que corrobora los problemas para hacer frente a los pagos con vencimiento inferior a un año.

El análisis de endeudamiento revela una estructura financiera con un nivel de endeudamiento elevado. La financiación ajena, en su mayoría, se corresponde con deuda a largo plazo aunque ésta se ha visto reducida en el último ejercicio, además durante el último ejercicio se ha producido un incremento en el nivel de endeudamiento. Al ser la mayoría de deuda de la Sociedad deuda con coste financiero, la carga financiera genera un impacto significativo en sus resultados económicos.

La política de inversión-financiación no ha sido equilibrada ya que la generación de fondos a largo plazo ha sido insuficiente para cubrir las aplicaciones a largo plazo. Las políticas llevadas a cabo en el último ejercicio no han sido adecuadas puesto que alejan todavía más a la Sociedad de la situación de equilibrio.

En la cuenta de pérdidas y ganancias la Sociedad ha cosechado resultados negativos en ambos ejercicios como consecuencia de la reducción de la cifra de negocios y la elevada carga financiera que soporta la Sociedad. El importe de la cifra de negocios en ambos ejercicios se encuentra muy próxima al punto de equilibrio, de ahí la dificultad de obtener resultados positivos.

La desinversión en activos ha supuesto una pérdida de productividad de los mismos en relación con la cifra de negocios dada la disminución experimentada por los ratios de rotación, excepto el de existencias y el de clientes.

La obtención de una rentabilidad económica positiva asegura una cierta productividad a los activos. Su evolución ha sido positiva puesto que ha pasado de ser negativa a ser positiva en 2017 debido a tener un margen de ventas de carácter positivo. En ambos ejercicios presenta una rentabilidad financiera negativa y la utilización de deuda no favorece al incremento de la misma dado que el coste de la deuda es superior al rendimiento del activo y la Sociedad ya se encuentra muy descapitalizada.

La Sociedad presenta un ciclo de maduración elevado lo que revela elevadas necesidades teóricas de financiación, con plazos de productos terminados y de cobro a clientes desfavorables para la Sociedad e incrementados respecto al ejercicio anterior. Al presentar un ciclo de caja positivo, existen necesidades reales de financiación y, en consecuencia, el fondo de maniobra de signo negativo es sinónimo de problemas de equilibrio económico-financiero.

Existen problemas de liquidez graves aunque se ha generado efectivo en ambos ejercicios económicos gracias a los flujos procedentes de las actividades de inversión y financiación. En 2016 la Sociedad se encontraba en crecimiento aunque en este último ejercicio parece hallarse en un periodo de reestructuración.

Por lo que respecta al ECPN, se produce una reducción del patrimonio neto en el último ejercicio como consecuencia de cosechar resultados negativos en ejercicios anteriores. El incremento del patrimonio neto de 2016 fue consecuencia de una ampliación de capital llevada a cabo por la empresa Meriton. La Sociedad lleva cinco ejercicios sin repartir dividendos entre sus socios.

Con el diagnóstico de la Sociedad realizado, se procede a exponer unas recomendaciones y medidas que se pueden llevar a cabo para intentar solucionar los problemas existentes:

La liquidez de la Sociedad en ambos ejercicios es delicada debido a que con sus bienes no es capaz de hacer frente a las deudas a corto plazo arrojando un fondo de maniobra negativo. En el último ejercicio se llevó a cabo una política de desinversión en inmovilizado intangible deportivo que no ha aliviado los problemas de liquidez. Es recomendable llevar a cabo políticas que incentiven el activo corriente con el fin de aumentar el margen sobre las deudas a corto plazo, por lo que sería aconsejable que en los próximos ejercicios económicos pudiera incrementarse la retribución de las inversiones financieras con las que cuenta la Sociedad lo que permitiría además una mejora de los resultados antes de impuestos y un menor efecto de los gastos de naturaleza financiera.

En relación con el endeudamiento, sería recomendable reducir el nivel de endeudamiento puesto que éste es muy elevado en ambos ejercicios además de reducir la deuda con coste financiero puesto que la Sociedad no puede hacer frente con su resultado de explotación a la carga financiera. Por tanto, se deben tomar medidas que capitalicen la Sociedad para incrementar los fondos propios con el objetivo de reducir el nivel de endeudamiento mientras que para reducir el coste de la deuda se debe negociar con las entidades de crédito para obtener financiación con tipos medios de interés más adecuados.

En cuanto a la política de inversión financiación, la Sociedad debe acometer políticas adecuadas que la lleven al equilibrio económico-financiero. La apuesta por la autofinanciación puede permitir a la Sociedad financiar su crecimiento de forma equilibrada y sostenible.

La reducción de la cifra de negocios merece un proceso de contención de gastos por parte de la Sociedad, especialmente los de carácter financiero. La recuperación e incremento continuado de la cifra de negocio pasa por incrementar los ingresos por competiciones clasificándose para la UEFA Champions League varias temporadas consecutivas logrando así atraer un mayor número de abonados mediante una política de precios adecuada, además de potenciar la marca consiguiendo nuevos patrocinadores y de recibir una mayor cuantía por el nuevo reparto televisivo. Ello conllevaría también una mejora de la productividad de los activos.

La evolución experimentada por la rentabilidad económica debe continuar en los próximos ejercicios. Para ello, debe incrementar la rotación del activo mediante el incremento de la cifra de negocio y el

margen de ventas llevando a cabo una política de reducción de costes, además de obtener un resultado de explotación positivo. Un incremento de la rentabilidad económica propiciará un incremento de la rentabilidad financiera por lo que las medidas anteriores son beneficiosas para ambas. No se recomienda el uso de deuda para incrementar la rentabilidad financiera puesto que la Sociedad ya se encuentra muy endeudada y además presenta un coste de la deuda superior al rendimiento del activo.

En cuanto al ciclo de maduración, las medidas a tomar deben estar enfocadas en reducir el periodo de cobro a los clientes. La Sociedad debe intentar cobrar a los clientes dentro de los plazos legales (30-60 días) mediante medidas como descuentos por pronto pago para conseguir reducir las necesidades teóricas de financiación. Por último, la Sociedad debería generar tesorería a través de los flujos de actividades ordinarias y no mediante las actividades de inversión y financiación, por lo que las medidas deben enfocarse en realizar inversiones en el capital corriente.

CAPÍTULO 5. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE CLUBES DE FÚTBOL ESPAÑOLES Y EUROPEOS. COMPARATIVA CON EL CASO DEL VALENCIA CF S.A.D.

Realizado el análisis de la situación económico-financiera del Valencia CF, en este capítulo se procede a realizar una comparativa con diversos equipos españoles y europeos para extraer conclusiones más precisas sobre en qué posición se encuentra a nivel competitivo y cómo se puede calificar la gestión económico-financiera en comparación con sus competidores.

El propósito de llevar a cabo una comparación con otros equipos no es otro que ofrecer una mejor visión de la situación económico-financiera del club puesto que si solo se analizara de forma independiente las cuentas del Valencia CF sin compararlas con las de otros equipos que compiten en el mismo sector, las conclusiones alcanzadas no serían del todo ciertas y el análisis económico-financiero quedaría incompleto.

Para ello, como se ha hecho con el Valencia CF, se analizarán las cuentas anuales de los diversos equipos escogidos y se procederá a realizar una comparativa con el Valencia CF que arrojará información crucial para completar el análisis y extraer conclusiones más precisas.

Debido a la complejidad de analizar todos los equipos de fútbol que compiten en la misma categoría que el Valencia CF, a la falta de transparencia de algunos clubes o a la presentación de las cuentas anuales con informes desfavorables de los auditores, se ha procedido a reducir el número de clubes a analizar aunque la muestra es más que suficiente para llevar a cabo la comparación.

La elección de los equipos para su análisis no se ha realizado de forma aleatoria, se ha tenido en cuenta una serie de factores como el impacto económico que tiene un ascenso o un descenso de categoría en un club o el impacto económico de jugar competiciones europeas. Además, también se han elegido equipos teóricamente parejos al Valencia CF tanto por historia como por títulos para conocer su situación económico-financiera.

Para llevar a cabo este análisis se han escogido equipos que militen en la misma categoría⁵³ que el Valencia CF (primera división del fútbol español), equipos que compiten en una categoría inferior (segunda división del fútbol español) y por último, equipos europeos que compiten en las grandes ligas europeas. Los equipos de fútbol encuadrados en las categorías mencionadas son:

- **1ª división española** (por orden alfabético): Alavés, Atlético de Madrid, Barcelona, Osasuna, Real Madrid, Sevilla, Las Palmas, Valencia y Villarreal.
- **2ª división española**: Almería, Cádiz, Getafe, Huesca, Levante, Valladolid y Zaragoza.
- **Ligas europeas**: Borussia Dortmund (Alemania), Manchester United (Inglaterra), Juventus y Roma (Italia) y Olympique de Lyon (Francia).

5.1. Análisis de la situación patrimonial

⁵³ La categoría en la que militan los equipos de fútbol se corresponde con la temporada 2016/2017.

Tabla 27. Estructura económica equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	ANC 2017	AC 2017	ANC 2016	AC 2016	Activo total 2017	Activo total 2016
CD Alavés	45,53%	54,47%	72,87%	27,13%	38.191.227,00€	13.793.113,00€
Club Atlético de Madrid	59,77%	40,23%	82,71%	17,29%	617.371.840,47€	544.445.349,69€
FC Barcelona	72,38%	27,62%	75,49%	24,51%	760.199.000,00€	546.484.000,00€
Club Atlético Osasuna	78,56%	21,44%	91,93%	8,07%	56.270.338,98€	48.331.015,08€
Real Madrid CF	70,48%	29,52%	67,48%	32,52%	1.074.662.000,00€	1.045.119.000,00€
Sevilla FC	60,80%	39,20%	56,26%	43,74%	206.164.000,00€	153.901.000,00€
UD Las Palmas	70,39%	29,61%	88,13%	11,87%	64.988.577,00€	47.193.902,00€
VALENCIA CF	87,55%	12,45%	94,04%	5,96%	463.451.000,00€	482.099.000,00€
Villarreal CF	68,29%	31,71%	50,74%	49,26%	205.719.354,73€	166.286.096,19€

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

Respecto a la comparación sectorial de la estructura económica, puede comprobarse que en el ejercicio 2017 prácticamente la totalidad de los equipos escogidos para la comparación sectorial (excepto el Alavés) presentan la misma estructura económica, esto es, predominio del activo no corriente aunque el porcentaje varía entre los diversos equipos analizados.

La estructura del activo no corriente presenta una tónica general en casi todos los equipos de primera; el inmovilizado intangible supone la mayor partida dentro del activo no corriente como consecuencia de los derechos federativos de los jugadores. En algunos equipos (véase FC Barcelona, Real Madrid, y Valencia CF) el inmovilizado material también presenta un peso destacado en el activo no corriente como consecuencia de las partidas “estadios y pabellones deportivos” que recoge el uso de las construcciones e instalaciones asociadas a los estadios. Como dato a destacar, tanto el Atlético de Madrid como el Valencia CF presentan un inmovilizado material en curso elevado como consecuencia de las inversiones realizadas dentro del proyecto de construcción del nuevo estadio que están llevando a cabo. El Atlético de Madrid inaugurará su nuevo estadio la próxima temporada (2017/2018) mientras que el Valencia CF no tiene fecha para su inauguración.

Los equipos que militan en primera división presentan una estructura económica pareja a excepción del Alavés. Los equipos catalogados como “grandes”, FC Barcelona y Real Madrid, presentan un activo no corriente similar, en torno al 70%, en cambio, equipos como el Atlético de Madrid o el Sevilla presentan un activo no corriente del 60% que supone el dato más bajo de los equipos de primera división. El resto de equipos de esta categoría presentan un activo no corriente por encima del 70% pero sin sobrepasar la franja del 80%, siendo el único equipo que se acerca a esta cifra un recién ascendido como Osasuna. Por tanto, el Valencia CF presenta, con diferencia, el nivel de activo no corriente más elevado de los equipos de primera división.

Por último, el equipo que presenta los niveles más bajos de activo no corriente en el ejercicio 2017 es el Alavés, puesto que en este equipo existe un predominio del activo corriente en su estructura económica (su activo no corriente asciende al 45%). En su caso, las inversiones financieras a largo plazo suponen la partida más importante dentro de su activo no corriente.

En cuanto al activo corriente, se observa una composición desequilibrada en todos los equipos a excepción de Osasuna puesto que la masa patrimonial con mayor peso, con diferencia, es el realizable. Dentro del realizable, las partidas que tienen mayor peso en la mayoría de equipos son “abonados y socios por cuotas” y “deudores con entidades deportivas”. Hay equipos como Osasuna o Las Palmas que presentan inversiones financieras que suponen en torno al 10% del total del activo corriente, cifra muy superior si se compara con las del Valencia CF puesto que éstas no llegan ni al 1% del activo corriente.

El efectivo también tiene un peso destacado en la estructura del activo corriente habiendo algunos que presentan unos niveles de efectivo adecuado (véase Alavés, Osasuna, Real Madrid, Las Palmas o Villarreal) siendo el equipo navarro el que presenta mayores niveles de efectivo (48,8%) así como el único equipo cuyo efectivo supone la mayor masa dentro del activo corriente. En cambio el resto presenta unos niveles reducidos de efectivo en relación con el activo corriente y como se verá en el análisis de liquidez, pueden presentar problemas de disponibilidad inmediata.

Las existencias tienen un peso muy reducido en el activo corriente y se corresponden con material deportivo y aprovisionamientos. El peso que tienen las existencias en el balance es muy reducido y en ningún equipo de esta categoría superan el 1% del activo total, incluso hay equipos como el Barcelona y Osasuna que no tienen existencias contabilizadas en su balance.

Llevado a cabo el análisis y comparación de la estructura económica, se procede a continuación a analizar la evolución experimentada (análisis horizontal) de la estructura económica de los equipos de primera en el periodo considerado (ejercicios 2016 y 2017).

Los equipos de primera división presentan variedad en la evolución de su estructura económica aunque todos (a excepción del Valencia CF) incrementan su activo total en el último ejercicio. Tanto el Alavés como el Atlético de Madrid son los equipos que presentan mayor variación en su estructura económica de un ejercicio (incremento de un 276% y de un 13% respectivamente). Ambos equipos presentaban en 2016 una estructura económica con predominio del activo no corriente, sin embargo, en el último ejercicio éste se ha visto reducido considerablemente como consecuencia de la reducción de las inversiones financieras a largo plazo en el caso del equipo madrileño. En el caso del equipo vitoriano, con la consecución del ascenso en 2016, parece avistarse un cambio de tendencia en su estructura económica puesto que en el último ejercicio existe un predominio del activo corriente (54,47%) debido al incremento experimentado por la partida “abonados y socios” y por el incremento de las inversiones financieras a corto plazo en instrumentos de patrimonio, según se desprende de su balance.

Otro de los equipos que ha experimentado una variación resaltable en su estructura económica en el último ejercicio ha sido el Villarreal. El “equipo amarillo” ha experimentado una variación conjunta en su estructura económica, por un lado, un incremento del activo no corriente debido a la adquisición de derechos de adquisición de jugadores y por otro lado una reducción del activo no corriente como consecuencia de la desinversión llevada a cabo en el realizable (en la partida acreedores varios) y a la reducción de las periodificaciones a corto plazo, ocasionando todo ello un incremento del peso del activo no corriente en la estructura económica (ha pasado de un 50,74% en 2016 a un 68,29% en 2017).

El equipo que presenta una variación más pareja a la del Valencia CF es el FC Barcelona ya que ambos equipos presentan un predominio del activo no corriente en ambos ejercicios y en el último ejercicio el activo corriente ha ganado peso en su estructura económica como consecuencia del incremento del realizable y del efectivo. La diferencia más reseñable entre ambos equipos, aparte de la diferencia en el volumen del activo corriente, es que mientras el equipo catalán ha sido capaz de incrementar su volumen de activo (casi un 40%), el equipo valenciano ha visto como se ha reducido un 4%.

El resto de equipos de primera división prácticamente mantienen constante su estructura económica con predominio del activo no corriente, siendo el equipo que ha experimentado un mayor crecimiento económico en el último ejercicio el Alavés puesto que casi triplica su volumen de activo.

Tabla 28. Estructura económica equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	ANC 2017	AC 2017	ANC 2016	AC 2016	Activo total 2017	Activo total 2016
UD Almería	63,27%	36,73%	72,11%	27,89%	13.394.497,47€	12.062.626,36€
Cádiz CF	90,67%	9,33%	97,83%	2,17%	27.026.106,00€	25.057.475,00€
Getafe CF	65,38%	34,62%	53,43%	46,57%	36.342.878,20€	26.150.572,70€
SD Huesca	54,96%	45,04%	65,80%	34,20%	5.896.336,94€	4.795.141,11€
Levante UD	80,85%	19,15%	91,27%	8,73%	78.229.791,60€	71.009.932,62€
Real Valladolid CF	92,71%	7,29%	87,35%	12,65%	38.429.052,06€	22.519.839,67€
VALENCIA CF	87,55%	12,45%	94,04%	5,96%	463.451.000,00€	482.099.000,00€
Real Zaragoza	96,48%	3,52%	91,90%	8,10%	87.674.914,00€	92.329.014,00€

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

Si se observa el peso que tiene el activo no corriente en las estructuras económicas de los equipos, se desprende que el *Zaragoza* presenta un mayor peso del activo no corriente en relación con el total del activo (96,48%) seguido del *Valladolid* y del *Cádiz* siendo los únicos tres equipos cuyo activo no corriente supera el 90% del activo total. Da la casualidad que estos tres equipos compiten en la misma categoría, en segunda división, por lo que parece que los equipos de menor categoría presentan un activo no corriente muy elevado y superior a los de primera división. Pero esta conclusión no es del todo cierta, puesto que equipos que militan en la misma categoría como el *Huesca*, el *Almería*, el *Levante* o el *Getafe* no presentan un nivel tan elevado del activo no corriente e incluso presentan niveles por debajo de equipos de categoría superior.

Los equipos de segunda división presentan mayor variedad en sus niveles de activo no corriente, como se aprecia observando los niveles del Zaragoza, del Valladolid y del Cádiz que superan el 90% del activo no corriente, nivel incluso superior al presentado por el Valencia CF. Sin embargo, equipos como el Almería y el Getafe presentan un nivel de activo no corriente alrededor del 65%, concluyendo que los equipos de esta categoría no presentan una estructura económica pareja.

En cuanto al activo corriente, presentan la misma estructura que la de los equipos de primera división, siendo el realizable la masa patrimonial con mayor peso en el activo corriente (a excepción del Huesca). Como ocurre con los equipos de primera división, la partida que tiene mayor peso en la mayoría de los equipos es “deudores con entidades deportivas”, según se desprende de sus balances. Además, tanto en el Getafe, el Huesca y el Levante representan un importante peso las inversiones financieras en instrumentos de patrimonio u otros activos financieros en su realizable.

Por lo que respecta al efectivo, el Huesca es el único equipo de segunda división cuya masa patrimonial predominante en su activo corriente es el efectivo. En el caso de las existencias, con la excepción del Levante, el resto de equipos no presentan contabilizadas existencias en su balance y en el caso del equipo levantino su peso no alcanza el 1% del activo total.

La evolución experimentada por la estructura económica de los equipos de segunda división ha sido similar a la evolución experimentada por los equipos de primera. La mayoría de equipos han experimentado un crecimiento en su activo en el último ejercicio con excepción del Zaragoza (al igual que el Valencia CF) cuyo activo se ha visto reducido un 5% como consecuencia de la reducción de la partida “deudores varios” que se ha reducido más de la mitad en el último ejercicio por lo que el activo corriente ha perdido peso en la estructura económica.

El descenso de categoría que sufrieron Getafe y Levante parece no traducirse en una reducción del volumen de activo puesto que ambos equipos han logrado incrementar su activo en el último ejercicio debido al incremento del activo no corriente gracias a las concesiones administrativas en el caso del equipo madrileño y a un incremento de la partida “deudores con entidades deportivas” en el equipo levantino. Por tanto, en el equipo madrileño el activo no corriente ha ganado peso en la estructura económica (ha pasado de 53,43% en 2016 a 65,38 % en 2017) mientras que en el equipo levantino ha ganado peso el activo corriente (ha pasado de 8,73% en 2016 a 19,15% en 2017).

Cabe destacar el caso del Huesca ya que por lo que se desprende de la evolución del efectivo en el equipo oscense, el ascenso de categoría producido en 2015 ha beneficiado a la entidad y en el periodo considerado es el equipo que presenta un mayor porcentaje de efectivo de todos los equipos analizados pero como se verá en el análisis de liquidez, parece presentar ociosidad con su liquidez más inmediata.

El resto de equipos de esta categoría presentan variedad en la evolución de su estructura económica ya que mientras el Almería y el Cádiz presentan una evolución en donde destaca el incremento de activo corriente (aunque en el caso del equipo gaditano no llegue ni al 10% en el periodo considerado) en el caso del Valladolid, el activo total casi se duplica de un ejercicio a otro como consecuencia del incremento del inmovilizado intangible por la partida “derechos de adquisición de jugadores”.

Tabla 29. Estructura económica equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	ANC 2017	AC 2017	ANC 2016	AC 2016	Activo total 2017	Activo total 2016
Borussia Dortmund	70,62%	29,38%	62,37%	37,63%	487.709.000,00€	432.406.000,00€
Juventus	77,98%	22,02%	77,81%	22,19%	577.558.246,00€	486.329.570,00€
Manchester United	84,28%	15,72%	85,07%	14,93%	1.991.103.503,52€	1.940.384.304,11€
Olympique de Lyon	72,02%	27,98%	86,32%	13,68%	447.230.000,00€	354.756.000,00€
AS Roma	75,41%	24,59%	73,11%	26,89%	442.630.394,00€	382.977.888,00€
VALENCIA CF	87,55%	12,45%	94,04%	5,96%	463.451.000,00€	482.099.000,00€

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

En cuanto a los equipos europeos analizados, éstos también presentan una estructura económica similar a la de los equipos españoles aunque su nivel de activo no corriente supera a la mayoría de equipos tanto de primera como de segunda división. Todos ellos presentan un activo no corriente por encima del 70% del activo total, incluso alguno supera el 80% como es el caso del *Manchester United* acercándose a los niveles que presenta el Valencia CF.

No se puede precisar que la mayoría de equipos europeos presenten una estructura económica similar a la de los equipos españoles puesto que en este caso solo se analizan cinco equipos de las grandes ligas europeas aunque sí es indicativo que los equipos con mayores recursos económicos presenten una estructura económica similar a la del Valencia CF, un activo no corriente elevado como consecuencia del elevado importe de los derechos federativos de los jugadores.

Idéntica estructura presentan los equipos europeos en su activo corriente que los equipos nacionales siendo el realizable la masa patrimonial con mayor peso por lo que parece desprenderse que la mayoría de los equipos de fútbol, sean españoles o extranjeros, tienen la misma composición en su activo corriente. En cuanto a la partida con mayor peso en el realizable existe más variedad que en los equipos nacionales ya que equipos como el Borussia Dortmund o el Olympique de Lyon tienen la partida “abonados y socios por cuotas” como la partida prioritaria en su activo corriente. En cambio, el resto de equipos extranjeros tienen la partida “deudores con entidades deportivas” como la partida con mayor peso en el realizable, al igual que la mayoría de los equipos nacionales.

Por lo que respecta al efectivo, únicamente en el Borussia Dortmund representa un peso destacado en la composición del activo corriente (en torno al 10%) y como se verá a continuación, al igual que el Huesca, presenta problemas de ociosidad con su liquidez inmediata. En cuanto a las existencias, al igual que los equipos nacionales, su peso no alcanza ni el 1% del total del activo e incluso la Roma no presenta contabilizadas existencias en su balance.

En cuanto a la evolución experimentada, todos incrementan su volumen de activo en el último ejercicio por lo que siguen la tónica mayoritaria de los equipos nacionales. El equipo que presenta un mayor crecimiento en su estructura económica en el último ejercicio es el Olympique de Lyon cuyo crecimiento asciende al 26% gracias al incremento del activo corriente, (incremento de la partida “deudores varios”) por lo que el activo corriente gana peso en su estructura económica existiendo, todavía un predominio del activo no corriente.

La estructura económica del resto de equipos europeos prácticamente se mantiene constante en los dos ejercicios y únicamente se puede destacar una variación porcentual en el Borussia Dortmund por la cual el activo no corriente se incrementa hasta alcanzar el 70% de la estructura económica como consecuencia del incremento de la partida “derechos por adquisición de jugadores”.

Una vez analizada y comparada la estructura económica de los equipos nacionales y europeos, las tablas 30 a 32 muestran la estructura financiera y el fondo de maniobra de los diversos equipos analizados.

Tabla 30. Estructura financiera de los equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	PN 2017	PNC 2017	PC 2017	PN 2016	PNC 2016	PC 2016	FM 2017	FM 2016
CD Alavés	24,85%	20,76%	54,39%	-2,44%	57,44%	45,00%	29.963,00€	-2.465.146,00€
Club Atlético de Madrid	4,22%	29,09%	66,69%	4,26%	46,46%	49,28%	-163.337.129,35€	-174.153.552,17€
FC Barcelona	15,17%	7,50%	77,33%	17,80%	7,61%	74,58%	-377.878.000,00€	-273.670.000,00€
Club Atlético Osasuna	30,83%	41,19%	27,98%	11,28%	48,86%	39,86%	-3.677.825,06€	-15.366.870,67€
Real Madrid CF	43,13%	15,09%	41,78%	42,32%	16,97%	40,71%	-131.869.000,00€	-85.629.000,00€
Sevilla FC	37,29%	14,28%	48,43%	34,74%	15,25%	50,01%	-19.025.000,00€	-9.647.000,00€
UD Las Palmas	34,05%	28,45%	37,50%	23,21%	45,01%	31,78%	-5.121.949,00€	-9.400.041,00€
VALENCIA CF	18,30%	51,55%	30,15%	23,24%	58,16%	18,60%	-82.042.000,00€	-60.918.000,00€
Villarreal CF	39,57%	22,36%	38,07%	50,51%	14,57%	34,92%	-13.083.366,95€	23.836.017,14€

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

En lo que se refiere a la situación financiera de los diferentes equipos de fútbol analizados en el ejercicio 2017, se observa un claro predominio de la financiación ajena en detrimento de la propia en todos los equipos de primera por lo que parece característico en los equipos de fútbol presentar un cierto grado de descapitalización, siendo en algunos casos excesivo. En cuanto al tipo de financiación ajena parece que predomina la financiación a corto plazo aunque este punto se verá con más detalle en el análisis de endeudamiento.

La totalidad de los equipos analizados presentan un patrimonio neto compuesto mayoritariamente por los fondos propios (en algunos equipos los fondos propios coinciden con el patrimonio neto) por lo que en este apartado no se comparará la composición del patrimonio neto, si no que se analizará y comparará el nivel de capitalización que presentan los diversos equipos.

La mayoría de equipos de primera división presentan un nivel de endeudamiento elevado en 2017 debido al peso que tiene la financiación ajena en su estructura financiera. El Atlético de Madrid es el equipo que presenta, con diferencia, un mayor nivel de endeudamiento seguido del Barcelona y del Valencia CF. Aunque no presenten un nivel de endeudamiento tan elevado como los equipos anteriores, equipos como el Alavés, Osasuna y Las Palmas también tienen un nivel de endeudamiento excesivo y deben procurar en los próximos ejercicios no incrementar su endeudamiento.

En el lado opuesto, los únicos equipos que muestran un nivel de capitalización adecuado son el Real Madrid, el Sevilla y el Villarreal puesto que sus fondos propios suponen cerca del 40% de la estructura financiera por lo que en los próximos ejercicios podrían plantearse incrementar su nivel de endeudamiento para intentar favorecer su rentabilidad financiera.

Por lo que respecta a la financiación ajena, la financiación que predomina en la mayoría de equipos en el ejercicio 2017 es a corto plazo, aunque con el análisis del ratio de calidad de la deuda se podrá profundizar más en este aspecto. Las deudas a corto plazo están compuestas, en su mayoría, por deudas con entidades de crédito (lo que supone un coste financiero para los equipos de fútbol) y por remuneraciones pendientes de pago a personal deportivo y no deportivo.

El único equipo de primera división que presenta una financiación ajena similar a la del Valencia CF es Osasuna puesto que en ambos equipos existe un predominio de la financiación a largo plazo y dentro de ésta las deudas con entidades de crédito a largo plazo suponen la mayor partida.

Realizado el análisis y la comparación de la estructura financiera de los equipos de primera con el Valencia CF, a continuación se procede a realizar un estudio de la evolución de la estructura financiera (análisis horizontal) a lo largo del periodo considerado (ejercicios 2016 y 2017).

La estructura financiera de los equipos de fútbol de primera división no presenta cambios de tendencia significativos de un ejercicio a otro, siendo el único caso destacable el Villarreal, que presentaba unos fondos propios superiores al 50% en 2016 y en el último ejercicio se han visto reducidos de forma considerable.

El Atlético de Madrid presenta un nivel de endeudamiento extremo en ambos ejercicios (el patrimonio neto no llega al 5%) y además sus deudas a corto plazo se han visto incrementadas por el efecto de reclasificar las deudas de largo plazo a corto plazo. Mientras tanto, equipos como el Real Madrid y el Villarreal presentan un nivel de endeudamiento adecuado en los dos ejercicios (en torno al 40%) aunque en el caso del equipo madrileño el pasivo corriente se ha incrementado en detrimento del pasivo no corriente por el incremento de las periodificaciones a corto plazo.

El único equipo que ha seguido la tónica del Valencia CF incrementando su nivel de endeudamiento en el último ejercicio ha sido el FC Barcelona como consecuencia de haber incrementado las deudas a corto plazo por el incremento de las periodificaciones a corto plazo.

El cambio más significativo lo presentan Osasuna y Alavés ya que gracias al ascenso de categoría, el club navarro ha logrado incrementar su nivel de capitalización pasando de un 11,28% en 2016 a un

30,83% en 2017 como consecuencia del incremento del resultado del ejercicio y de la reducción de las deudas a corto plazo con las Administraciones Públicas. En cuanto al Alavés, en 2016 presentaba un patrimonio neto de carácter negativo debido a los resultados negativos de ejercicios anteriores y gracias al ascenso de categoría, ha conseguido revertir en el último ejercicio la situación y presenta un patrimonio neto con saldo positivo gracias al incremento del resultado del ejercicio.

Todos los equipos de primera división, a excepción del Alavés, presentan un fondo de maniobra de signo negativo por lo que parece no podrían hacer frente a las deudas corrientes con su activo corriente. Los equipos que tienen un volumen de activo superior (véase Atlético de Madrid, Barcelona, Real Madrid y Valencia CF) son los equipos que presentan un mayor fondo de maniobra negativo sobre el activo total siendo el Barcelona el equipo que presenta un mayor fondo de maniobra negativo sobre el activo total (49,71%). En el lado opuesto se encuentra el Villarreal ya que presenta un menor fondo de maniobra negativo sobre el activo total (6,36%).

Si se comparan estos datos con los del Valencia CF, se observa que dentro de los cuatro equipos con mayor volumen de activo, únicamente el Real Madrid presenta un menor fondo de maniobra negativo sobre el activo que el del Valencia CF (12,27% y 17,70% respectivamente).

El fondo de maniobra negativo se explica porque todos los equipos, (a excepción del Atlético de Madrid), presentan un fondo de maniobra operativo de carácter negativo lo que arroja que no pueden hacer frente a las obligaciones a corto plazo con las actividades vinculadas al día a día, además de presentar también un fondo de maniobra extraoperativo negativo (a excepción del Alavés). El único equipo que presenta un fondo de maniobra positivo en el ejercicio 2017 es el Alavés como consecuencia de que las inversiones financieras en instrumentos de patrimonio son superiores a las obligaciones puramente financieras.

La evolución experimentada por el fondo de maniobra en estos equipos ha sido mayoritariamente negativa puesto que muy pocos clubes han sido capaces de generar una variación positiva en el último ejercicio por lo que parece que las políticas llevadas a cabo en la mayoría de equipos no han sido equilibradas. Al igual que el Valencia CF, tanto el Barcelona, el Real Madrid, el Sevilla y el Villarreal han experimentado una variación negativa en sus fondos de maniobra en el último ejercicio, siendo destacable el caso del Villarreal puesto que en 2016 presentaba un fondo de maniobra positivo (único equipo de primera división) y, sin embargo, su evolución ha sido tan desfavorable en 2017 que presenta saldo negativo. La desinversión llevada a cabo en el realizable y el incremento de las deudas a corto plazo parecen explicar esta disminución en el fondo de maniobra.

En el lado contrario, el caso del Alavés, que en el último ejercicio ha incrementado su activo corriente por encima del incremento de las deudas a corto plazo lo que arroja que presente un fondo de maniobra con saldo positivo. Otros equipos como el Atlético de Madrid, Osasuna o Las Palmas también han experimentado una variación positiva en el último ejercicio aunque siguen presentando un fondo de maniobra de carácter negativo.

Tabla 31. Estructura financiera de los equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	PN 2017	PNC 2017	PC 2017	PN 2016	PNC 2016	PC 2016	FM 2017	FM 2016
UD Almería	28,28%	17,06%	54,66%	43,56%	14,39%	42,05%	-2.401.191,34€	-1.707.533,20€
Cádiz CF	18,88%	43,49%	37,62%	21,93%	60,23%	17,84%	-7.645.711,00€	-3.926.830,00€
Getafe CF	-30,53%	31,84%	98,69%	-69,11%	36,06%	133,05%	-23.285.827,66€	-22.617.053,95€
SD Huesca	56,90%	7,40%	35,70%	68,34%	12,82%	18,85%	550.650,06€	736.387,17€
Levante UD	31,77%	39,29%	28,94%	31,35%	47,61%	21,04%	-7.664.920,00€	-8.739.999,26€
Real Valladolid CF	1,30%	82,69%	16,01%	-70,02%	154,95%	15,07%	-3.349.318,39€	-545.334,84€
VALENCIA CF	18,30%	51,55%	30,15%	23,24%	58,16%	18,60%	-82.042.000,00€	-60.918.000,00€
Real Zaragoza	1,64%	85,44%	12,92%	0,37%	78,96%	20,67%	-8.242.308,00€	-11.599.407,00€

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

Los equipos de segunda división presentan una estructura financiera similar a la de los equipos de primera, esto es, predominio de la financiación ajena en detrimento de la propia, siendo únicamente en el Huesca donde predomina la financiación propia. Además, tanto el Valladolid como el Zaragoza presentan una financiación ajena muy elevada (por encima del 98%) por lo que su nivel de capitalización es extremadamente reducido.

El caso del Getafe⁵⁴ es diferente al del resto de equipos dado que es el único equipo que presenta un patrimonio neto negativo en el ejercicio 2017 como consecuencia de tener un reducido capital social, obtener reducidos beneficios y de haber cosechado resultados negativos continuados en ejercicios anteriores.

También el Valladolid presenta un patrimonio neto negativo, aunque en el caso del equipo vallisoletano fue en 2016 como consecuencia de las elevadas pérdidas cosechadas en ejercicios anteriores. Mientras el Valladolid ha conseguido en el último ejercicio incrementar su patrimonio neto hasta tenerlo de carácter positivo gracias al importe de una subvención⁵⁵, el Getafe continúa teniendo patrimonio neto de signo negativo aunque éste se haya visto reducido también debido al importe de otra subvención⁵⁶ ya que el resultado del ejercicio, con el descenso de categoría ocurrido en 2016, se ha reducido considerablemente en el último ejercicio.

El resto de equipos prácticamente no sufren cambios en su estructura financiera y únicamente el Huesca experimenta una reducción porcentual en la financiación propia como consecuencia del incremento del endeudamiento a corto plazo aunque sigue predominando la financiación propia en su estructura financiera.

El único equipo que presenta un fondo de maniobra positivo es el Huesca por lo que los equipos de segunda división siguen la tónica de los equipos de primera y presentan un fondo de maniobra negativo como consecuencia del fondo de maniobra operativo.

El equipo que presenta un mayor fondo de maniobra negativo sobre el activo es el Getafe puesto que éste supone el 64,07% del total del activo, siendo muy superior al del resto de los equipos de segunda división ya que el siguiente equipo es el Cádiz que supone el 28,29%.

En cuanto a la comparación, el equipo que presenta un fondo de maniobra negativo sobre el activo más parejo al del Valencia CF es el Almería puesto que su fondo de maniobra negativo supone el 17,94% del total del activo. El resto de equipos de la categoría presentan un fondo de maniobra negativo sobre el activo en torno al 10%.

En relación con la evolución experimentada por el fondo de maniobra la mayoría han experimentado una variación negativa en el último ejercicio. Equipos como el Almería, el Cádiz o el Valladolid presentan la misma tónica que la del Valencia CF y han visto reducido su fondo de maniobra en el último ejercicio. Sin embargo, el Zaragoza ha sido el equipo que ha tenido una mayor variación positiva en su fondo de maniobra aunque siga teniendo carácter negativo por lo que parece que las políticas llevadas a cabo en el último ejercicio acercan un poco más al equipo maño al equilibrio económico-financiero.

⁵⁴ Según se desprende del informe de auditoría, el hecho que el Getafe presente un patrimonio neto negativo genera incertidumbre sobre la capacidad para continuar en funcionamiento. No obstante, existen factores que mitigan estas dudas, tales como el apoyo de los accionistas, así como el control económico y financiero que ejerce la Liga, que hace prever para las próximas temporadas beneficios como para restablecer el equilibrio patrimonial.

⁵⁵ El Valladolid ha recibido una subvención del Ayuntamiento de Valladolid dentro del programa de ayuda a clubes de élite de la ciudad y otra de la Diputación Provincial de Valladolid para mejoras en centros de tecnificación. Como se han cumplido las condiciones acordadas no son reintegrables.

⁵⁶ El Getafe ha recibido una subvención de capital correspondiente al Convenio de Colaboración entre el Getafe y el Ayuntamiento de Getafe para la cesión de uso de las instalaciones del estadio y las instalaciones de la ciudad deportiva.

En el caso de Getafe y Levante, el descenso de categoría producido 2016 no ha tenido el mismo efecto en los dos equipos. Mientras el primero ha visto cómo se reducía su fondo de maniobra debido al incremento del anticipo a clientes el segundo sí ha logrado incrementarlo como consecuencia de un incremento superior del activo corriente.

El caso del Huesca es único en el panorama nacional puesto que es el único equipo que ha sido capaz de tener un fondo de maniobra positivo en los dos ejercicios analizados, aunque en el último ejercicio se ha visto reducido como consecuencia de un incremento de las deudas con las Administraciones Públicas y de las periodificaciones a corto plazo. Por lo tanto, se puede concluir que si un equipo presenta un nivel de capitalización elevado su fondo de maniobra será positivo, como ocurre en el club oscense.

Tabla 32. Estructura financiera de los equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	PN 2017	PNC 2017	PC 2017	PN 2016	PNC 2016	PC 2016	FM 2017	FM 2016
Borussia Dortmund	71,42%	5,93%	22,65%	80,36%	6,84%	12,80%	32.790.000,00€	107.363.000,00€
Juventus	9,24%	44,52%	46,24%	9,41%	24,63%	65,96%	-139.891.157,00€	-204.917.355,00€
Manchester United	21,56%	47,68%	30,76%	21,12%	47,23%	31,65%	-299.449.685,27€	-324.516.853,64€
Olympique de Lyon	54,34%	31,56%	14,10%	57,98%	22,58%	19,44%	62.107.000,00€	-20.415.000,00€
AS Roma	1,30%	52,35%	46,35%	4,32%	48,09%	47,59%	-96.346.843,00€	-79.295.452,00€
VALENCIA CF	18,30%	51,55%	30,15%	23,24%	58,16%	18,60%	-82.042.000,00€	-60.918.000,00€

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

En cuanto a la financiación de los equipos europeos, la financiación a largo plazo predomina en su estructura financiera a excepción del Borussia Dortmund. El equipo germano tiene un porcentaje muy reducido de sus deudas a largo plazo, sin embargo, la mayoría de la deuda a corto plazo se corresponde con deuda sin coste financiero. El Manchester United es el equipo europeo que presenta el tipo de financiación más similar a la del Valencia CF puesto que en ambos equipos predomina la financiación a largo plazo en porcentajes parecidos (47,68% y 51,55% respectivamente) siendo la única diferencia que la deuda a largo plazo del Manchester United se corresponde mayoritariamente con deuda sin coste mientras que la del Valencia CF sí tiene coste financiero. Por último, la Juventus es el equipo que presenta un mayor equilibrio entre su financiación, sus deudas a corto plazo son ligeramente superiores a las deudas a largo plazo.

Los equipos europeos son los que presentan menor variación de un ejercicio siendo los únicos equipos que presentan una variación reseñable el Borussia Dortmund y la Juventus. El equipo germano experimenta una reducción porcentual de su patrimonio neto debido al incremento de las deudas a corto plazo pero esto no supone un problema puesto que su nivel de capitalización es el más elevado de todos los equipos analizados en los dos ejercicios. En cambio, el equipo italiano ha experimentado un incremento de las deudas a largo plazo en el último ejercicio como consecuencia del efecto de reclasificar las deudas con

entidades de crédito de corto a largo plazo por lo que aunque el nivel de endeudamiento es excesivo en los dos ejercicios (su patrimonio neto no llega al 10%) la calidad de su deuda se ha visto mejorada.

En relación con el fondo de maniobra, los equipos europeos, a excepción del Borussia Dortmund y del Olympique de Lyon, presentan un fondo de maniobra de signo negativo en el ejercicio 2017. Tanto la Juventus como el Manchester United tienen un fondo de maniobra operativo y extraoperativo negativo mientras que la Roma solo presenta signo negativo en el fondo de maniobra operativo puesto que tiene numerosos activos en inversiones financieras.

El equipo europeo que presenta un mayor fondo de maniobra negativo sobre el activo es la Juventus cuyo valor asciende al 24,22% mientras que el equipo que presenta un valor similar al del Valencia CF es el Manchester United cuyo fondo de maniobra negativo sobre el activo asciende al 15,04%.

No es casualidad que los equipos que presentan un nivel de capitalización más elevado tengan un fondo de maniobra positivo puesto que la financiación ajena tiene menor peso en la estructura financiera. Como ocurre en el caso del Huesca, tanto el Borussia Dortmund como el Olympique de Lyon presentan un nivel de capitalización elevado lo que se traduce presentar un fondo de maniobra positivo. La razón por la cual los dos equipos presentan un fondo de maniobra positivo se debe al signo positivo del fondo de maniobra operativo puesto que ambos presentan un fondo de maniobra extraoperativo de carácter negativo.

La evolución experimentada por el fondo de maniobra en los equipos europeos ha sido variada puesto que ha habido equipos en los que se ha experimentado una variación positiva y en cambio en otros la variación ha sido negativa. El caso más excepcional es el del Olympique de Lyon puesto que ha pasado de presentar un fondo de maniobra negativo en 2016 a tenerlo positivo en 2017 como consecuencia del incremento del realizable. Aunque presente un fondo de maniobra positivo, el Borussia Dortmund ha visto como se ha reducido su fondo de maniobra en el último ejercicio debido a la pérdida de peso que ha sufrido el activo corriente en su estructura económica como consecuencia de la desinversión en realizable.

Tanto la Juventus como el Manchester United han experimentado una variación positiva en su fondo de maniobra en el último ejercicio aunque siguen teniéndolo negativo por lo que deberán seguir esta tónica en futuros ejercicios para acercarse al equilibrio económico-financiero. En cambio, la Roma se aleja del equilibrio económico-financiero en el último ejercicio debido al incremento de la financiación ajena en su estructura financiera.

5.2. Análisis de la situación de liquidez de los equipos españoles y europeos

Tras realizar el análisis y comparación de la estructura económica y financiera de los equipos de fútbol españoles y europeos, en este apartado se procede a analizar los ratios de liquidez de los clubes de fútbol analizados para poder comparar los resultados obtenidos con los del Valencia CF y poder obtener conclusiones más precisas de las que se obtuvieron con el análisis individual.

Para llevar a cabo el análisis y comparación de una forma más sencilla mejorando así su comprensión se continuará con la metodología empleada anteriormente y se dividirá a los diferentes equipos según la categoría mencionada en la página 39.

Tabla 33. Ratios de liquidez equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	LG 2017	Tsr 2017	Disp 2017	D.disp 2017	LG 2016	Tsr 2016	Disp 2016	D.disp 2016
CD Alavés	1,001	0,999	0,333	59,178	0,603	0,601	0,280	66,867
Club Atlético de Madrid	0,603	0,600	0,049	35,507	0,351	0,346	0,096	62,912
FC Barcelona	0,357	0,357	0,158	61,607	0,329	0,329	0,067	18,052
Club Atlético Osasuna	0,766	0,766	0,488	84,391	0,202	0,202	0,025	14,172
Real Madrid CF	0,706	0,701	0,396	110,385	0,799	0,793	0,497	168,643
Sevilla FC	0,809	0,798	0,360	92,949	0,875	0,861	0,410	92,858
UD Las Palmas	0,790	0,789	0,252	48,497	0,373	0,372	0,076	12,256
VALENCIA CF	0,413	0,412	0,071	34,355	0,320	0,318	0,060	15,290
Villarreal CF	0,833	0,833	0,398	127,200	1,410	1,405	0,297	88,279

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

Los equipos de primera división, según se desprende del valor del ratio de liquidez general, presentan problemas de liquidez graves puesto que todos los equipos presentan valores inferiores a la unidad (a excepción del Alavés) por lo que parece que no pueden hacer frente a las deudas más inmediatas con el activo corriente. Estos valores no hacen sino corroborar la situación detectada anteriormente en la cual se mencionaba los problemas que tenían los equipos para hacer frente a las obligaciones puesto que muy pocos equipos presentaban un fondo de maniobra de carácter positivo. Además, la tendencia mayoritaria

de presentar una estructura económica en la que el activo corriente tiene poco peso y un nivel de endeudamiento con un peso destacado de las deudas a corto plazo ocasionan que los ratios de liquidez se sitúen por debajo de sus valores adecuados.

El equipo que presenta mayores problemas de liquidez es el Barcelona seguido del Valencia CF debido principalmente a que ambos equipos presentan una estructura económica con reducido peso del activo corriente y un elevado nivel de endeudamiento en el que las deudas a corto plazo son mayoritarias en el equipo catalán y en el equipo valenciano aunque no sean mayoritarias tienen un peso elevado lo que arroja que ambos equipos presenten serios problemas de liquidez. El resto de equipos presentan la misma tónica y tienen los mismos problemas graves de liquidez que los dos anteriores por lo que también se prevé que puedan tener problemas para afrontar las obligaciones más inmediatas tanto en este ejercicio como en ejercicios futuros.

Aunque el Alavés sea el único equipo de primera división que presente un ratio de liquidez general por encima de la unidad (1,001), todavía se encuentra alejado del valor adecuado para este ratio (su valor adecuado se encuentra entre 1,5 y 2) por lo que si en ejercicios futuros se produce un incremento de las obligaciones a corto plazo puede acarrearle problemas de liquidez.

El ratio de tesorería aporta las mismas conclusiones que el ratio de liquidez general puesto que este ratio elimina el efecto de las existencias y ninguno de los equipos analizados presenta existencias contabilizadas en su balance superiores al 1% del activo total por lo que los valores de estos dos ratios son muy parejos en la mayoría de equipos siendo incluso en algunos casos idéntico (caso del Barcelona, de Osasuna y del Villarreal) por lo que no se abordará su análisis.

En cuanto a los valores del ratio de disponibilidad, éstos son los que reflejan mayor variedad entre los equipos analizados ya que mientras en los dos ratios anteriores todos los equipos arrojaban la misma conclusión, los valores de este ratio arrojan diferentes diagnósticos entre los equipos analizados. Para considerar que el valor de este ratio sea adecuado su valor deberá ser entre 0,2 y 0,4.

Los equipos que tienen una mayor deficiencia en su efectivo según el ratio de disponibilidad son el Atlético de Madrid y el Valencia CF, además, el Barcelona también presenta problemas de disponibilidad inmediata aunque no tan acrecentados como el equipo madrileño y el valenciano. Todo esto no hace más que corroborar los problemas de liquidez que arrastran los tres equipos. El resto de equipos de esta categoría presentan niveles adecuados de efectivo por lo que se desprende una gestión eficiente aunque en el caso del Real Madrid y del Villarreal, al encontrarse ambos equipos cerca del límite de la ociosidad (sus ratios de disponibilidad son 0,396 y 0,398 respectivamente) podrían plantearse invertir algo de efectivo en inversiones financieras a corto plazo puesto que ambos equipos no tienen inversión alguna.

En el lado contrario se encuentra Osasuna ya que según se desprende del valor del ratio de disponibilidad presenta ociosidad en su efectivo puesto que su valor (0,488) se encuentra por encima de lo que se considera adecuado por lo está perdiendo rentabilidad. Para intentar obtener una rentabilidad a ese excedente de efectivo que posee, el cuadro navarro podría plantearse en un futuro incrementar sus inversiones financieras mediante instrumentos de patrimonio en otras empresas con tal de tener el dinero en "movimiento".

El ratio de días de disponible representa el número de días que podrán hacerse frente a los pagos de explotación con el efectivo existente. Al ser un ratio tan volátil no existen referencias sobre qué valor

es el adecuado para este ratio pero cuanto mayor valor tenga este ratio más beneficioso será para el equipo de fútbol puesto que tendrá mayor capacidad para hacer frente a los pagos derivados de su actividad con el efectivo existente, es decir, sin la entrada de efectivo nuevo.

El equipo de primera división que presenta un ratio superior de días de disponible es el Villarreal seguido del Real Madrid, siendo los dos únicos equipos que superan los 100 días debido al elevado efectivo que poseen. Cabe destacar el caso de Osasuna puesto que como es el único equipo de primera que presenta ociosidad de efectivo cabría esperar que fuera el equipo que tuviera un mayor valor en el ratio de días de disponibilidad pero, sin embargo, es superado tanto por el Real Madrid, el Villarreal y el Sevilla como consecuencia de los elevados pagos de explotación (aprovisionamientos, gastos de personal, otros gastos de explotación) que tiene el club navarro.

No es casualidad que los equipos que presenten un menor ratio de disponibilidad sean los equipos que presenten menor valor en el ratio de días de disponibilidad. En el caso del Atlético de Madrid y el Valencia CF que son los dos equipos que tienen menor valor de ratio de disponibilidad también son los que tienen menor capacidad para hacer frente a los pagos de explotación con el efectivo existente (35 días y 34 días respectivamente) siendo el equipo valenciano el equipo de primera división que menor capacidad presenta.

Llevado a cabo el análisis de liquidez de los equipos de primera división mediante el uso de ratios, a continuación se procede a realizar la evolución de la liquidez (análisis horizontal) para comparar los resultados con los del Valencia CF.

Estos equipos presentan una evolución variada en relación con el ratio de liquidez general puesto que hay equipos que logran incrementarlo en el último ejercicio como en el caso del Valencia CF y otros equipos que experimentan una disminución en este ratio. Tanto el Atlético de Madrid como Las Palmas experimentan un crecimiento en su liquidez general en el último ejercicio que suaviza un poco la situación asfixiante en relación con su liquidez gracias al incremento del realizable en ambos equipos y al incremento del efectivo en el caso del equipo canario. El resto de equipos prácticamente mantienen constante sus valores en el periodo analizado y continúan presentando problemas con la liquidez.

El ascenso de categoría que consiguieron en 2016 el Alavés y Osasuna ha permitido que en último ejercicio hayan experimentado un crecimiento en el ratio de liquidez como consecuencia de un incremento superior del activo corriente que el del producido en las deudas a corto plazo. Aunque haya habido una variación positiva en el ratio de liquidez general en el último ejercicio, ambos equipos se encuentran todavía por debajo del valor adecuado aunque en el caso del equipo vitoriano este incremento le permite poder hacer frente a todas las deudas a corto plazo con su activo corriente puesto que el valor del ratio es superior a la unidad. En el caso del equipo navarro, en el ejercicio 2016, con el equipo en segunda división la situación de liquidez era extrema (su valor era 0,202) por lo que el ascenso de categoría ha oxigenado un poco la situación (en 2017 su valor es 0,766) presentando una situación de liquidez mejor en el último ejercicio que la del Valencia CF.

El caso contrario al de los dos equipos anteriores se encuentra en el Villarreal cuya evolución del ratio de liquidez general ha sido desfavorable puesto que se ha reducido considerablemente en el último ejercicio pasando de un valor adecuado (1,410 en 2016) a un valor inferior a la unidad (0,833). Esta disminución ha sido consecuencia conjunta tanto de la reducción del activo corriente (debido a la

partida “deudores varios”) como al incremento de las deudas corrientes (debido a la partida “acreedores varios” y a las periodificaciones a corto plazo).

En relación con la evolución del ratio de disponibilidad y el de días de disponible prácticamente la totalidad de los equipos experimentan un crecimiento en el último ejercicio como consecuencia del incremento del efectivo. El equipo que ha experimentado un mayor crecimiento en este ratio ha sido Osasuna puesto que ha pasado de tener problemas de disponibilidad a presentar ociosidad en el último ejercicio. Otro de los equipos que presenta una evolución favorable en su disponibilidad es Las Palmas ya que al igual que el equipo navarro ha pasado de una situación desfavorable a presentar un nivel de disponibilidad adecuado logrando así ambos equipos un incremento conjunto tanto del ratio de disponibilidad como del de días de disponible.

El resto de equipos presentan una evolución similar a la del Valencia CF y logran incrementar su efectivo en el último ejercicio (a excepción del Atlético de Madrid) lo que les permite mejorar su situación de liquidez respecto al ejercicio anterior. Destacar también la evolución experimentada por el Barcelona puesto que en 2016 presentaba un ratio de disponibilidad similar al del Valencia CF (en torno al 0,06) y en cambio en el último ejercicio la evolución del equipo catalán ha sido muy superior a la experimentada por el equipo valenciano (0,158 y 0,071 respectivamente) lo que se ha traducido también en un incremento en el número de días en los que puede hacer frente a los pagos derivados de su actividad con el efectivo existente.

Tabla 34. Ratios de liquidez equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	LG 2017	Tsr 2017	Disp 2017	D.disp 2017	LG 2016	Tsr 2016	Disp 2016	D.disp 2016
UD Almería	0,672	0,658	0,117	30,440	0,663	0,663	0,132	14,097
Cádiz CF	0,248	0,248	0,038	14,781	0,122	0,121	0,024	7,965
Getafe CF	0,351	0,351	0,138	56,253	0,350	0,350	0,007	2,919
SD Huesca	1,262	1,262	0,685	69,652	1,815	1,815	0,739	40,681
Levante UD	0,662	0,638	0,021	6,471	0,415	0,396	0,053	8,675
Real Valladolid CF	0,456	0,456	0,071	17,603	0,839	0,839	0,025	2,954
VALENCIA CF	0,413	0,412	0,071	34,355	0,320	0,318	0,060	15,290
Real Zaragoza	0,272	0,272	0,053	15,808	0,392	0,392	0,025	12,242

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

Los equipos de segunda división presentan unos ratios de liquidez general reducidos si se comparan con los de los equipos de primera división a excepción del Huesca. La tendencia en esta categoría es presentar problemas graves de liquidez general ya que salvo el Huesca ningún equipo presenta un valor de este ratio por encima de la unidad, incluso ninguno presenta un ratio de liquidez general por encima de 0,7 lo que denota una difícil situación que se traduce en problemas para hacer frente a las obligaciones más inmediatas.

Hay equipos de segunda división que presentan unos ratios de liquidez general y disponibilidad similares a los del Valencia CF, habiendo incluso equipos como el Cádiz, el Getafe o el Zaragoza que presentan valores inferiores a los del equipo valenciano por lo que estos equipos, al igual que el Valencia CF, presentan problemas de liquidez para afrontar las deudas a corto plazo.

El caso más llamativo en esta categoría lo presenta el Huesca puesto que es el equipo nacional que presenta una mayor capacidad para hacer frente a las deudas a corto ya que es el único equipo, junto al Alavés, que su ratio supera la unidad (1,262) y el único equipo nacional que presentaba un fondo de maniobra positivo en ambos ejercicios, aunque la reducción que ha tenido en el fondo de maniobra se ha traducido en una reducción del ratio.

En cuanto al ratio de disponibilidad se pueden extraer las mismas conclusiones que las extraídas con el ratio de liquidez general, todos los equipos de esta categoría, a excepción del Huesca, presentan problemas de disponibilidad inmediata. El nivel de efectivo del equipo oscense se puede comparar con el caso de Osasuna puesto que ambos equipos presentan ociosidad en el último ejercicio, aunque en el caso del Huesca presenta mayores niveles de ociosidad por lo que si la entidad pretende obtener una rentabilidad de estos recursos ociosos, debería invertir el excedente en empresas del grupo o realizar inversiones financieras como lleva haciendo los últimos ejercicios.

En relación con el ratio de días de disponible, como guarda relación con el ratio de disponibilidad, se puede concluir que los equipos que presentan un nivel de disponibilidad reducido tendrán un valor de este ratio reducido. Esta conclusión se puede alcanzar analizando ambos ratios de forma conjunta en equipos como el Cádiz, el Levante y el Zaragoza puesto que son los equipos que presentan un menor ratio de disponibilidad lo que se traduce en que tengan menor capacidad para hacer frente a los pagos de explotación por lo que presentan los valores más reducidos.

Cabe destacar el caso del Valladolid puesto que presenta el mismo ratio de disponibilidad que el Valencia CF y sin embargo su ratio de días de disponible se traduce a la mitad respecto al equipo valenciano como consecuencia del importante peso en relación con la cifra de negocio que tienen los gastos de personal en el equipo vallisoletano lo que ocasiona que el margen para hacer frente a esos pagos con el efectivo existente se vea reducido respecto al equipo valenciano.

La evolución de los ratios de liquidez en los equipos de segunda división sigue una tendencia similar a la de los equipos de primera división dado que los equipos de esta categoría presentan también variedad en la evolución de los ratios en el periodo analizado.

Equipos como el Almería y el Cádiz han mejorado su situación de liquidez en el último ejercicio por lo que han seguido una evolución similar a la experimentada por el Valencia CF aunque presentan los mismos problemas que el equipo valenciano y aunque hayan logrado incrementar su ratio de liquidez general continúan presentando problemas de liquidez por lo que deberán continuar con esta tendencia favorable. En el lado opuesto se encuentran equipos como el Valladolid o el Zaragoza que experimentan una evolución desfavorable en el último ejercicio y acrecientan los problemas de liquidez siendo más preocupante en el caso del equipo aragonés puesto que ya presentaba problemas de liquidez extrema en 2016. La disminución del ratio de liquidez general en el caso del Valladolid ha sido acuciada puesto que prácticamente se ha reducido a la mitad como consecuencia del incremento de los acreedores comerciales y de las periodificaciones a corto plazo.

El descenso de categoría en 2016 no parece haber afectado negativamente a la situación de liquidez del Levante puesto que en el último ejercicio ha logrado incrementarlo debido al incremento de la partida "deudores con entidades deportivas" aunque todavía sigue presentando problemas de liquidez graves. En el caso del Getafe, el otro equipo que descendió de categoría en 2016, su ratio de liquidez

general prácticamente permanece constante en ambos ejercicios por lo que continúa presentando problemas graves en relación con su liquidez.

El Huesca, en cambio, ha experimentado una variación negativa en el ratio de liquidez general puesto que presentaba un valor adecuado en 2016 (1,815) pero en el último ejercicio se ha reducido (1,262) como consecuencia del incremento de las deudas con acreedores y por las periodificaciones a corto plazo. Aunque la situación de liquidez haya empeorado en el último ejercicio, esto no debe ser un signo de alarma ya sigue siendo el equipo nacional que presenta una mejor situación de liquidez y todavía tiene margen para poder hacer frente a las deudas a corto plazo con su activo corriente.

En cuanto al ratio de disponibilidad y al de días de disponible de los equipos de segunda división presentan la misma tónica que el ratio de liquidez y la mayoría logran incrementarlos en el último ejercicio. Tanto el Cádiz, el Getafe, el Valladolid y el Zaragoza logran incrementar su ratio de disponibilidad gracias al incremento de efectivo experimentado en el último ejercicio por lo que siguen la tónica del Valencia CF (incluso el Valladolid presenta el mismo nivel de disponibilidad en 2017) aunque ninguno de estos equipos alcanza un nivel adecuado de liquidez inmediata por lo que deberán seguir esta tendencia. En cuanto al ratio de días de disponible, todos estos equipos experimentan un crecimiento siendo destacable el caso del Getafe puesto que ha pasado de tener únicamente 2 días de efectivo para hacer frente a los pagos derivados de la actividad a tener 56 días de efectivo.

El Almería ha experimentado una reducción en el ratio de disponibilidad habiendo experimentado un crecimiento del efectivo en el último ejercicio como consecuencia del incremento superior de las deudas a corto plazo. Con la disminución del ratio de disponibilidad cabría suponer que el ratio de días de disponible también se vería reducido en el equipo almeriense pero, sin embargo, éste se ha visto incrementado debido a que los otros gastos de explotación (sobretudo servicios exteriores, tributos y desplazamientos) se han visto reducidos en el último ejercicio.

El Levante es el único equipo de toda la segunda división que experimenta una reducción conjunta tanto del ratio de disponibilidad como del ratio de días de disponible como consecuencia conjunta de no haber generado efectivo en el último ejercicio y del incremento de las deudas a corto plazo lo que origina la disminución de ambos ratios a niveles muy preocupantes.

El Huesca, como se comentó anteriormente, es el único equipo de segunda división que presenta excedente de efectivo en el periodo analizado por lo que está perdiendo rentabilidad en su activo. Aunque se haya reducido el nivel de ociosidad en el último ejercicio no ha sido como consecuencia de haber incrementado las inversiones (incluso éstas se han visto reducidas en el último ejercicio) sino a causa del incremento de las deudas a corto plazo. Invertir ese excedente de efectivo en inversiones financieras o en inversiones en empresas del grupo parece la solución más acorde para obtener rentabilidad en un futuro.

Tabla 35. Ratios de liquidez equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	LG 2017	Tsr 2017	Disp 2017	D.disp 2017	LG 2016	Tsr 2016	Disp 2016	D.disp 2016
Borussia Dortmund	1,297	1,296	0,410	56,057	2,940	2,939	0,898	71,684
Juventus	0,476	0,472	0,107	34,808	0,345	0,341	0,010	4,325
Manchester United	0,511	0,507	0,128	65,886	0,472	0,469	0,151	85,173
Olympique de Lyon	1,985	1,938	0,079	97,694	0,704	0,675	0,264	442,144
AS Roma	0,530	0,530	0,002	0,590	0,565	0,565	0,041	14,411
VALENCIA CF	0,413	0,412	0,071	34,355	0,320	0,318	0,060	15,290

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

Por último, los equipos europeos son los que presentan mayor variedad puesto que el Borussia Dortmund y el Olympique de Lyon presentan unos niveles de liquidez adecuados (por encima del de los equipos nacionales) según se desprende del ratio de liquidez general y en cambio, equipos como el Manchester United, Juventus y Roma presentan problemas de liquidez al igual que la mayoría de equipos españoles.

Parece que la tendencia en los equipos italianos es presentar unos niveles de liquidez muy bajos puesto que la Juventus y la Roma presentan un ratio de liquidez general muy reducido (0,476 y 0,530 respectivamente) por lo que se desprende que tendrán problemas para hacer frente a las deudas más inmediatas. El Manchester United presenta unos niveles similares a los de los equipos italianos por lo que también presenta problemas para hacer frente a las deudas más inmediatas con el activo corriente. Si los valores de los ratios de liquidez general de estos tres equipos europeos se comparan con los del Valencia CF las conclusiones obtenidas serán similares puesto que todos presentan graves problemas de liquidez y dificultad para hacer frente a las deudas, aunque la situación del Valencia CF es un poco más favorable que la de estos tres equipos.

En cambio, el Olympique de Lyon presenta unos niveles de liquidez adecuados y no tiene problemas para hacer frente a las deudas más inmediatas con su activo corriente siendo además el equipo de todos los analizados que presenta un mayor valor en el ratio de liquidez general (1,985) aunque este valor se encuentra cercano a la ociosidad⁵⁷. El Borussia Dortmund también presenta un ratio de liquidez superior a la unidad lo que arroja que pueda hacer frente a las deudas más inmediatas.

En cuanto al ratio de disponibilidad y días de disponible de los equipos europeos todos los equipos, a excepción del Borussia Dortmund, presentan problemas de disponibilidad inmediata. Resulta llamativo el caso del Olympique de Lyon puesto que presentaba unos niveles de liquidez general adecuados e incluso cercanos a la ociosidad y en cambio, su nivel de disponibilidad es similar al del Valencia CF (0,079) por lo que se desprende la importancia que tiene el realizable en el activo corriente del equipo francés. El caso de la Roma en relación con su disponibilidad es preocupante puesto que es el equipo que presenta tanto un menor ratio tanto de disponibilidad como de días de disponible de todos los equipos analizados (0,002). Además, con el efectivo existente no puede hacer frente a los pagos de explotación ni un día por lo que el equipo italiano presenta problemas extremos de efectivo.

En cuanto a la evolución, el ratio de liquidez en los equipos europeos se ha mantenido prácticamente constante en el periodo analizado en la mayoría de equipos europeos, siendo las evoluciones del Borussia Dortmund y del Olympique de Lyon las más destacadas.

En el caso del equipo germano, en 2016 presentaba ociosidad en su activo corriente ya que su ratio de liquidez general era superior al doble del pasivo corriente (2,940) por lo que perdía rentabilidad en su activo corriente, la reducción producida en el último ejercicio ha sido consecuencia del incremento de las deudas a corto plazo y de la desinversión en el realizable.

En el caso del equipo francés, la evolución ha sido contraria a la del equipo germano puesto que en 2016 presentaba problemas de liquidez general (tenía un ratio inferior a la unidad) y en el último ejercicio ha logrado solucionar estos problemas de liquidez gracias al incremento de la partida "deudores varios" que se ha cuadruplicado en el último ejercicio.

En cuanto a los ratios de disponibilidad y de días de disponible, ninguno de los equipos analizados ha experimentado una evolución favorable en el último ejercicio. Aunque la evolución de la disponibilidad inmediata en el Borussia Dortmund pareciera favorable puesto que pasa de tener ociosidad en su efectivo (0,898) a presentar niveles adecuados (0,410), esta disminución radica en el incremento de las deudas a corto plazo (concretamente los acreedores comerciales) y en la disminución de efectivo puesto que en el último ejercicio no ha sido capaz de generar efectivo lo que ocasiona que ambos ratios se reduzcan.

Otro de los equipos que experimenta una reducción desfavorable en relación con su liquidez inmediata es el Olympique de Lyon. Si el equipo francés experimentaba una evolución favorable en el último ejercicio tanto en el ratio de liquidez general como en el de tesorería, su evolución en el ratio de disponibilidad y en el de días de disponible es todo lo contrario y presenta una evolución desfavorable. Esta evolución desfavorable en ambos ratios se debe al efecto de una reducción importante de efectivo en el último ejercicio (se ha reducido un 73%) lo que ha ocasionado que presente un ratio de disponibilidad reducido (0,079) y similar al del Valencia CF cuando en el último ejercicio presentaba un ratio de disponibilidad adecuado (0,264). Evolución similar la experimentada por el ratio de días

⁵⁷ Se considera que el activo corriente presenta ociosidad cuando es superior al doble del pasivo corriente.

disponible puesto que el equipo francés presentaba el ratio más elevado de todos los equipos analizados (442 días) y en el último ejercicio ha visto como se reducía este ratio por debajo de los 100 días situándolo por debajo incluso de algunos equipos nacionales.

Tanto el Manchester United como la Roma presentan también una evolución desfavorable de la liquidez inmediata en el último ejercicio aunque no tan acuciada como la del equipo francés. El equipo italiano, como se comentó anteriormente, ya presentaba problemas de liquidez en 2016 y en este último ejercicio no han hecho más que acrecentarse y presenta los ratios de disponibilidad y de días de disponible más bajos de todos los equipos analizados debido al efecto conjunto de la disminución de efectivo y del incremento de las deudas a corto plazo. En el equipo inglés esta disminución ha sido únicamente ocasionada por la disminución de efectivo.

5.3. Análisis de la situación de endeudamiento de los equipos españoles y europeos

Anteriormente, en una primera aproximación en el análisis de la situación financiera, ya se ha señalado el aparente exceso de nivel de endeudamiento que presentan la mayoría de equipos analizados. A continuación, a través del método de los ratios, se ampliará esta perspectiva permitiendo conocer no solo el volumen y la calidad de la deuda de los equipos escogidos sino también la carga financiera que soportan y su coste de financiación para su posterior comparación con los ratios obtenidos en el análisis individual del Valencia CF.

Para facilitar el análisis y comprensión de la situación de endeudamiento de los equipos de fútbol españoles y europeos, se continuará con la metodología empleada anteriormente en el análisis de la situación de liquidez y se procederá a dividir a los equipos según la categoría a la que pertenecen y que se menciona en la página 39.

Tabla 36. Ratios de endeudamiento equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	Endeud 2017	Autono 2017	Calidad 2017	GF/ventas 2017	Coste 2017	Cob GF 2017	Endeud 2016	Autono 2016	Calidad 2016	GF/ventas 2016	Coste 2016	Cob GF 2016
CD Alavés	0,75	0,33	0,72	0,002	0,014	78,39	1,02	-0,02	0,44	0,018	0,011	4,70
Club Atlético de Madrid	0,96	0,04	0,70	0,115	0,093	0,97	0,96	0,04	0,51	0,140	0,124	1,78
FC Barcelona	0,85	0,18	0,91	0,003	0,037	15,53	0,82	0,22	0,91	0,025	0,064	3,43
Club Atlético Osasuna	0,69	0,45	0,40	0,012	0,047	36,78	0,89	0,13	0,45	0,044	0,033	5,96
Real Madrid CF	0,57	0,76	0,73	0,004	0,026	9,17	0,58	0,73	0,71	0,008	0,049	7,67
Sevilla FC	0,63	0,59	0,77	0,001	0,020	208,80	0,65	0,53	0,77	0,001	0,033	131,32
UD Las Palmas	0,66	0,52	0,57	0,005	0,016	43,54	0,77	0,30	0,41	0,015	0,032	13,32
VALENCIA CF	0,817	0,224	0,369	0,150	0,057	0,085	0,768	0,303	0,242	0,149	0,062	-1,631
Villarreal CF	0,60	0,65	0,63	0,007	0,018	-4,37	0,49	1,02	0,71	0,005	0,018	47,61

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

La información que se desprende de los ratios de endeudamiento de los equipos de primera división complementa lo comentado anteriormente en el análisis de la situación financiera puesto que la tónica en primera división es presentar un predominio de la financiación ajena en la estructura financiera. Para el ratio de endeudamiento suele ser aconsejable un valor del ratio comprendido entre el 40% y el 60% para evitar situaciones de financiación anómalas.

Según se desprende de la tabla 36, a excepción del Real Madrid y del Villarreal, el resto de equipos presentan un ratio de endeudamiento superior al 60% por lo que presentan un endeudamiento excesivo. En el caso del Atlético de Madrid, Barcelona y Valencia presentan un endeudamiento extremo puesto que su ratio de endeudamiento supera el 80% por lo que la financiación propia tiene un peso muy reducido en estos tres equipos.

En este mismo sentido se revela el ratio de autonomía, lo cual resulta obvio puesto que expresa la relación que existe entre las fuentes de financiación propia y ajena. Los valores entre los que se considera adecuado que fluctúe este ratio oscilan entre 0,7 y 1,5 siendo su evolución contraria a la reflejada por el ratio de endeudamiento, por tanto, los equipos que presenten un mayor ratio de endeudamiento tendrán un menor ratio de autonomía. Como la mayoría de equipos presentan un ratio de endeudamiento elevado, la tónica en primera división es presentar unos niveles reducidos en el ratio de autonomía.

Se aprecia que tanto el Atlético de Madrid, el Barcelona y el Valencia, que son los equipos que tiene el mayor nivel de endeudamiento de los equipos de primera división, son los que presentan también el menor ratio de autonomía. En el lado opuesto, únicamente el Real Madrid tiene unos niveles de autonomía adecuados.

En cuanto a la calidad de la deuda, la mayoría de equipos de primera división presenta una calidad baja con predominio de la financiación a corto plazo en la estructura financiera. Según se desprende del balance de los equipos de primera división, dentro de la financiación a corto plazo, en la mayoría de equipos existe un predominio de la deuda sin coste financiero, concretamente los acreedores comerciales (la partida con mayor peso son las remuneraciones pendientes de pago tanto al personal deportivo como al no deportivo).

Si se compara los ratios de calidad de la deuda de los equipos de primera división, se observa que el equipo que presenta una mayor calidad en su financiación es el Valencia CF seguido de Osasuna puesto que son los dos únicos equipos con predominio de la financiación ajena en su estructura financiera. En el lado contrario, se encuentran equipos como el Atlético de Madrid o el Barcelona que además de presentar un nivel de endeudamiento excesivo, éste a su vez es mayoritariamente a corto plazo lo que implica que su calidad sea baja, ocasionando, por tanto, los graves problemas de liquidez que se mencionaron en el análisis de liquidez.

Un endeudamiento excesivo no supone en todos los casos una situación financiera comprometida para los equipos de fútbol ya que, en ocasiones, pueden soportar perfectamente una estructura financiera más arriesgada que alivie el esfuerzo de depender de los capitales propios. Por eso, complementar el análisis de endeudamiento con otros aspectos que informen sobre la capacidad para soportar la carga financiera derivada de su endeudamiento o la garantía que es capaz de ofrecer a sus acreedores es esencial para alcanzar conclusiones más precisas. Para ello, se analizarán los ratios de gastos financieros sobre ventas, coste de la deuda y cobertura de gastos financieros.

En cuanto al ratio de gastos financieros sobre ventas, un valor por encima de 0,05 se considera que los gastos financieros son excesivos y suele ser aconsejable un valor del mismo inferior a 0,04. La tónica de los equipos de primera división es presentar unos gastos financieros sobre ventas adecuados siendo la excepción tanto el Atlético de Madrid como el Valencia CF que son los únicos equipos que presentan unos gastos financieros excesivos (por encima del 10%). En el resto de

equipos únicamente destacar el caso del Villarreal que también presenta excesivos gastos financieros en el último ejercicio (0,007) aunque no tan acuciados como los del Atlético y el Valencia CF.

No es casualidad que los equipos que presentan un nivel de endeudamiento elevado y en el que las deudas con coste financiero tienen un peso destacado en la estructura financiera presenten unos gastos financieros elevados, como es el caso del equipo madrileño y el valenciano. Intentar reducir los elevados gastos financieros que sufren estos dos equipos será una de las tareas que tendrán que acometer en ejercicios futuros.

El ratio de cobertura de gastos financieros informa sobre la capacidad para hacer frente a los gastos financieros con el resultado de explotación por lo que el valor de este ratio deberá ser, en una situación favorable, superior a la unidad y lo más elevado posible, a no ser que se cuente con unos ingresos financieros que le proporcionen cobertura suficiente para sus gastos financieros.

El ratio de cobertura calculado permite comprobar que en el ejercicio 2017 la mayoría de equipos gozan de una cobertura más que favorable, con un valor del ratio muy superior a la unidad, lo que equivale a concluir que estos equipos no tienen ninguna dificultad para cubrir los gastos derivados de la deuda con su resultado de explotación. El equipo que presenta una mayor cobertura es el Sevilla puesto que presenta un resultado de explotación 200 veces superior al montante de los gastos financieros, teniendo además un coste de la deuda reducido por lo que parece que negocia de forma adecuada con las entidades de crédito.

En el lado opuesto se encuentran el Atlético de Madrid y el Valencia CF ya que son los únicos equipos de primera división cuyo ratio de cobertura es inferior a la unidad (0,97 y 0,085 respectivamente) como consecuencia de los elevados gastos que financieros que tienen (como se mencionó en el ratio de gastos financieros sobre ventas) y al reducido resultado de explotación que han logrado en el último ejercicio por lo que no gozan de una cobertura suficiente para hacer frente a los gastos financieros.

Mención especial merece el caso del Villarreal puesto que es el único equipo que ha obtenido un resultado de explotación negativo en 2017, ocasionando que presente un ratio de cobertura de carácter negativo. Además, presenta también un resultado financiero negativo en el último ejercicio por lo que tampoco cuenta con unos ingresos financieros que le proporcionen cobertura para sus gastos financieros. Cabe recordar que cuando se presenta un resultado de explotación negativo, no se puede asumir ninguna carga financiera ya que no se goza de recursos suficientes.

Llevado a cabo el análisis de endeudamiento de mediante el uso de ratios, a continuación se procede a realizar la evolución de la liquidez de los equipos de primera (análisis horizontal) comparando también sus resultados con los del Valencia CF.

En cuanto a la evolución del ratio de endeudamiento en primera división no se atisba ningún cambio de tendencia y continúa prevaleciendo la financiación ajena en la estructura financiera de la totalidad de los equipos analizados siendo además este nivel de endeudamiento excesivo en la mayoría de equipos (véase Alavés, Atlético de Madrid, Barcelona, Osasuna, Las Palmas y Valencia CF).

Únicamente el Villarreal ha seguido la tónica del Valencia CF y ha incrementado su ratio de endeudamiento en el último ejercicio como consecuencia del incremento conjunto de las deudas tanto a corto como a largo plazo, por lo que ha pasado de presentar un endeudamiento adecuado (0,49 en 2016) a encontrarse en el límite del endeudamiento adecuado (0,60 en 2017).

El equipo que ha experimentado una mayor variación en su ratio de endeudamiento en el último ejercicio ha sido Osasuna ya que gracias al ascenso de categoría conseguido en 2016 ha logrado incrementar su patrimonio neto gracias al incrementado experimentado por el resultado del ejercicio reduciendo así el elevado peso que tenía la financiación ajena en la estructura financiera (0,89 en 2016) aunque todavía continúa siendo excesivo (0,69 en 2017).

La evolución del ratio de autonomía sigue el curso contrario que la del ratio de endeudamiento por lo que los equipos que han incrementado su nivel de endeudamiento habrán perdido autonomía (caso del Villarreal y del Valencia CF) y los equipos que han experimentado una reducción del ratio de endeudamiento habrán experimentado un incremento de la autonomía (caso de Osasuna).

En relación con la calidad de la deuda en los equipos de primera división, según se desprende de la tabla 36, se observa un empeoramiento en la calidad de la deuda en la mayoría de equipos como consecuencia del incremento de la deuda a corto plazo. La tónica en el periodo analizado es presentar una financiación ajena con predominio de las deudas a corto plazo (a excepción de Osasuna y del Valencia CF), pero en el último ejercicio, éstas se han visto incrementadas por lo que la calidad se ha reducido todavía más.

Los únicos equipos que presentan una calidad de la deuda buena en relación con su exigibilidad en el periodo analizado son el Osasuna y el Valencia CF puesto que en ambos ejercicios presentan una financiación ajena con predominio del endeudamiento a largo plazo aunque en el último ejercicio éste se ha visto reducido en ambos equipos por lo que la calidad de la deuda ha disminuido, siendo todavía el Valencia CF el equipo que presenta mayor calidad en su deuda.

Los casos más llamativos son el del Alavés y el de Las Palmas puesto que ambos equipos presentaban en 2016, al igual que el Valencia CF, una estructura financiera en la que predominaba la financiación a largo plazo por lo que la calidad de la deuda, en cuanto a su exigibilidad, era buena. Sin embargo, en el último ejercicio, ésta calidad se ha visto reducida como consecuencia del incremento de las deudas a corto plazo (incremento de las remuneraciones pendientes de pago al personal deportivo) por lo que el ratio de calidad de la deuda ha aumentado en 2017 presentando una estructura financiera con predominio de la financiación a corto plazo.

En el caso de la evolución de los gastos financieros sobre ventas, no se aprecian variaciones significativas y la mayoría de equipos mantienen unos gastos financieros reducidos en el periodo considerado por lo que presentan un ratio reducido. Los equipos que presentaban unos gastos financieros excesivos en 2016 (véase Atlético de Madrid y Valencia CF) los siguen presentando en 2017 por lo que no se observa un cambio de tendencia en los equipos de primera división aunque en el caso del equipo madrileño el valor del ratio se ha reducido como consecuencia del importante crecimiento que ha experimentado la cifra de negocios en el último ejercicio.

La evolución del ratio de cobertura de gastos financieros experimenta un crecimiento en la mayoría de equipos en el último ejercicio. La situación se mantiene prácticamente constante y el equipo que presenta una mayor cobertura para hacer frente a esos gastos en el periodo analizado es el Sevilla siendo además el único equipo de toda la categoría que su resultado de explotación es más de 100 veces superior a los gastos financieros (en 2017 se incrementa siendo más de 200 veces superior). En cambio, el Atlético de Madrid ha pasado de tener una situación favorable en 2016 puesto que presentaba un ratio de cobertura de gastos financieros por encima de la unidad (1,78) a tener en 2017

un ratio inferior a la unidad (0,97) debido al efecto conjunto de una reducción del resultado de explotación y a un incremento de los gastos financieros.

La evolución más significativa la experimentan tanto el Alavés como Osasuna puesto que con el ascenso de categoría de 2016 han logrado incrementar su resultado de explotación en el último ejercicio permitiéndoles tener una mayor cobertura para sus gastos financieros (el equipo vitoriano ha pasado de tener un resultado de explotación 4 veces superior a los gastos financieros a que sea 78 veces superior en 2017 mientras que el equipo navarro ha pasado de que sea casi 6 veces superior a que sea 36 veces en 2017). Además, según se desprende de la cuenta de pérdidas y ganancias de ambos equipos, la cobertura se ve reforzada gracias a unos ingresos financieros que, en el año 2017 les permiten incluso generar un resultado financiero positivo.

En cambio, el Villarreal ha experimentado el caso contrario que el equipo vitoriano y su cobertura ha disminuido presentando saldo negativo en el último año como consecuencia de tener un resultado de explotación negativo. Además, la evolución del equipo castellanense ha sido contraria a la experimentada por el Valencia CF puesto que el equipo valenciano presentaba un ratio de cobertura negativo en 2016 pero positivo en 2017 y en cambio, el equipo castellanense lo presentaba positivo en el año 2016 y en este último año ha visto como se tornaba negativo.

Tabla 37. Ratios de endeudamiento equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	Endeud 2017	Autono 2017	Calidad 2017	GF/ventas 2017	Coste 2017	Cob GF 2017	Endeud 2016	Autono 2016	Calidad 2016	GF/ventas 2016	Coste 2016	Cob GF 2016
UD Almería	0,72	1,39	0,76	0,037	0,102	-5,45	0,56	0,77	0,75	0,020	0,198	19,57
Cádiz CF	0,81	0,23	0,46	0,019	0,025	2,84	0,78	0,28	0,23	0,015	0,004	-1,67
Getafe CF	1,31	0,77	0,76	0,107	0,233	1,04	1,69	0,59	0,79	0,110	0,130	3,54
SD Huesca	0,43	1,32	0,83	0,0001	0,120	533,50	0,32	3,16	0,60	0,001	0,076	-227,03
Levante UD	0,68	0,47	0,42	0,111	0,040	2,93	0,69	0,46	0,31	0,033	0,038	3,33
Real Valladolid CF	0,99	0,01	0,16	0,017	0,005	1,77	1,70	-0,41	0,09	0,018	0,003	13,87
VALENCIA CF	0,817	0,224	0,369	0,150	0,057	0,085	0,768	0,303	0,242	0,149	0,062	-1,631
Real Zaragoza	0,98	0,02	0,13	0,079	0,039	2,23	0,99	0,004	0,21	0,091	0,044	5,22

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

La tónica de los equipos de segunda división en relación al ratio de endeudamiento es similar a la de los equipos de primera división y la mayoría presentan, a excepción del Huesca, un valor elevado de este ratio por lo que la tónica en esta categoría es presentar una estructura financiera con predominio de la financiación ajena, siendo en casos como el Valladolid y el Zaragoza de niveles extremos (0,99 y 0,98 respectivamente).

Llama la atención el caso del Getafe puesto que es el único equipo de todos los analizados que presenta un ratio de endeudamiento superior a la unidad en 2017 lo que significa que presenta un patrimonio neto de carácter negativo. Como se comentó anteriormente (véase nota 48) esta situación genera incertidumbre según se desprende del informe de auditoría pero se prevé en ejercicios futuros restablecer el equilibrio patrimonial en el equipo madrileño.

En relación con el ratio de autonomía se obtienen las mismas conclusiones que se han obtenido con el análisis de autonomía de los equipos de primera división por lo que si la tónica es presentar niveles elevados de endeudamiento la autonomía de estos equipos será reducida. Únicamente el Huesca presenta unos niveles adecuados tanto de endeudamiento como de autonomía puesto que es el único equipo nacional cuyos fondos propios tienen mayor peso en su estructura financiera lo que le permite tener una mayor autonomía.

La tendencia en cuanto a la calidad de la deuda en los equipos de segunda división difiere de los de primera ya que en segunda división parece existir un predominio de la deuda a largo plazo en la financiación ajena según se desprende de los ratios de calidad de la deuda aunque equipos como el Almería, el Getafe y el Huesca presentan niveles de calidad similares a los de los equipos de primera división. El caso del Huesca es llamativo puesto que es el equipo que menos financiación ajena tiene en su estructura financiera y sin embargo presenta los niveles más bajos de calidad de segunda división en cuanto a exigibilidad ya que está compuesta mayoritariamente por deuda a corto plazo.

En cambio, equipos como el Valladolid o el Zaragoza que tiene una estructura financiera con predominio de la financiación ajena presentan un ratio de calidad bajo (0,16 y 0,13 respectivamente) siendo su calidad incluso mejor que la del Valencia CF (que es el equipo de primera división con mejor calidad de deuda) por lo que se desprende que la financiación de estos dos equipos es buena en cuanto a calidad pero no en cuanto a cantidad.

De la observación de los valores calculados en el ratio de cobertura de gastos financieros se puede comprobar que la mayoría de equipos de segunda, al igual que los de primera, presentan una carga financiera reducida, siendo el Huesca el equipo de todos los analizados que presenta una menor carga financiera situándose en un 0,01% respecto a la cifra de negocio.

Sin embargo, aunque la mayoría de equipos presenten ésta reducida carga financiera, hay algunos equipos que, al igual que el Valencia CF, sufren una carga financiera excesiva. En este grupo de equipos se encuentra el Getafe y el Levante, dos equipos que experimentaron un descenso de categoría en 2016 y que su carga financiera es la más alta de toda la categoría (10,7% y 11,1% respectivamente) aunque inferior a la presentada por el Valencia CF.

En cuanto a la cobertura que tienen los equipos de segunda división de esta carga financiera se comprueba que, a excepción del Almería que tiene un resultado de explotación negativo, todos presentan un ratio de cobertura superior a la unidad lo que equivale a concluir que tienen cobertura suficiente para cubrir los gastos derivados de la deuda. Si se comparan los valores obtenidos de los equipos que presentan una carga financiera elevada como el Valencia CF (Getafe y Levante) se aprecia que ambos equipos tienen una cobertura superior a la unidad mientras que el equipo valenciano lo tiene inferior a la unidad.

El Huesca es el equipo de todos los analizados que presenta un mayor ratio de cobertura en 2017 para hacer frente a las cargas financieras (tiene un resultado de explotación 533 veces superior a los gastos financieros), además, la cobertura se ve reforzada puesto que, como se desprende de la cuenta de pérdidas y ganancias del equipo oscense, gracias a los ingresos financieros le permiten incluso generar un resultado financiero positivo.

La evolución de los equipos de segunda división en relación con el ratio de endeudamiento y autonomía no presenta variaciones significativas y la tónica es la misma en los dos ejercicios en la

totalidad de equipos de esta categoría. La tendencia en segunda división en el periodo analizado es presentar estructuras financieras arriesgadas (ratio de endeudamiento por encima del 60%) lo que arroja que presenten una autonomía financiera reducida siendo la única excepción el Huesca que presenta una estructura financiera capitalizada en ambos ejercicios.

Tanto el Getafe como el Valladolid tenían un ratio de endeudamiento superior a la unidad en 2016 debido a que presentaban un patrimonio neto negativo. Ambos equipos han tenido una evolución positiva y han reducido este ratio de endeudamiento (incluso por debajo de la unidad en el caso del equipo pucelano) y según se desprende de la memoria de ambos equipos, se espera un incremento de la capitalización en los próximos años.

En relación con la evolución de la calidad de la deuda de los equipos de segunda división no se aprecian cambios de tendencia en la composición de la financiación ajena en el periodo analizado siendo la financiación a largo plazo predominante en las estructuras financieras. La variación más significativa la presenta el Cádiz puesto que la calidad de su deuda ha disminuido en el último ejercicio (ha pasado de un ratio de calidad de 0,23 en 2016 a ser el doble en 2017) debido al incremento de las deudas con coste financiero, con acreedores comerciales y de las periodificaciones a corto plazo, por lo que el equipo gaditano ha experimentado una evolución similar a la experimentada por el Valencia CF, aunque en el equipo gaditano la pérdida de calidad ha sido mayor.

Si se atiende a la evolución de los gastos financieros sobre ventas, únicamente el Levante presenta una evolución significativa en el último ejercicio. El equipo levantino es el que más ha empeorado este ratio puesto que en 2016 presentaba unos gastos financieros adecuados (0,033) y en cambio en 2017 estos gastos financieros se han tornado excesivos (0,111) como consecuencia de la disminución de la cifra de negocios a causa del descenso de categoría producido en el año 2016. Tanto el Getafe como el Zaragoza presentan gastos financieros elevados en ambos ejercicios aunque en el último año han logrado reducirlos, aunque en el caso del equipo madrileño se debe principalmente a la reducción de los gastos financieros y no a un incremento de la cifra de negocios que se ha visto reducida como consecuencia del descenso de categoría aunque no en la misma cuantía que la del equipo levantino.

En cuanto a la evolución de la cobertura de los gastos financieros la tendencia es contraria a la mostrada por los equipos de primera división y la mayoría de equipos reducen su cobertura financiera en el último ejercicio. Equipos como el Almería, el Getafe, el Levante, el Valladolid y el Zaragoza experimentan una evolución negativa y ven reducida su cobertura para hacer frente a la carga financiera en el último ejercicio, siendo más evidente en el caso del equipo almeriense puesto que debido a presentar un resultado de explotación negativo en 2017 no puede hacer frente a ninguna carga financiera por lo que presenta una cobertura negativa.

En cambio, el Huesca es el equipo que experimenta un mayor cambio positivo de un ejercicio a otro gracias a la consecución de un resultado de explotación positivo en 2017 que le permite poder asumir carga financiera, aunque incluso cuando presentaba un resultado de explotación negativo en 2016 tenía cobertura para los gastos financieros puesto que presentaba un resultado financiero positivo.

Tabla 38. Ratios de endeudamiento equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	Endeud 2017	Autono 2017	Calidad 2017	GF/ventas 2017	Coste 2017	Cob GF 2017	Endeud 2016	Autono 2016	Calidad 2016	GF/ventas 2016	Coste 2016	Cob GF 2016
Borussia Dortmund	0,29	2,50	0,79	0,003	0,030	7,67	0,20	4,09	0,65	0,002	0,033	41,37
Juventus	0,91	0,10	0,51	0,028	0,044	1,95	0,91	0,10	0,73	0,033	0,156	1,78
Manchester United	0,78	0,27	0,39	0,043	0,033	3,23	0,79	0,27	0,40	0,040	0,027	3,37
Olympique de Lyon	0,46	1,19	0,31	0,022	0,044	1,72	0,42	1,38	0,46	0,022	0,034	4,66
AS Roma	0,99	0,01	0,47	0,070	0,063	0,50	0,96	0,05	0,50	0,059	0,053	-4,17
VALENCIA CF	0,817	0,224	0,369	0,150	0,057	0,085	0,768	0,303	0,242	0,149	0,062	-1,631

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil.

En cuanto a los equipos europeos, excepto el Borussia Dortmund y el Olympique de Lyon, el resto de equipos siguen la tónica de los equipos españoles y presentan un ratio de endeudamiento elevado (siendo el de la Roma idéntico al del Zaragoza) por lo que en su estructura financiera predomina la financiación ajena. Como dato a destacar, señalar que el Borussia Dortmund es el equipo que presenta una mayor capitalización en su estructura financiera en 2017 (0,29) de todos los equipos analizados por lo que su ratio de autonomía financiera también es el más elevado (2,50) lo que arroja información sobre el enorme peso que tienen los fondos propios en el equipo germano.

Si con el nivel de endeudamiento los equipos europeos presentaban una estructura similar a la de los equipos españoles, en relación con la calidad de la deuda las conclusiones extraídas difieren y los equipos europeos presentan una calidad de la deuda similar a la de los equipos de segunda división en la que la mayoría de equipos existía un predominio de la financiación a largo plazo en la financiación ajena. Por tanto, la tónica en los equipos europeos es mostrar una calidad de la deuda similar a la del Valencia CF (recuérdese que únicamente Osasuna y Valencia CF presentaban un predominio de las deudas a largo plazo en la financiación ajena en 2017). La excepción a esta tendencia se encuentra en el equipo germano que muestra una calidad de la deuda similar a la de los equipos de primera división.

La carga financiera que soportan los equipos europeos es adecuada, con la excepción de la Roma que es el único equipo europeo que presenta unos gastos financieros elevados, aunque en menor cuantía si se comparan, por ejemplo, con los del Valencia CF. Por tanto, se puede concluir que los equipos europeos presentan la misma tónica de tener unos gastos financieros reducidos que la mayoría de equipos nacionales analizados.

Con el análisis de la cobertura financiera se obtienen las mismas conclusiones que las obtenidas con el análisis de los gastos financieros. El ratio de cobertura revela que los equipos europeos, con excepción de la Roma, muestran un ratio de cobertura superior a la unidad por lo que gozan de capacidad suficiente para hacer frente a la carga financiera. El equipo romano, además de presentar un ratio de cobertura financiera inferior a la unidad (0,50), se desprende de su cuenta de pérdidas y ganancias que su resultado financiero es negativo por lo que su cobertura no se ve reforzada.

Por último, la evolución experimentada por el ratio de endeudamiento en los equipos europeos no muestra cambios de tónica en la situación económico-financiera y únicamente se producen variaciones porcentuales. Señalar únicamente que los dos equipos que presentan una estructura financiera con predominio de los fondos propios (Borussia Dortmund y Olympique de Lyon) incrementan su nivel de endeudamiento debido al incremento de las deudas a corto plazo en el equipo germano y al incremento de las deudas a largo plazo en el caso del equipo francés, según se desprende del balance.

En relación con la calidad de la deuda, tanto la Juventus como el Olympique de Lyon han logrado incrementar su calidad de la deuda, incluso el equipo francés presenta un nivel de calidad de la deuda similar al del Valencia CF en 2017 (0,31 y 0,37 respectivamente) mientras que en 2016 el ratio de calidad de la deuda del equipo francés era casi el doble del valenciano (0,46 y 0,24 respectivamente). En el caso del equipo italiano su mejora de calidad en su financiación ajena se ha traducido en que en el ejercicio 2017 la financiación a largo plazo supone prácticamente la mitad del total de la financiación ajena mientras que en 2016 suponía una cuarta parte.

De la evolución de los gastos financieros en los equipos europeos no se desprenden variaciones significativas y, con excepción de la Roma, los demás equipos siguen la tónica de la mayoría de equipos nacionales y presentan unos gastos financieros adecuados por lo que se puede concluir que el Valencia CF presenta unos gastos financieros que se consideran excesivos debido al valor elevado del ratio de gastos financieros sobre la cifra de negocio y además porque la tendencia de los equipos, tanto nacionales como extranjeros, es presentar unos gastos financieros reducidos.

En cuanto a la evolución de la cobertura de los gastos financieros, señalar que en la mayoría de equipos se reduce por lo que los equipos europeos siguen la tendencia de los equipos de segunda división de experimentar una pérdida de capacidad para hacer frente a la carga financiera además de que presentar un resultado financiero negativo que no refuerza esta capacidad.

El único equipo que experimenta una variación positiva en relación con su cobertura es la Roma puesto que en 2016 tenía un ratio de cobertura negativo como consecuencia de cosechar un resultado de explotación negativo y aunque en el último año se ha tomado positivo, el valor del ratio todavía se encuentra por debajo de la unidad (valor de ratio similar al del Valencia CF) por lo que aún no tiene capacidad suficiente para hacer frente a la carga financiera.

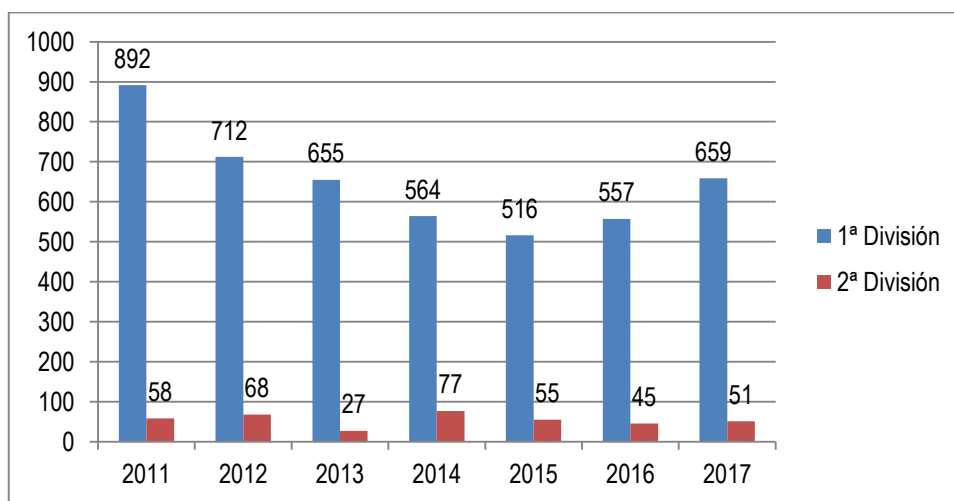
5.3.1. Entidades de crédito y el mundo del fútbol

Como se ha visto en el análisis de endeudamiento, la mayoría de equipos analizados presentan una estructura financiera con predominio de la financiación ajena. Dentro de esta financiación ajena, las deudas con entidades de crédito tienen un peso destacado, por lo que en este apartado se abordará la relación existente entre los clubes de fútbol y el sector bancario español y qué efecto tiene en los equipos de fútbol.

El mundo del fútbol está directamente relacionado con uno de los principales sectores económicos del país, siendo el fútbol la más importante apuesta de las entidades financieras. Y es que los bancos ejercen de patrocinadores de un amplio abanico de actividades deportivas, entre las que destacan el "running" y el baloncesto.

Para hacer más sencilla la comprensión de este aspecto, la figura 11 muestra la totalidad del importe de las deudas con entidades de crédito que tienen los equipos tanto de primera como de segunda división y la variación experimentada en los últimos años:

Figura 11. Deuda con entidades de crédito de los equipos de primera y segunda división. Años 2011 a 2017. Tabla expresada en millones de euros



Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados por el Consejo Superior de Deportes.

En el último ejercicio, la deuda bancaria en primera división se ha incrementado un 18,4% siendo el segundo año consecutivo en el que se incrementa tras unos años en los que la tendencia era su reducción (desde el 2011 hasta el 2015 la disminución de esta fuente de financiación fue de un 42%). Este hecho obedece a que algunos clubes han recurrido a esta financiación para reducir sus considerables deudas públicas.

Cabe destacar el caso del Atlético de Madrid, que ha recurrido a préstamos bancarios para financiar, al menos en parte, las obras que está realizando para su nuevo estadio lo que se traduce en que presente esos niveles tan extremos de endeudamiento.

En cuanto a los equipos de segunda, su tendencia, al igual que los equipos de categoría superior, han incrementado su deuda con entidades de crédito en el último ejercicio aunque este crecimiento no ha

sido tan acusado como el experimentado por los equipos de primera división (12,7%). No obstante, este incremento se ha debido exclusivamente al descenso de clubes que en total acumulan mayor volumen de deuda con las entidades de crédito que la que tenían los que ascendieron, de ahí que en unos ejercicios este importe se incremente y en otros disminuya.

Sin embargo, el Atlético de Madrid no es el único equipo de primera división que tiene tanta dependencia de las entidades bancarias. La tabla 39 recoge las entidades de crédito y la relación que tienen con los equipos de fútbol.

Tabla 39. Relación entidades de crédito y equipos de fútbol españoles y europeos

Entidades de crédito	Equipos de fútbol
Caixa Bank/ La Caixa	24 equipos de Primera y Segunda división, entre los que destacan: el Barcelona, Atlético de Madrid, Valencia CF , Sevilla y Real Madrid.
Banco Santander	Barcelona, Real Madrid y otros equipos españoles
Bankia	Barcelona, Real Madrid, Valencia CF y otros equipos españoles
Kutxabank	Athletic Club de Bilbao, Real Sociedad, Alavés y Éibar.
Barclays	Equipos de la Premier League.
Credit Agricole	6 equipos de la liga francesa.
Unicredit	Banco oficial de la UEFA y del Bayern Múnich.

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en el Economista.

La banca empieza a tener un papel cada vez más importante en el negocio del fútbol debido al incremento de los costes salariales provocado por los derechos de televisión de la Premier League. Para poder retener a las grandes estrellas, los clubes están viéndose a recurrir a préstamos bancarios, como por ejemplo, el caso del FC Barcelona. El equipo catalán solicitó el ejercicio anterior dos créditos por importe de 43 millones de euros para financiar el esfuerzo en fichajes.

El Barcelona gastó cerca de 130 millones de euros en las incorporaciones de algunos jugadores, un desembolso que superó en casi el doble la capacidad de inversión que, que desde el club catalán fijan en 60 millones de euros⁵⁸ más lo que se ingrese por ventas. El Barcelona resolvió esta situación con dos créditos solicitados a Banco Santander y a Bankia, que le concedieron 25 y 18 millones de euros con dos préstamos.

El equipo catalán tiene, además, otras dos líneas de crédito con el Banco Sabadell y con CaixaBank (25 y 20 millones de euros respectivamente). Según fuentes financieras, tanto Santander como Bankia han confiado en los gestores del Barcelona, por su reciente historial de un pagador, dado que el club

⁵⁸ Información extraída del punto 20.1 de la memoria de las cuentas anuales del FC Barcelona.

amortizó en la fecha prevista el préstamo que un grupo de bancos le otorgó en 2010 por 155 millones de euros cuando la economía del club catalán tenía graves problemas de tesorería.

5.3.2. Caso Bankia y el Valencia CF

El Valencia CF es, sin duda, uno de los peores clientes que ha tenido nunca la entidad bancaria, sin embargo, ésta decidió seguir inyectando euros a las arcas del club. La entidad bancaria llegó a concederle al equipo valenciano créditos y avales por un importe superior a 600 millones de euros. La mayoría de las operaciones fueron heredadas por Bankia tras haber sido concedidas previamente por Bancaja.

En el ejercicio 2009, Bancaja (actual Bankia) concedió un préstamo bancario al equipo valenciano por 75 millones de euros, que se destinó a financiar la adquisición de acciones del Valencia CF por la fundación Valencia Club de Fútbol. Este préstamo fue avalado por el Instituto Valenciano de Finanzas (IVF) con el objetivo de obtener préstamos cuyas condiciones fueran más ventajosas.

En el año 2011, la entidad bancaria aprobó la concesión de fondos para el equipo valenciano que ascendieron a 626.520.000 euros. La operación suponía un peligro para la entidad financiera por la falta de garantías que ofrecía el Valencia CF, no obstante, se contó con la garantía de los abonos y derechos audiovisuales del club, es decir, se consideró como garantía activos que aún no habían sido percibidos por el club.

Además, en el ejercicio 2014, con la llegada del nuevo accionista mayoritario al Valencia CF (Peter Lim, que mediante la empresa Meriton se hizo con el 82,3% de las acciones del equipo valenciano) recibió un préstamo de 72 millones de euros a pagar en cuatro años para poder comprar las acciones de la Fundación. Cuando el nuevo propietario compró las acciones consiguió que la entidad financiera le diera tres años de carencia para seguir liquidando únicamente los intereses y tener así más recursos disponibles.

De la cantidad que ingresa el Valencia CF, la entidad financiera se queda el 43,3% en concepto de amortización de la deuda. A partir del ejercicio 2018, el equipo valenciano deberá afrontar la amortización de los préstamos obtenidos en los últimos años, que asciende a 28,2 millones de euros. Una parte de ese gasto será para atender el primer vencimiento del crédito con Bankia y otro de 20 millones de euros que los antecesores del nuevo propietario (el expresidente Manuel Llorente y su Consejo de Administración) suscribieron con CaixaBank, teniendo ambos como garantía la parcela sobre la que se sitúa el actual estadio del Valencia CF, el principal activo patrimonial del club.

5.4. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias de los equipos españoles y europeos

Con objeto de realizar la necesaria comparación sectorial en relación con los resultados económicos obtenidos por el Valencia CF, de la tabla 40 a la 42 se muestran los valores relativos (en relación al importe neto de la cifra de negocio) de los diferentes resultados de las cuentas de pérdidas y ganancias obtenidos de la muestra de equipos analizados.

Como se ha realizado anteriormente, para facilitar el análisis y la comprensión de las conclusiones obtenidas, se procede a realizar la división de los equipos integrados en el análisis según la categoría a la que pertenecen.

Tabla 40. Cuentas de pérdidas y ganancias de los equipos de primera división y del Valencia CF. Año 2017

% sobre INCN	MB	VAB	EBITDA	BAlI	BAI	RDO
CD Alavés	97,47%	74,67%	23,19%	19,06%	19,97%	19,97%
Club Atlético de Madrid	95,22%	95,02%	32,31%	11,13%	0,60%	1,80%
FC Barcelona	98,80%	90,89%	25,67%	5,35%	5,42%	3,13%
Club Atlético Osasuna	99,02%	80,31%	48,33%	44,47%	44,58%	38,50%
Real Madrid CF	96,08%	80,95%	20,51%	4,11%	3,91%	3,18%
Sevilla FC	94,91%	114,27%	41,91%	22,29%	23,36%	17,06%
UD Las Palmas	99,34%	71,68%	31,79%	21,97%	21,47%	21,07%
VALENCIA CF	98,59%	145,49%	65,02%	1,27%	-13,25%	-27,99%
Villarreal CF	94,27%	85,19%	22,46%	-3,21%	-3,69%	-2,53%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Según se aprecia en la tabla 40, se constata la tendencia en los equipos de primera división de obtener unos márgenes elevados en relación con la cifra de negocio debido a que en las entidades deportivas, los costes de ventas no alcanzan ni el 5% de la cifra de negocio representando el componente más reducido de los gastos totales.

En relación con el VAB sí que existe mayor variedad entre los equipos analizados, dado que con la existencia de un margen bruto elevado, la riqueza generada por los equipos de primera división se sitúa por encima del 70% en todos los equipos, siendo Las Palmas el equipo que genera menor riqueza en el ejercicio 2017 (71,68%).

Tanto el Sevilla como el Valencia CF que son los equipos de primera división que generan mayor riqueza (ambos superan el 100%). Esto se debe al efecto que tienen los ingresos de explotación en la cuenta de pérdidas y ganancias en ambos equipos (concretamente como consecuencia de la venta de jugadores que repercute en la consecución de ingresos por encima de los 55 millones de euros en el caso del equipo sevillano y por encima de los 70 millones de euros en el caso del equipo valenciano). Por tanto, la tónica es generar un porcentaje elevado de riqueza aunque los gastos de explotación sean superiores a los ingresos de explotación.

Por otra parte, la diferencia entre los valores del VAB y del EBITDA parece evidenciar la importancia de los gastos de personal en los equipos de fútbol, constituyendo el componente principal de gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias de todos los equipos de primera división. Los equipos que presentan un mayor EBITDA en 2017 son el Sevilla y el Valencia CF debido al elevado VAB que presentaban aunque, sin embargo, también son los que tienen los gastos de personal más elevados en relación con la cifra de negocio (72,35% y 80,47% respectivamente) según se desprende de la cuenta de pérdidas y ganancias de ambos equipos.

La tendencia de los equipos de fútbol es presentar una estructura de gastos fija dado que los gastos de personal suponen, con diferencia, el mayor concepto de gasto de sus cuentas de pérdidas y ganancias. Este hecho supone un aspecto negativo, dado que si fuese necesario adoptar acciones para mejorar la gestión económica, resulta más difícil actuar sobre los gastos fijos ya que están ligados a la estructura de la entidad. No obstante, es cierto que esta estructura fija es una característica habitual de los equipos de fútbol.

En cuanto al BAII, la tónica en el último ejercicio ha sido presentar un resultado de explotación positivo (a excepción del Villarreal) siendo Osasuna el equipo que tiene un mayor BAII en relación con la cifra de negocio (44,47%). El signo positivo de este resultado revela que la mayoría de equipos de primera división son capaces de cubrir los gastos relativos a su dimensión fija con el margen generado.

Cabe destacar el caso de los equipos que presentan un mayor volumen de activo y que se consideran como “los cuatro grandes de la liga española” (Atlético de Madrid, FC Barcelona, Real Madrid y Valencia), presentan un BAII reducido en relación con la cifra de negocio (solamente el Atlético de Madrid supera el 10%) debido al efecto que tienen los elevados gastos de personal y las elevadas correcciones valorativas (sobre todo la amortización de los derechos de adquisición de jugadores) que provoca que el resultado de explotación se vea minorado.

En relación con el BAI, existe mayor variedad puesto que hay algunos equipos que presentan un resultado financiero positivo (véase Alavés, Osasuna y Sevilla) lo que les permite reforzar la cobertura financiera que ya tenían con los ingresos financieros. Sin embargo, la mayoría de equipos presenta un resultado financiero negativo lo que supone que el BAI sea inferior al BAII.

Como se suponía después del análisis de la situación de endeudamiento, tanto Atlético de Madrid como Valencia CF presentan un resultado financiero muy negativo lo que explica la gran diferencia existente entre el BAII y el BAI en ambos equipos, aunque en el caso del equipo madrileño continúa siendo positivo aunque no llega ni al 1% en relación con la cifra de negocio.

Por último, en cuanto al resultado del ejercicio, parece desprenderse una tendencia de presentar un resultado del ejercicio escaso en relación con la cifra de negocio como consecuencia del efecto conjunto que tienen los elevados gastos de personal y las correcciones valorativas. En el caso del Valencia CF y Villarreal, ambos equipos presentan un resultado del ejercicio negativo lo que les lleva a tener una rentabilidad financiera negativa en 2017.

Como dato a destacar, los equipos que presentan un volumen de activo reducido (véase Alavés y Osasuna) son los equipos de primera división en los que el resultado del ejercicio 2017 es significativo en relación con la cifra de negocio (19,97% y 38,50% respectivamente) puesto que aunque siguen la misma estructura de gastos fijos que los otros equipos, el impacto negativo de las correcciones

valorativas, los gastos financieros y los impuestos en su resultado económico es inferior al del resto, logrando así un mayor beneficio neto.

Tabla 41. Cuentas de pérdidas y ganancias de los equipos de segunda división y del Valencia CF. Año 2017

% sobre INCN	MB	VAB	EBITDA	BAlI	BAI	RDO
UD Almería	97,37%	78,31%	-12,52%	-20,46%	-24,62%	-19,33%
Cádiz CF	98,40%	75,68%	17,95%	5,31%	3,44%	2,54%
Getafe CF	96,39%	81,73%	16,91%	11,13%	2,95%	2,07%
SD Huesca	97,50%	86,67%	6,33%	3,22%	3,23%	2,29%
Levante UD	91,42%	185,92%	51,69%	32,37%	28,66%	21,49%
Real Valladolid CF	92,22%	89,78%	8,13%	3,05%	1,41%	0,83%
VALENCIA CF	98,59%	145,49%	65,02%	1,27%	-13,25%	-27,99%
Real Zaragoza	96,27%	72,94%	18,81%	17,65%	10,19%	7,28%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

En cuanto a los equipos de segunda división, se desprende que siguen la misma tónica que los equipos de primera y los costes de ventas suponen el gasto más reducido de la cuenta de pérdidas y ganancias por lo que presentan un margen bruto elevado en relación con la cifra de negocio aunque hay dos equipos (Levante y Valladolid) que presentan unos costes de ventas entorno al 10% lo que supone que tengan los mayores costes de ventas de todos los equipos nacionales analizados.

Dado el elevado margen bruto que presentan los equipos, la tendencia en cuanto al VAB es idéntica que en la de los equipos de superior categoría presentando valores por encima del 70% en relación con la cifra de negocio permitiendo así una retribución de los trabajadores, acreedores y administración tributaria.

Como cabía esperar, al igual que ocurre con los equipos de primera división, los equipos de segunda presentan la misma estructura de gastos fijos en la que los gastos de personal suponen el componente principal de gasto de la cuenta de pérdidas y ganancias ocasionando ello la gran diferencia existente entre el VAB y el EBITDA. En el caso del Almería, los elevados gastos de personal a los que tiene que hacer frente (según se desprende de la cuenta de pérdidas y ganancias suponen el 90% de la cifra de negocio) ocasionan que su EBITDA presente signo negativo por lo que se desprende que presentará un resultado de explotación negativo y un más que probable resultado del ejercicio también de carácter negativo.

Si se compara la relación del VAB con el EBITDA en los equipos de segunda división con los del Valencia CF, se observa que el Levante es el equipo que mayor similitud presenta con el equipo valenciano. Ambos equipos presentan un VAB superior a la cifra de negocio debido a que los ingresos de explotación son superiores a los gastos de explotación.

Se sigue la tendencia descrita anteriormente con los equipos de primera en relación con el resultado de explotación y la mayoría de equipos de segunda lo presenta de carácter positivo (a excepción del Almería que ya presentaba un EBITDA negativo) permitiendo, por tanto, que sean capaces de cubrir los gastos relativos a su dimensión fija con el margen generado. Según se desprende de la tabla 41, parece que el peso que tiene el resultado de explotación en relación con la cifra de negocio en los equipos de segunda división, con excepción del Getafe y del Zaragoza, es inferior al peso que tiene en la mayoría de equipos de primera.

Si se compara el resultado de explotación con el BAI, se puede apreciar el efecto negativo que tiene el resultado financiero en la mayoría de equipos. La tendencia en los equipos de fútbol es presentar unos gastos financieros superiores a los ingresos financieros lo que ocasiona que el BAI sea inferior al BAI, siendo esta diferencia superior en los equipos con mayores gastos financieros.

Como se suponía, la diferencia entre el BAI y el BAI del Getafe es significativa (esta diferencia es similar a la del Valencia CF) debido a los elevados gastos financieros que sufre el equipo madrileño y como ya se comentó en el análisis de endeudamiento. En cambio, en el caso del Huesca, estos ratios son prácticamente idénticos debido al reducido peso que tienen los gastos financieros y a una buena cobertura procedente de los ingresos financieros arrojando en el equipo oscense un resultado financiero positivo.

Por último, a pesar de la incidencia del impuesto sobre el beneficio, la tendencia es presentar un resultado del ejercicio positivo en 2017, con la excepción del Almería. Sin embargo, en la mayoría de equipos, este resultado tiene un peso muy reducido en relación con la cifra de negocio, como ocurre en los equipos de primera, siendo los únicos que presentan un resultado del ejercicio significativo el Levante y el Zaragoza (21,49% y 7,28% respectivamente). El caso del equipo valenciano es llamativo puesto que en 2016 sufrió un descenso de categoría y cabría esperar la obtención de un beneficio muy reducido o que incluso cosechara pérdidas por la falta de ingresos.

Tabla 42. Cuentas de pérdidas y ganancias de los equipos europeos y del Valencia CF. Año 2017

% sobre INCN	MB	VAB	EBITDA	BAII	BAI	RDO
Borussia Dortmund	95,74%	65,91%	19,34%	2,22%	2,12%	1,78%
Juventus	97,90%	86,82%	26,72%	5,49%	3,15%	1,10%
Manchester United	98,62%	80,65%	35,31%	13,90%	9,73%	6,74%
Olympique de Lyon	97,47%	50,77%	11,52%	3,73%	0,60%	-3,69%
AS Roma	94,06%	117,69%	33,30%	3,50%	-3,10%	-5,84%

% sobre INCN	MB	VAB	EBITDA	BAlI	BAI	RDO
VALENCIA CF	98,59%	145,49%	65,02%	1,27%	-13,25%	-27,99%

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

En cuanto a los equipos europeos, presentan una estructura de gastos similar a la de los equipos nacionales dado que los costes de ventas también suponen los gastos más reducidos de la cuenta de pérdidas y ganancias arrojando unos márgenes brutos elevados (en torno al 95% en relación con la cifra de negocio).

Por lo que se desprende de la tabla 42, los gastos de explotación parecen tener un peso destacado en los equipos europeos y superan con creces a los ingresos dado que el Borussia Dortmund y el Olympique de Lyon presentan los niveles más reducidos de los equipos analizados (65,91% y 50,77% respectivamente) por lo que si este resultado debe permitir la retribución de los trabajadores, acreedores y administración tributaria, ya es posible adelantar la obtención de un beneficio neto escaso. Sin embargo, la Roma, al igual que el Valencia CF, presenta un VAB superior a la cifra de negocio como consecuencia de que los ingresos de explotación superan a los gastos de explotación.

Los gastos de personal también constituyen el componente principal de gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias en los equipos europeos de ahí que presenten tanta diferencia entre el VAB y el EBITDA, al igual que ocurre con los equipos nacionales. Parece desprenderse que el nivel de EBITDA en los equipos europeos es inferior al que presentan la mayoría de equipos nacionales siendo la excepción la Roma cuyo nivel de EBITDA es elevado (33,30%) como consecuencia de presentar un VAB superior al de la cifra de negocio.

El efecto de las correcciones valorativas provoca que el resultado de explotación en estos equipos sea muy reducido en relación con la cifra de negocio siendo el Manchester United el único equipo cuyo resultado de explotación supera el 10% de la cifra de negocio. Por tanto, se puede prever la obtención de un resultado del ejercicio escaso dado que la tendencia en los equipos de fútbol es presentar un resultado financiero negativo además del impuesto sobre el beneficio que reducen el resultado de explotación.

La tendencia en estos equipos, al igual que en los equipos nacionales, es presentar un resultado del ejercicio positivo pero escaso en relación con la cifra de negocio siendo en el Manchester United donde representa mayor peso (6,74%). Si se compara el peso del resultado del ejercicio del equipo inglés con el resto de equipos nacionales, se observa que, con la excepción de los equipos que han experimentado un ascenso de categoría en 2016 (véase Alavés y Osasuna) este porcentaje se sitúa entre los más destacados de los equipos analizados.

Como cabría esperar, la Roma presenta un resultado del ejercicio negativo como consecuencia de la elevada carga financiera que sufre (como se vio en el análisis de endeudamiento) arrojando un resultado financiero negativo y junto a tener un reducido resultado de explotación ocasiona que el equipo romano coseche pérdidas en el último ejercicio (también cosechó pérdidas en 2016). En cambio, el resultado del ejercicio negativo en el Olympique de Lyon es consecuencia del efecto conjunto de un resultado de explotación reducido, del importe negativo de "otros gastos financieros" y del impuesto sobre el beneficio, según se desprende de la cuenta de pérdidas y ganancias.

5.4.1. Ratios de expansión de los clubes españoles y europeos

Tabla 43. Ratios de expansión equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	Exp INCN	Exp MB	Exp VAB	Exp EBITDA	Exp BAII	Exp BAI	Exp RDO
CD Alavés	8,55	9,16	5,05	15,66	19,30	23,43	23,43
Club Atlético de Madrid	1,36	1,37	1,14	0,92	0,61	0,07	0,30
FC Barcelona	1,04	1,04	1,06	1,19	0,64	0,88	0,63
Club Atlético Osasuna	5,01	5,22	3,38	5,71	8,42	7,52	9,22
Real Madrid CF	1,08	1,08	1,15	0,84	0,70	0,61	0,71
Sevilla FC	1,29	1,30	1,24	1,47	1,54	1,51	1,51
UD Las Palmas	1,40	1,40	1,41	1,45	1,53	1,61	2,60
VALENCIA CF	0,90	0,90	1,42	2,85	0,04	0,34	0,86
Villarreal CF	1,38	1,32	0,92	0,59	0,17	0,20	0,18

Fuente: Elaboración propia.

Según se desprende de la tabla 43, la tendencia en los equipos de primera división es experimentar un crecimiento en la cifra de negocio puesto que, con excepción del Valencia CF, el resto de equipos de esta categoría experimentan un crecimiento en esta partida. Este crecimiento se explica como consecuencia del incremento de los ingresos por retransmisión en todos los equipos de primera (cada año se espera un crecimiento de estos ingresos por parte de la Liga de Fútbol Profesional) siendo más notorio este crecimiento en equipos que presentan un volumen de activo menor.

Además del crecimiento por ingresos de retransmisión, equipos que compiten en competiciones europeas en 2017 como la UEFA Champions League (Atlético de Madrid, Barcelona, Real Madrid y Sevilla) o la UEFA Europa League (Villarreal), experimentan un crecimiento en sus ingresos por competiciones aunque estos ingresos vienen condicionados por el rendimiento que tengan los equipos en esa competición y por el market pool.

Cabe destacar el incremento que experimenta la cifra de negocio en el último ejercicio en los equipos que lograron el ascenso de categoría en 2016 (Alavés y Osasuna), siendo los equipos de primera división que presentan mayor crecimiento. Este crecimiento que experimentan ambos equipos se debe, según se desprende de la cuenta de pérdidas y ganancias, a un incremento de los ingresos que reciben por retransmisión debido a que en primera estos ingresos son muy superiores a los que

reciben los equipos de segunda. Para hacerse una idea de la diferencia de ingresos entre las dos categorías, tanto Alavés como Osasuna han multiplicado sus ingresos por retransmisión en el último ejercicio 14 y 8 veces respectivamente.

Por tanto, un crecimiento en la cifra de negocio se debería traducir en un incremento del margen bruto siempre y cuando los costes de ventas no experimenten un crecimiento superior. Se puede apreciar que la expansión del margen bruto es similar o incluso superior en algunos equipos a la expansión experimentada por la cifra de negocio. Esta situación se debe a que o los costes de ventas se han mantenido prácticamente constantes en el periodo analizado o han perdido peso en relación con la cifra de negocio como consecuencia del incremento de la cifra de negocio. Como cabría esperar, en los equipos con mayor crecimiento de la cifra de negocio la expansión del margen bruto es más elevada (véase Alavés y Osasuna).

En cuanto a la expansión del VAB, sigue la tónica de los ratios anteriores y experimenta un crecimiento en todos los equipos, a excepción del Villarreal, por lo que se desprende que la riqueza generada por los equipos de primera división ha crecido de un ejercicio a otro. En el caso del equipo "amarillo", este decrecimiento en el VAB se debe a un efecto conjunto de una disminución significativa de los ingresos de explotación (debido a la disminución de las enajenaciones de inmovilizado) y al incremento de los gastos de explotación.

Aunque en la mayoría de equipos se experimente un incremento de los gastos de personal, este incremento es inferior al experimentado por la cifra de negocio por lo que los gastos de personal tienen un impacto menor en relación con la cifra de negocio permitiendo que el EBITDA experimente este crecimiento y sea incluso superior en algunos equipos que el crecimiento experimentado por el VAB, siendo los casos más notorios los recién ascendidos Alavés y Osasuna, logrando así mayor potencial para generar tesorería con sus actividades de explotación.

El efecto negativo de las correcciones valorativas en los equipos con mayor volumen (Atlético de Madrid, Barcelona y Real Madrid) provoca que la tendencia de expansión descrita anteriormente pierda su efecto y el resultado de explotación en estos equipos se vea reducido respecto al ejercicio anterior aunque continúa siendo positivo. En el lado contrario se encuentran los equipos recién ascendidos que incluso con el efecto negativo de las correcciones valorativas su resultado de explotación continúa la tendencia alcista y son los que experimentan un mayor crecimiento.

Por último, únicamente cuatro equipos de primera división (véase Alavés, Osasuna, Sevilla y Las Palmas) logran incrementar su resultado del ejercicio respecto a 2016, presentando el resto de equipos un decrecimiento en el beneficio neto o incluso cosechar pérdidas (como es el caso de los equipos valencianos, Valencia CF y Villarreal). Por tanto, parece desprenderse una tendencia preocupante en los equipos de primera división por la cual un incremento de la cifra de negocio, en la mayoría de casos, no se traduce en un incremento del beneficio neto.

La comparación de los ratios de expansión de la cifra de negocio y de expansión del beneficio neto en equipos como el Atlético de Madrid, Barcelona y Real Madrid indican una pérdida de eficiencia en la gestión económica, dado que una mayor cifra de negocio se ha materializado en una reducción del resultado generado. En cambio, los equipos recién ascendidos, el incremento de la cifra de negocio se ha traducido en un incremento superior del beneficio neto logrando así una mejora de eficiencia en la gestión económica.

Tabla 44. Ratios de expansión equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	Exp INCN	Exp MB	Exp VAB	Exp EBITDA	Exp BAII	Exp BAI	Exp RDO
UD Almería	0,90	0,91	0,40	0,19	0,46	0,59	0,65
Cádiz CF	3,86	4,44	4,36	1,79	1,31	1,13	1,12
Getafe CF	0,94	0,95	0,73	0,38	0,27	0,10	0,13
SD Huesca	1,79	1,80	1,73	1,87	1,32	1,32	1,31
Levante UD	0,32	0,30	0,80	0,92	0,92	1,17	1,21
Real Valladolid CF	1,65	1,65	0,79	0,38	0,20	0,10	0,08
VALENCIA CF	0,90	0,90	1,42	2,85	0,04	0,34	0,86
Real Zaragoza	1,04	1,02	0,68	0,40	0,39	0,28	0,28

Fuente: Elaboración propia

Misma tendencia presentan los equipos de segunda división en cuanto a la expansión de su cifra de negocio dado que la mayoría de equipos logran incrementarla en el último ejercicio. Este incremento se explica por el aumento de los ingresos que se reciben por retransmisión, y al igual que ocurre en los equipos de categoría superior también se espera que en ejercicios futuros estos ingresos se vean incrementados.

Como cabría esperar, tanto el Getafe como el Levante han experimentado una disminución en su cifra de negocio como consecuencia del descenso de categoría que sufrieron en 2016, siendo mayor la disminución en el caso del equipo valenciano por lo que podría esperarse una disminución en el resultado del ejercicio en ambos equipos. Esta disminución se ha debido principalmente a la reducción de los ingresos por retransmisión y por comercialización. En cambio, en el lado opuesto se encuentra el Cádiz, puesto que gracias al ascenso de categoría de 2016 ha conseguido triplicar su cifra de negocio en el último ejercicio gracias al incremento de los ingresos por retransmisión, por abonados y socios y por comercialización.

La tónica de crecimiento que siguen los equipos se mantiene también con el margen bruto dado que los costes de ventas apenas experimentan variaciones significativas y además, éstos pierden peso en

relación con la cifra de negocio. Sin embargo, en los equipos cuya cifra de negocio se ha visto reducida (véase Almería, Getafe y Levante) se ha seguido la tendencia de ésta y el margen bruto también ha experimentado un retroceso en el último ejercicio.

El efecto de los gastos de explotación en los equipos de segunda división reduce el crecimiento comenzado con la cifra de negocio provocando que en equipos que presentaban un crecimiento (véase Valladolid y Zaragoza) con el efecto negativo de estos gastos ocasiona que cambie la tendencia de crecimiento y se pase a presentar un decrecimiento en el VAB. En el resto de equipos que presentan crecimiento (véase Cádiz y Huesca) se continúa la tendencia de crecimiento.

Al igual que el Valencia CF, el Levante es el único equipo de segunda división que presenta un crecimiento superior del VAB que del margen bruto ocasionado por tener unos ingresos de explotación superiores a los gastos.

Por lo que se desprende de la tabla 39, únicamente el Cádiz y el Huesca continúan con la tendencia alcista iniciada con el crecimiento de la cifra de negocio presentando el resto de equipos un EBITDA inferior al de 2016. Por tanto, la mayoría de equipos de segunda no siguen la tónica de la mayoría de equipos de primera división, incluido el Valencia CF, de experimentar un crecimiento del resultado bruto operativo y pierden potencial para generar tesorería.

Como dato a destacar, en el caso del Levante, la reducción de los gastos de personal ha permitido suavizar la reducción experimentada por la cifra de negocio permitiéndole acercarse al crecimiento. En cambio, en el Getafe, que es el otro equipo que descendió de categoría en 2016, los gastos de personal se han mantenido prácticamente constantes en ambos ejercicios, sin embargo debido a la reducción de la cifra de negocio en 2017, estos han incrementado su peso ocasionando que el decrecimiento iniciado con la cifra de negocio se vea acrecentado.

En cuanto al resultado de explotación, se sigue la tónica del EBITDA y solo Cádiz y Huesca logran incrementarlo en el último ejercicio por lo que ambos equipos siguen la tendencia de la mayoría de equipos de categoría superior. En cambio, en el resto de equipos el efecto del incremento de la cifra de negocio se ha diluido y no se traduce en un incremento del resultado de explotación. De la misma forma evoluciona el BAI que merma el efecto expansionista de la cifra de negocio debido a la tendencia de presentar un resultado financiero negativo, siendo la excepción el Levante.

Finalmente, únicamente en el Cádiz y en el Huesca, un incremento de la cifra de negocio se ha traducido en una expansión del beneficio (1,12 y 1,31 respectivamente) por lo que en ambos equipos se ha llevado a cabo una buena gestión económica. En cambio, los equipos que presentaban crecimiento en la cifra de negocio (véase Valladolid y Zaragoza) no experimentan un crecimiento en su resultado del ejercicio (0,08 y 0,28 respectivamente) indicando una pérdida de eficiencia.

El caso más llamativo y que se debe destacar es el del Levante dado que su cifra de negocio se había reducido (0,32) y sin embargo ha sido capaz no solo de generar un resultado del ejercicio positivo sino de que sea incluso superior al del ejercicio anterior. Esto se ha debido a un mayor control de los gastos (sobre todo los de personal) reforzado por el incremento de los ingresos de explotación y por el incremento de los ingresos financieros⁵⁹.

⁵⁹ Según se desprende de la cuenta de pérdidas y ganancias, los ingresos financieros del Levante se corresponden fundamentalmente por valores negociables y otros instrumentos financieros de empresas del grupo y asociadas.

Tabla 45. Ratios de expansión equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	Exp INCN	Exp MB	Exp VAB	Exp EBITDA	Exp BAII	Exp BAI	Exp RDO
Borussia Dortmund	1,09	1,09	1,12	0,85	0,23	0,23	0,22
Juventus	1,13	1,12	1,12	1,14	1,05	1,07	1,77
Manchester United	1,13	1,13	1,20	1,31	1,17	1,16	1,08
Olympique de Lyon	1,18	1,17	1,15	1,00	0,44	0,06	0,30
AS Roma	1,21	1,22	1,53	16,08	1,17	0,84	0,73
VALENCIA CF	0,90	0,90	1,42	2,85	0,04	0,34	0,86

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a los equipos europeos, presentan la misma tendencia que los equipos nacionales y experimentan un crecimiento en su cifra de negocio como consecuencia del incremento de los ingresos por retransmisiones y por competiciones (estos últimos ingresos en el caso del Olympique de Lyon y de la Roma). Parece que este crecimiento no es tan significativo como el experimentado por algún equipo nacional dado que la Roma es el equipo que presenta mayor crecimiento en su cifra de negocio (1,21) y en cambio hay equipos tanto de primera como de segunda división que superan este ratio de crecimiento (véase Atlético de Madrid, Cádiz, Huesca, Osasuna, Valladolid, Las Palmas y Villarreal).

Idéntica tendencia que la mayoría de equipos nacionales presentan los equipos europeos en relación con la expansión del VAB, dado que presentan una estructura en la que los gastos de explotación superan a los ingresos de explotación, ocasionando que el efecto alcista experimentado con la cifra de negocio se vaya mermando.

El único equipo europeo cuyos ingresos de explotación son superiores a los gastos (al igual que el Valencia CF) ocasionando que la expansión del VAB sea superior a la del margen bruto es la Roma. Esto se debe al efecto conjunto de incrementar los ingresos de explotación y reducir los gastos de explotación. Según se desprende de la cuenta de pérdidas y ganancias del equipo italiano, los ingresos de explotación se han visto incrementados como consecuencia de la partida "otros resultados" mientras que la reducción de los gastos de explotación es consecuencia de la reducción de "otros gastos de gestión corriente".

El potencial para generar tesorería con las actividades de explotación (EBITDA) se ha visto reforzado en la mayoría de equipos europeos (a excepción del Borussia Dortmund) por lo que presentan la misma tónica que la mayoría de equipos nacionales aunque su crecimiento, si se compara con los equipos tanto de primera como de segunda división, no resulta tan significativo.

La consecución de un VAB superior a la cifra de negocio y que el crecimiento de éste sea superior al crecimiento de los gastos de personal explican el incremento tan notorio del EBITDA de la Roma

(16,08), siendo el equipo italiano el equipo que experimenta un mayor crecimiento en este apartado de todos los analizados.

Misma tónica que el EBITDA presenta el resultado de explotación siendo únicamente los equipos italianos (Juventus y Roma) y el Manchester United los que logran incrementarlo en el último ejercicio siendo el caso más destacado el del equipo romano dado que ha pasado de tener un resultado de explotación negativo en 2016 a tenerlo positivo en 2017 por lo que ha experimentado una evolución similar a la del Valencia CF.

El incremento de la cifra de negocio no parece que sea sinónimo de incremento del resultado del ejercicio en los equipos europeos puesto que únicamente Juventus y Manchester United presentan un crecimiento en su beneficio (1,77 y 1,08 respectivamente). El crecimiento experimentado por el beneficio del equipo italiano ha sido de los más destacados de todos los equipos analizados, siendo únicamente superado por el crecimiento del Alavés y de Osasuna.

En el caso de la Roma, al igual que el Valencia CF, presenta un resultado del ejercicio de carácter negativo en 2017 por lo que el ratio de expansión del resultado (0,73) señala una reducción de las pérdidas en el último ejercicio, siendo inferior este ratio al que presenta el Valencia CF (0,86), teniendo la dificultad el equipo valenciano de no haber incrementado su cifra de negocio como sí ha conseguido el equipo italiano.

5.4.2. Análisis de la rentabilidad económica y financiera de los equipos de fútbol españoles y europeos

Realizado el análisis y comparación de la cuenta de pérdidas y ganancias de los equipos españoles y europeos, en este apartado se va a proceder a analizar uno de los aspectos más significativos en el análisis de la situación económica y financiera, la rentabilidad tanto económica como financiera, que permite relacionar el resultado generado con lo que se ha precisado para generarlo. Para ello, al igual que se realizó con el estudio de la rentabilidad en el Valencia CF, se descompondrán ambas rentabilidades:

Tabla 46. Rentabilidad económica equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	Rot actv 2017	Marg/v 2017	ROE 2017	Rot actv 2016	Marg/v 2016	ROE 2016
CD Alavés	1,315	0,190	0,250	0,425	0,084	0,036
Club Atlético de Madrid	0,355	0,111	0,039	0,296	0,249	0,074
FC Barcelona	0,762	0,053	0,040	1,019	0,087	0,089
Club Atlético Osasuna	0,924	0,444	0,411	0,215	0,264	0,057
Real Madrid CF	0,625	0,041	0,025	0,593	0,063	0,037

	Rot actv 2017	Marg/v 2017	ROE 2017	Rot actv 2016	Marg/v 2016	ROE 2016
Sevilla FC	0,667	0,223	0,149	0,692	0,187	0,129
UD Las Palmas	0,956	0,219	0,210	0,939	0,202	0,189
VALENCIA CF	0,210	0,013	0,002	0,224	-0,244	-0,054
Villarreal CF	0,494	-0,032	-0,016	0,442	0,253	0,112

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Según se desprende de la tabla 46 se aprecia una tónica en los equipos de primera división de obtener una rentabilidad económica positiva asegurando, por tanto, una cierta productividad a los activos. Sin embargo, para evaluar si la productividad de la Sociedad es suficiente, se debe comparar los valores obtenidos con los de otros equipos para obtener conclusiones más precisas.

En este sentido, puede decirse que el Valencia CF obtiene un rendimiento desfavorable dado que es inferior a la mayoría de equipos de primera. Los valores de la rentabilidad económica no son muy elevados, con excepción de los equipos que han experimentado un incremento notorio tanto del activo total como de la cifra de negocio como consecuencia de un hecho como por ejemplo, un ascenso de categoría (véase el Alavés y Osasuna). En el sentido contrario, únicamente destacar la rentabilidad económica negativa del Villarreal como consecuencia de cosechar un margen de ventas negativo debido al resultado de explotación.

El único equipo de primera cuya cifra de negocio supera a su activo total es el Alavés dada la dificultad que representa en equipos como Atlético de Madrid, Barcelona, Real Madrid y Valencia que la cifra de negocio supere al activo total por el volumen elevado de éste último.

Por otra parte, la productividad de los activos, como ya se indicó anteriormente cuando se analizó la rentabilidad económica del Valencia CF, debe ser, al menos, superior a su coste de financiación lo que implica la comparación de los valores de las rentabilidades económicas con los obtenidos anteriormente en el coste de la deuda. En este sentido, Alavés, Barcelona, Osasuna, Real Madrid, Sevilla y Las Palmas presentan un rendimiento del activo superior al coste medio de financiación por lo que parece desprenderse una tendencia mayoritaria por la cual la productividad es superior al coste de la deuda, no perteneciendo a esa tendencia el Valencia CF por presentar una rentabilidad económica muy reducida (0,2%).

Por lo que respecta a la evolución, no se observa una tendencia definida puesto que prácticamente la mitad de los equipos analizados experimenta un incremento en su rentabilidad económica en el último ejercicio y la otra mitad experimenta una disminución. La caída de la rentabilidad en equipos como el Atlético de Madrid, Barcelona, Real Madrid y Villarreal parece tanto a la reducción experimentada por el resultado de explotación como al incremento del activo total, lo cual implica que dichos activos han perdido productividad o capacidad de generar BAI. En cambio, los equipos cuyo rendimiento se ha visto incrementado (véase Sevilla, Las Palmas y Valencia CF) parece atribuible al incremento del margen de ventas debido al incremento del resultado de explotación.

Como cabría esperar, la evolución experimentada por la rentabilidad económica en el Alavés y en Osasuna ha sido muy positiva y ésta se ha incrementado de una manera notoria de un ejercicio a otro. La explicación radica en un incremento conjunto tanto del margen de ventas como de la rotación del activo, siendo éste último superior gracias al incremento de la cifra de negocio que ha repercutido también en un incremento del BAII.

Tabla 47. Rentabilidad económica equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	Rot actv 2017	Marg/v 2017	ROE 2017	Rot actv 2016	Marg/v 2016	ROE 2016
UD Almería	0,566	-0,204	-0,116	0,701	0,396	0,278
Cádiz CF	0,359	0,053	0,019	0,101	-0,647	-0,065
Getafe CF	0,733	0,111	0,081	1,081	0,390	0,422
SD Huesca	1,122	0,032	0,036	0,768	-0,182	-0,140
Levante UD	0,160	0,323	0,052	0,558	0,111	0,062
Real Valladolid	0,222	0,030	0,006	0,229	0,251	0,057
VALENCIA CF	0,210	0,013	0,002	0,224	-0,244	-0,054
Real Zaragoza	0,174	0,176	0,030	0,158	0,472	0,075

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Según se desprende de la tabla 47, los equipos de segunda división presentan una tónica similar a la de los equipos de primera y la mayoría asegura una cierta productividad a los activos gracias a la obtención de una rentabilidad económica positiva.

La tendencia en cuanto a la composición de la rentabilidad económica en estos equipos es similar a la de los equipos de primera y su estrategia se basa en la rotación de sus activos, tratando de conseguir una elevada cifra de negocio mediante los ingresos por competiciones, por retransmisiones, por abonados y socios o por comercialización por lo que el margen de ventas queda en un segundo plano en importancia en la rentabilidad económica de los equipos de segunda.

Si se comparan los datos de la rentabilidad económica del Valencia CF con los datos de los equipos de segunda división se pueden extraer prácticamente las mismas conclusiones que las obtenidas anteriormente con el análisis y comparación con los equipos de primera. Puede decirse que el Valencia CF presenta una rentabilidad económica por debajo de la mayoría de equipos de segunda división como consecuencia de su reducido margen de ventas (únicamente supera al Almería que presenta un margen de ventas de carácter negativo).

En cuanto a los valores de la rotación del activo, se aprecia que éstos son superiores en los equipos de primera que en los de segunda puesto que el Valencia CF presenta los niveles más reducidos de

rotación de activo y en cambio, si se compara con el de los equipos de segunda se observa que tanto el Levante (0,160) como el Zaragoza (0,174) presentan un nivel inferior al del Valencia CF, siendo incluso el ratio de rotación del Valladolid (0,222) prácticamente similar al del equipo valenciano.

Por tanto, parece desprenderse que la rentabilidad económica de los equipos de segunda es inferior a la de la mayoría de equipos de primera como consecuencia de presentar unos niveles reducidos tanto de rotación del activo como del margen sobre ventas. Sin embargo, estos hechos no alteran la comparación sobre el rendimiento del activo del Valencia CF siendo éste superado por prácticamente la totalidad de los equipos de segunda.

Por lo que respecta a la evolución del rendimiento del activo, únicamente Cádiz y Huesca incrementan su rentabilidad económica en el último ejercicio por lo que parece desprenderse una tendencia en los equipos de segunda de pérdida de productividad de los activos en 2017 como consecuencia de la disminución de la rotación del activo (Almería, Getafe, Levante y Valladolid) y de la disminución del margen sobre ventas (Almería, Getafe, Valladolid y Zaragoza).

La evolución del rendimiento de Cádiz y Huesca es similar a la experimentada por el Valencia CF dado que los tres equipos presentaban una rentabilidad económica negativa en 2016 que se ha tornado positiva en 2017. La única diferencia en la evolución de estos equipos es que mientras Cádiz y Huesca han conseguido incrementar tanto la rotación del activo como el margen sobre ventas, el Valencia CF únicamente ha sido capaz de mejorar el margen sobre ventas debido a la disminución de la cifra de negocio, por lo que el incremento de la rentabilidad económica ha sido superior en el equipo gaditano y oscense.

Como cabría esperar, el descenso de categoría ha afectado negativamente a la rentabilidad económica tanto del Getafe como del Levante como consecuencia de la disminución de la cifra de negocio que ocasiona la disminución de la rotación del activo en ambos equipos y del margen de ventas en el equipo madrileño. En el caso del equipo valenciano, el aumento del margen de ventas debido al incremento del resultado de explotación ha suavizado la disminución de la rentabilidad.

Tabla 48. Rentabilidad económica de los equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	Rot actv 2017	Marg/v 2017	ROE 2017	Rot actv 2016	Marg/v 2016	ROE 2016
Borussia Dortmund	0,723	0,022	0,016	0,750	0,104	0,078
Juventus	0,638	0,055	0,035	0,686	0,059	0,041
Manchester United	0,064	0,724	0,046	0,063	0,646	0,040
Olympique Lyon	0,042	0,037	0,002	0,044	0,100	0,004
AS Roma	0,403	0,035	0,014	0,386	-0,247	-0,095
VALENCIA CF	0,210	0,013	0,002	0,224	-0,244	-0,054

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

En cuanto a la rentabilidad económica de los equipos europeos, se aprecia la tendencia de obtener cierta productividad a los activos dada la obtención de una rentabilidad positiva. Sin embargo, parece desprenderse una productividad reducida si se compara con la de los equipos nacionales dado que ninguno de los equipos europeos analizados alcanza una rentabilidad superior al 5% siendo incluso la rentabilidad económica del Olympique de Lyon (0,2%) idéntica a la del Valencia CF.

En relación con su descomposición, los equipos europeos siguen la misma estrategia que la de los equipos nacionales. Esta estrategia puede comprobarse a la vista de la descomposición de los valores de las rentabilidades económicas: rotación superior y margen ajustado, a excepción del Manchester United que presenta todo lo contrario. No obstante hay que destacar que tanto la rotación del activo como el margen sobre ventas del Valencia CF presentan niveles inferiores en relación con la mayoría de equipos europeos lo que ocasiona que su rentabilidad económica sea inferior.

Como se ha comentado, el Manchester United es el único equipo, junto al Levante, cuyo margen sobre ventas es superior a la rotación del activo por lo que la estrategia seguida por el equipo inglés es diferente a la resto de equipos y busca una maximización del beneficio obtenido por unidad monetaria vendida.

Por lo que respecta a la evolución del rendimiento del activo, no se aprecia una tónica clara puesto que únicamente Manchester United y Roma siguen la tendencia del Valencia CF y logran incrementar su rentabilidad en el último ejercicio mientras que el resto de equipos reducen la productividad de sus activos. Los niveles de rentabilidad económica de los equipos europeos en 2016 eran inferiores a la mayoría de equipos nacionales (solo el Borussia Dortmund presentaba un rendimiento superior al 5%) por lo que en 2017 se ha seguido la tendencia del ejercicio anterior (incluso ha empeorado) dado que ningún equipo europeo supera el 5% de rentabilidad.

La evolución de la rentabilidad económica más parecida a la del Valencia CF la presenta la Roma dado que ambos equipos la presentaban negativa en 2016 debido al margen sobre ventas y en cambio, se ha tornado positiva en 2017 como consecuencia de la obtención de un margen positivo. No obstante, el equipo romano ha logrado incrementar tanto la rotación del activo como el margen en el último ejercicio mientras el equipo valenciano solo ha sido capaz de incrementar el margen lo que ocasiona que el incremento de la rentabilidad del equipo italiano haya sido superior al incremento experimentado por la del equipo valenciano.

Tabla 49. Rentabilidad financiera equipos de primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	ROE 2017	Apalanc 2017	Fiscal 2017	ROA 2017	ROE 2016	Apalanc 2016	Fiscal 2016	ROA 2016
CD Alavés	0,250	4,217	1,000	1,056	0,036	-35,337	1,000	-1,270
Club Atlético de Madrid	0,039	1,289	2,979	0,151	0,074	11,106	0,692	0,565
FC Barcelona	0,040	6,674	0,577	0,157	0,089	4,146	0,803	0,295
Osasuna	0,411	3,251	0,863	1,154	0,057	9,956	0,704	0,398

	ROE 2017	Apalanc 2017	Fiscal 2017	ROA 2017	ROE 2016	Apalanc 2016	Fiscal 2016	ROA 2016
Real Madrid CF	0,025	2,205	0,813	0,046	0,037	2,606	0,698	0,068
Sevilla FC	0,149	2,810	0,730	0,305	0,129	3,071	0,731	0,291
UD Las Palmas	0,210	2,869	0,981	0,592	0,189	3,979	0,610	0,461
VALENCIA CF	0,002	-57,083	2,113	-0,320	-0,054	6,094	0,844	-0,280
Villarreal CF	-0,016	2,905 ⁶⁰	0,686	-0,031	0,112	1,946	0,779	0,170

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Según se desprende de la tabla 49, se aprecia una tendencia mayoritaria en los equipos de primera división de presentar una rentabilidad financiera positiva en el ejercicio 2017, lo que señala la obtención de beneficios y la posibilidad de repartir dividendos entre los accionistas y cubrir las expectativas de los inversores. El procedimiento para el estudio y comparación de la rentabilidad financiera será idéntico al realizado en el Valencia CF.

La comparación de la rentabilidad financiera revela, por una parte, que los equipos de primera presentan una rentabilidad muy favorable para el periodo analizado y por otra que, como ya ocurría con la rentabilidad económica, el Valencia CF tiene los niveles más reducidos de rentabilidad siendo el único equipo, junto al Villarreal, que presenta una rentabilidad financiera negativa, aunque en el caso del Valencia CF, éste importe es superior negativamente (-32% y -3,1% respectivamente).

Por lo que respecta a la descomposición de este indicador financiero se observa que los equipos de primera gozan de apalancamientos favorables (con la única excepción del Valencia y del Villarreal) que indican que la utilización de deuda favorece a la rentabilidad financiera, aunque hay que tener en cuenta una serie de cuestiones como el nivel de liquidez, el de endeudamiento o la comparación de la rentabilidad económica con el coste de la deuda.

Como se vio en el análisis de endeudamiento, tanto el Atlético de Madrid como el Barcelona presentaban un nivel de endeudamiento por encima del 85% por lo que aunque presenten un apalancamiento financiero positivo no se recomienda incrementar la deuda para incentivar la rentabilidad financiera. Además, en el caso del equipo madrileño, esta recomendación se refuerza dado que su coste medio de financiación es superior al rendimiento del activo (0,093 > 0,039).

El resto de equipos también presentan una estructura financiera arriesgada (nivel de endeudamiento por encima del 60%), aunque en menor medida que Atlético de Madrid y Barcelona por lo que podría recomendarse el uso de la deuda para incrementar la rentabilidad financiera dado que todavía hay margen para incrementar el nivel de endeudamiento, presentan un apalancamiento financiero positivo y su rentabilidad económica supera al coste de la deuda. Sin embargo, los problemas que arrastran

⁶⁰ En el caso del Villarreal, el equipo "submarino" presenta un apalancamiento financiero positivo y superior a la unidad (2,905 > 1) debido principalmente a que tanto el BAI como el BAI1 son negativos por lo que presenta un aparente apalancamiento financiero positivo cuando es realmente negativo.

de liquidez podrían suponer una carga para hacer frente a ese nuevo endeudamiento por lo que se desestima el uso de la deuda como algo beneficioso.

En el caso del Villarreal, presenta un aparente apalancamiento financiero positivo cuando en realidad es negativo por lo que el uso de la deuda empeora la rentabilidad financiera, puesto que al presentar una rentabilidad económica negativa, cualquier coste de la deuda por pequeño que sea va a empeorar la rentabilidad financiera.

Por lo que respecta al efecto fiscal, hay que tener precaución con los valores que arroja este ratio puesto que hay equipos que tienen un BAI negativo y además presentan un ratio superior a la unidad lo que supone que los impuestos hacen menor el resultado. En cuanto a los equipos cuyo ratio de efecto fiscal se puede analizar sin tener en cuenta esta consideración, se aprecia una tendencia mayoritaria de presentar una carga fiscal adecuada, dado que se sitúa en torno al 25% del BAI, siendo la excepción el Barcelona⁶¹ cuya presión fiscal asciende a más del 40%. Hay que tener en cuenta la diferencia de tributación entre los equipos que son sociedad anónima y los que no lo son (véase Athletic Club de Bilbao, Barcelona, Real Madrid y Osasuna).

En cuanto a la evolución experimentada por la rentabilidad financiera en los equipos de primera, se sigue la tónica de la rentabilidad económica, lo cual es lógico puesto que este factor es parte integrante de la descomposición de aquella y no se aprecia una tendencia definida en cuanto a su evolución.

Los equipos que han experimentado un crecimiento en su rendimiento del activo en el último ejercicio (véase Alavés, Osasuna, Sevilla y Las Palmas) se ha traducido también en un incremento de la rentabilidad financiera. Si se estudia la evolución de los componentes en estos equipos, se aprecia una clara tendencia por la cual el incremento de la rentabilidad financiera se debe principalmente al incremento de la rentabilidad económica y a una menor presión fiscal puesto que, a excepción del Alavés, el resto de estos equipos no logra incrementar su apalancamiento financiero, aunque continúa siendo superior a la unidad.

En el lado contrario se encuentran equipos que experimentan, como el Valencia CF, una reducción de la rentabilidad financiera en el último ejercicio. Tanto el Barcelona como el Real Madrid reducen ésta rentabilidad, siendo en el caso del equipo catalán más notorios dado que prácticamente se reduce a la mitad (29,5% en 2016 y 15,7% en 2017). Esta reducción se debe principalmente a la reducción experimentada por el rendimiento del activo en ambos equipos, dado que el apalancamiento financiero se incrementa en el equipo catalán y se mantiene prácticamente constante en el equipo madrileño. Además de la disminución de la rentabilidad económica, el incremento de la presión fiscal (0,803 en 2016 y 0,577 en 2017) como consecuencia del aumento del impuesto diferido por operaciones continuadas ocasiona la reducción de la rentabilidad financiera en el Barcelona.

Aunque el Villarreal presente una rentabilidad financiera negativa al igual que el Valencia CF considerándose, por tanto, una evolución similar de la misma en ambos equipos dado que disminuye en el último ejercicio, lo cierto es que ésta similitud no se ha producido. En el caso del Villarreal, la disminución de la rentabilidad financiera tornándose negativa se ha debido principalmente a la reducción de la rentabilidad económica hasta valores negativos, mientras que en el Valencia CF, esta

⁶¹ Según se desprende del punto 14.5 de la memoria del FC Barcelona, el elevado Impuesto sobre Sociedades se debe al impuesto diferido por operaciones continuadas.

reducción de la rentabilidad financiera no ha sido consecuencia del rendimiento del activo, puesto que éste se ha incrementado en 2017, si no del apalancamiento financiero y del efecto fiscal.

Tabla 50. Rentabilidad financiera equipos de segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	ROE 2017	Apalanc 2017	Fiscal 2017	ROA 2017	ROE 2016	Apalanc 2016	Fiscal 2016	ROA 2016
UD Almería	-0,116	4,256	0,785	-0,387	0,278	2,179	0,700	0,425
Cádiz CF	0,019	3,431	0,737	0,048	-0,065	7,249	0,751	-0,354
Getafe CF	0,081	-0,869	0,700	-0,049	0,422	-0,991	0,579	-0,242
SD Huesca	0,036	1,765	0,710	0,045	-0,140	1,462	0,734	-0,150
Levante UD	0,052	2,786	0,750	0,109	0,062	2,238	0,720	0,100
Real Valladolid	0,006	35,532	0,590	0,142	0,057	-1,371	0,703	-0,055
VALENCIA CF	0,002	-57,083	2,113	-0,320	-0,054	6,094	0,844	-0,280
Real Zaragoza	0,030	35,138	0,715	0,771	0,075	218,596	0,704	11,524

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

La comparación de la rentabilidad financiera revela que los equipos de segunda división presentan unos niveles inferiores, al igual que ocurría con la rentabilidad económica, respecto a los equipos de categoría superior, siendo lógica ésta situación dado que el rendimiento del activo forma parte de la rentabilidad financiera. Además, el Almería es el equipo que presenta una rentabilidad financiera negativa mayor (-38,7%) superando incluso a la del Valencia CF (-32,0%) siendo, por tanto el equipo almeriense, el que mayor rentabilidad financiera negativa presenta de los equipos nacionales.

Como dato a destacar, señalar la elevada rentabilidad financiera que presenta el Zaragoza en 2017 (77,1%) como consecuencia del reducido peso que tiene el patrimonio neto en la estructura financiera y la consecución de un beneficio superior al millón de euros lo que ocasiona que su rentabilidad financiera sea la más elevada de los equipos de segunda y solo superada por las rentabilidades del Alavés y Osasuna.

Por lo que respecta a la descomposición de este indicador financiero se observa que, al igual que ocurría con los equipos de primera, tampoco existe similitud entre los valores del Valencia CF y los de los equipos de segunda. La mayoría de estos equipos gozan de apalancamientos financieros favorables que indican que la utilización de deuda favorece su rentabilidad financiera, y una presión fiscal que oscila entre el 20% y el 30%, sin embargo, la presión fiscal no se puede comparar con la del Valencia CF dado que el equipo valenciano presenta un valor por encima de la unidad.

Aunque la mayoría de equipos presenten un apalancamiento financiero positivo, se debe recordar que se necesitan una serie de condiciones para que el uso de la deuda favorezca la rentabilidad

financiera. Tanto el Valladolid como el Zaragoza presentan un apalancamiento financiero elevado (35,532 y 35,138 respectivamente) debido al valor elevado del cociente “Activo/Patrimonio Neto” ocasionado por el reducido peso del patrimonio neto en la estructura financiera de ambos equipos.

Por lo que respecta a la evolución de la rentabilidad financiera, se aprecia una tendencia mayoritaria de incremento de la rentabilidad financiera dado que, salvo el Almería y el Zaragoza, el resto de equipos logran incrementarla, aunque en el caso del Getafe, continúa teniendo signo negativo.

La variación positiva de la rentabilidad financiera se debe principalmente al efecto del aumento de productividad de los activos. Solo el Levante es capaz de incrementar su rentabilidad financiera habiendo experimentado una disminución en su rentabilidad económica (ha pasado de una rentabilidad financiera de un 10% en 2016 a 10,9% en 2017) como consecuencia del incremento del apalancamiento financiero y de la reducción de la presión fiscal.

Si se compara la evolución experimentada por la rentabilidad financiera del Valencia CF con la evolución de los equipos de segunda, no se aprecia una evolución similar puesto que únicamente el Getafe presenta rentabilidad financiera negativa en ambos ejercicios pero, sin embargo, en el caso del equipo madrileño este importe negativo se ha visto reducido mientras que en el equipo valencia se ha acrecentado. En el caso del Almería, también experimenta una evolución negativa en su rentabilidad financiera puesto que en el último ejercicio se ha tornado negativa debido al rendimiento del activo, superando incluso a la del Valencia CF.

Tabla 51. Rentabilidad financiera de los equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

	ROE 2017	Apalanc 2017	Fiscal 2017	ROA 2017	ROE 2016	Apalanc 2016	Fiscal 2016	ROA 2016
Borussia Dortmund	0,016	1,337	0,838	0,018	0,078	1,219	0,858	0,081
Juventus	0,035	6,213	0,350	0,076	0,041	5,948	0,213	0,051
Manchester United	0,046	3,245	0,693	0,104	0,040	3,358	0,745	0,101
Olympique Lyon	0,002	0,294	-6,198	-0,003	0,004	1,873	1,328	0,011
AS Roma	0,014	-68,488	1,884	-1,820	-0,095	22,468	1,094	-2,343
VALENCIA CF	0,002	-57,083	2,113	-0,320	-0,054	6,094	0,844	-0,280

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Los valores de rentabilidad financiera arrojados por los equipos europeos en la tabla 46 arrojan que aunque la mayoría presente una rentabilidad financiera positiva, ésta, al igual que ocurría con la rentabilidad económica, es inferior a la rentabilidad de la mayoría de equipos nacionales siendo el Manchester United el único equipo que presenta una rentabilidad financiera superior al 10% (10,4%).

Además, cabe destacar el valor negativo de la rentabilidad financiera que presenta la Roma en el ejercicio 2017⁶² (-182%) como consecuencia del reducido peso que tiene el patrimonio neto en su estructura financiera.

Por lo que respecta a la descomposición de la rentabilidad financiera, tanto Borussia Dortmund, como Juventus y Manchester United presentan un apalancamiento financiero positivo, por lo que el uso de la deuda podría favorecer la rentabilidad financiera. En cambio, Olympique de Lyon y Roma, al igual que el Valencia CF lo presentan desfavorable.

Cabe recordar que tanto la Juventus como el Manchester United tienen un nivel de endeudamiento excesivo (por encima del 75%) por lo que incrementar su deuda puede suponer problemas para hacer frente a la misma. En cuanto al Borussia Dortmund, aunque presente un nivel de capitalización alto su coste de la deuda es superior a su rentabilidad económica (3,0%>1,6%) por lo que tampoco se recomienda el uso de deuda para incrementar su rentabilidad financiera.

En cuanto al efecto fiscal, no se puede hacer una comparación precisa puesto que como se vio anteriormente, cada país tiene un impuesto de sociedades diferente por lo que no se pueden obtener conclusiones claras, además, la dificultad para encontrar información en las memorias de estos equipos dificulta su análisis siendo únicamente posible analizar si la presión fiscal de los equipos es adecuada o excesiva.

En el caso del Borussia Dortmund la presión fiscal es moderada puesto que se encuentra alrededor del impuesto de sociedades alemán (15%); en el caso del Manchester United, su presión fiscal se sitúa en el 30% en el último ejercicio por lo que ésta es excesiva dado que el impuesto de sociedades inglés se sitúa en el 19%. Por último, el impuesto de sociedades italiano se sitúa en el 24% para sociedades no financieras, por lo que la presión fiscal que sufre la Juventus en 2017 (65%) también se considera excesiva.

Por lo que respecta a la evolución de la rentabilidad financiera de los equipos europeos, no se aprecia una tendencia definida dado que únicamente los equipos italianos y el Manchester United logran incrementarla en el último ejercicio, aunque la Roma todavía presenta rentabilidad negativa. En cambio, tanto el Borussia Dortmund como el Olympique de Lyon siguen la tónica del Valencia CF y ven reducida su rentabilidad financiera, siendo más notoria en el caso del equipo francés puesto que pasa de tener una rentabilidad positiva en 2016 (1,1%) a tenerla negativa en 2017 (-0,3%) debido al efecto fiscal.

La variación positiva de la rentabilidad financiera se debe principalmente a un incremento de la productividad de los activos tanto en el Manchester United como en la Roma, en cambio, el incremento de la rentabilidad en la Juventus se debe al incremento del apalancamiento financiero dado que sus activos pierden productividad en el último ejercicio.

Por el contrario, la pérdida de rentabilidad financiera del Borussia Dortmund y del Olympique de Lyon se debe a una pérdida de productividad en el caso del equipo germano y a la reducción del apalancamiento financiero e incremento de la presión fiscal en el caso del equipo francés. Por lo tanto, se puede concluir que la evolución de la rentabilidad financiera del Olympique de Lyon se asemeja a la del Valencia CF; ambos equipos presentan una rentabilidad negativa en 2017 y empeora respecto

⁶² Según se desprende de la cuenta de pérdidas y ganancias del equipo italiano, las pérdidas ascienden a 10 millones de euros mientras que el patrimonio neto no llega a 6 millones de euros.

al ejercicio anterior como consecuencia de la reducción del apalancamiento financiero y del incremento de la presión fiscal.

5.5. Análisis del Estado de Flujos de Efectivo de los equipos de fútbol españoles y europeos

Se elaborará una estructura analítica simplificada del mismo, al igual que la que se realizó con el Valencia CF, con el fin de estudiar los distintos flujos que se muestran y su signo que proporcionará información muy útil para evaluar la situación financiera.

Cabe destacar la dificultad para encontrar el estado de flujos de efectivo de los equipos europeos siendo imposible haber encontrado el estado de flujos de efectivo del Borussia Dortmund por lo que no se podrá realizar el análisis y la comparación del equipo germano.

Tabla 52. Estado de Flujos de Efectivo equipos primera división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

€	RPO 2017	FTO 2017	FTI 2017	FTF 2017	RPO 2016	FTO 2016	FTI 2016	FTF 2016
CD Alavés	11.464.114,00	19.217.258,00	-14.341.719,00	5.187.363,00	20.993,00	1.868.136,00	-33.312,00	894.161,00
Club Atlético de Madrid	52.230.739,48	-14.895.188,28	-95.941.446,56	105.203.332,71	27.113.608,97	-87.105.450,33	-7.515.870,90	107.829.480,85
FC Barcelona	-187.369.000,00	203.600.000,00	-148.935.000,00	11.041.000,00	-251.659.000,00	42.380.000,00	-60.515.000,00	-30.868.000,00
Club Atlético Osasuna	19.048.707,35	15.718.786,51	-1.593.332,59	-6.914.232,41	3.083.218,26	788.627,17	363.164,19	-716.485,18
Real Madrid CF	88.279.000,00	90.948.000,00	-124.445.000,00	0	177.006.000,00	189.653.000,00	-87.034.000,00	0
Sevilla FC	2.696.000,00	10.245.000,00	-9.673.000,00	3.861.000,00	410.000,00	3.402.000,00	15.286.000,00	-3.828.000,00
UD Las Palmas	17.455.039,00	22.194.672,00	-15.916.772,00	-1.264.119,00	11.886.665,00	12.174.919,00	-10.129.013,00	-1.847.116,00
VALENCIA CF	-4.593.000,00	-6.403.000,00	2.515.000,00	8.088.000,00	15.077.000,00	4.820.000,00	-80.106.000,00	80.352.000,00
Villarreal CF	12.760.213,93	80.638.611,26	-89.619.362,40	22.941.840,87	3.882.255,95	67.197.408,89	-72.414.011,40	16.072.720,50

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

El análisis vertical del EFE de los equipos de primera revela que prácticamente la totalidad de los equipos analizados, a excepción del Atlético de Madrid y del Real Madrid, han generado efectivo en el ejercicio 2017. No obstante, son las actividades ordinarias y las de financiación las que generan tesorería dado que los flujos de inversión, a excepción del Valencia CF, presentan saldos negativos.

Se aprecia una tendencia en los equipos de primera en relación con los RPO de generar recursos a las operaciones en lugar de aplicarlos como se desprende de los valores de la tabla 52 siendo únicamente el Barcelona y el Valencia CF los únicos equipos que aplican recursos a las operaciones en 2017, aunque el equipo catalán aplica más recursos a las operaciones que el equipo valenciano. Cabe destacar que en Osasuna, los recursos procedentes de las operaciones constituyen en 2017 la principal magnitud del EFE, lo que revela una importante y muy favorable capacidad potencial de generar tesorería.

Los flujos de tesorería procedentes de las actividades ordinarias (FTO) constituyen el componente principal del EFE en la mayoría de equipos de primera por lo que la tónica es generar fondos suficientes para hacer frente al crecimiento de la entidad y a la devolución de las deudas. Como se vio en el análisis del EFE del Valencia CF, el equipo valenciano no es capaz de generar fondos para hacer frente al crecimiento y a la devolución de las deudas por lo que necesita de las desinversiones. Al igual que el equipo valenciano, el Atlético de Madrid también presenta unos flujos de tesorería procedentes de las actividades ordinarias negativos aunque a diferencia del Valencia CF el equipo madrileño no ha sido capaz de generar efectivo en el ejercicio.

No obstante, en la mayoría de equipos los FTO se ven incrementados en relación a los RPO como consecuencia de las variaciones producidas en el capital circulante relacionado con las actividades ordinarias, en las que predomina el efecto de la financiación concedida a deudores, es decir, cobros realizados en 2017 correspondientes a ejercicios anteriores. También se ven incrementados los FTO como consecuencia de la periodificación de otros pasivos corrientes lo que ocasiona que parte del gasto no ha sido pagado en el ejercicio.

En cuanto a los flujos de tesorería de inversión (FTI) se aprecia una tendencia inversionista en la mayoría de equipos de primera dado que, a excepción del Valencia CF, presentan en 2017 unos FTI de carácter negativo lo que significa que los pagos por inversiones superan a los cobros por desinversiones. Prácticamente la totalidad de estos equipos presentan la misma estructura en relación con los flujos de tesorería de inversión, esto es, una inversión mayoritaria en inmovilizado intangible deportivo y en menor medida en inmovilizado material, a excepción del Alavés cuya inversión mayoritaria es en otros activos financieros y de Osasuna y Las Palmas que presentan una inversión mayoritaria en inmovilizado material, según se desprende de sus estados de flujos de efectivo.

Los equipos que tienen mayor volumen de activo (véase Atlético de Madrid, Barcelona y Real Madrid) presentan los niveles más altos de inversión de los equipos de primera situándose en torno a los 100 millones de euros o incluso superándolos, siendo ésta inversión mayoritariamente en inmovilizado intangible deportivo, esto es, en la adquisición de derechos federativos de los jugadores. En cuanto a las desinversiones, sí se aprecia una tónica definida dado que en la totalidad de equipos analizados la desinversión también se realiza en inmovilizado intangible deportivo.

Por lo que respecta a los flujos de actividades de financiación (FTF) la mayoría presentan saldos positivos, es decir, revela un superávit derivado del reembolso de capitales externos. Esto se debe, sobre todo, a la obtención de préstamos con entidades de crédito (financiación ajena) y en menor medida a que ningún equipo distribuye dividendos en el ejercicio.

En cuanto a la evolución experimentada por las magnitudes que componen el EFE, en general se mantiene la importancia relativa de las distintas categorías de flujos, así como sus signos. Se mantiene también la tónica de generar efectivo en el ejercicio puesto que prácticamente la totalidad de los equipos analizados genera efectivo en 2016, con la excepción del Barcelona.

Los recursos procedentes de operaciones no experimentan variaciones significativas en el periodo analizado y la mayoría de equipos generan recursos para hacer frente a los fondos ajenos siendo el Barcelona el único equipo que aplica recursos a sus operaciones en ambos ejercicios. Como era de esperar, la capacidad para generar recursos se incrementa en el último ejercicio en los equipos recién ascendidos (Alavés y Osasuna) como consecuencia del incremento del resultado antes de impuestos.

En cuanto a la variación de los flujos de actividades ordinarias (FTO), tampoco se aprecian variaciones significativas y continúan suponiendo el componente principal en la estructura del EFE de los equipos de fútbol debido al efecto de las variaciones en el capital corriente y por otros flujos de efectivo de explotación. Resulta destacable la diferencia entre los RPO y los FTO del Atlético de Madrid en 2016 debido principalmente al efecto negativo que tienen los cambios en el capital corriente (sobre todo por los acreedores).

La evolución de las actividades de inversión señala también una tendencia con predominio de los pagos por inversiones en inmovilizado intangible deportivo, por lo que parece un plan inversionista que se prolonga en los últimos ejercicios económicos dado que las inversiones se han incrementado respecto a 2016 en la mayoría de equipos. Cabe señalar que con el ascenso de categoría, Osasuna ha cambiado su política en relación con las actividades de inversión y ha pasado de presentar un flujo de inversión positivo a tenerlo negativo como consecuencia del incremento de las inversiones en inmovilizado material, concretamente en terrenos y construcciones.

Si el Valencia CF ha experimentado un cambio de signo en los flujos de inversión pasando a ser positivos en 2017 como consecuencia de la desinversión realizada en el inmovilizado intangible deportivo, Osasuna y Las Palmas han experimentado una evolución contraria a la del equipo valenciano puesto que han pasado de llevar a cambio una política desinversionista en 2016 a una política inversionista en 2017, aunque todavía no se puede hablar de un cambio de tendencia.

En cuanto a la evolución de las actividades de financiación, se mantiene la tónica de presentar superávit de tesorería por actividades de inversión como consecuencia de la concesión de créditos por parte de entidades de crédito dado que en el periodo analizado ningún equipo reparte dividendos, siendo únicamente el Barcelona y el Sevilla los que experimentan cambios en las actividades de financiación.

Tabla 53. Estado de Flujos de Efectivo equipos segunda división y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

€	RPO 2017	FTO 2017	FTI 2017	FTF 2017	RPO 2016	FTO 2016	FTI 2016	FTF 2016
UD Almería	-1.889.169,57	-2.510.198,23	781.994,08	1.917.051,88	-274.489,66	-82.828,44	2.960.813,19	-2.403.655,67
Cádiz CF	844.686,00	-202.936,00	-1.186.108,00	1.669.580,00	-1.272.030,00	361.274,00	-16.437,00	-254.520,00
Getafe CF	-228.446,86	2.987.452,85	1.739.870,86	4.727.323,71	8.885.697,05	-1.123.052,02	1.346.290,42	223.238,40
SD Huesca	369.974,08	1.385.059,65	-421.407,94	-189.545,29	-574.343,96	-304.047,03	-595.557,74	411.831,56
Levante UD	1.453.460,00	1.138.180,31	-256.720,00	-1.118.890,00	6.832.407,50	10.298.644,92	-6.533.528,92	-4.155.892,65
Real Valladolid	-177.354,69	2.412.701,86	151.533,88	-2.215.019,93	131.026,45	1.566.788,25	707.702,58	-2.893.011,97
VALENCIA CF	-4.593.000,00	-6.403.000,00	2.515.000,00	8.088.000,00	15.077.000,00	4.820.000,00	-80.106.000,00	80.352.000,00
Real Zaragoza	4.349.070,00	1.779.839,00	-1.666.098,00	22.666,00	13.612.778,00	5.867.998,00	-4.836.075,00	-634.875,00

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

El análisis de los equipos de segunda revela que, al igual que en primera división, la mayoría de equipos generan efectivo en el ejercicio siendo la excepción el Levante. Si la mayoría de equipos de primera generaban efectivo a través de las actividades ordinarias y de financiación, ésta tónica no se aprecia en los equipos de inferior categoría dado que únicamente Getafe y Zaragoza presentan esta estructura siendo destacable el caso del equipo madrileño, que es el único equipo nacional que genera efectivo tanto con las actividades ordinarias, como las de inversión y de financiación.

En relación con los RPO, aunque haya una mayoría de equipos que generan recursos para hacer frente a la devolución de las deudas, se aprecia la existencia de un mayor número de equipos que presentan un RPO con saldo negativo (Almería, Getafe y Valladolid), siendo únicamente el Barcelona y el Valencia CF los que aplican recursos a las operaciones en primera división. Además, tanto en el Levante como en el Zaragoza, los recursos procedentes de las operaciones

constituyen en 2017 la principal magnitud del EFE, lo que revela una importante y muy favorable capacidad potencial de generar tesorería.

En cuanto a los FTO, misma tónica que los equipos de categoría superior y la mayoría de equipos generan recursos suficientes para hacer frente al crecimiento y a la devolución de las deudas dado que tampoco reparten dividendos. No obstante, los FTO se ven reducidos en relación a los RPO en equipos como el Almería, el Cádiz y el Levante como consecuencia de las variaciones producidas en el capital circulante relacionado con las actividades ordinarias, al igual que ocurre en el Valencia CF.

Los flujos de las actividades de inversión no revelan una tendencia definida en los equipos de segunda a diferencia de los equipos de primera que presentaban una tónica inversionista. Resaltar que el Levante, a pesar del descenso de categoría, ha llevado a cabo una política inversionista en el último ejercicio tanto en inmovilizado intangible como en inmovilizado material.

En el lado contrario se encuentran equipos que, al igual que el Valencia CF, presentan unos flujos de actividades de inversión con saldo positivo lo que arroja que las desinversiones en inmovilizado intangible deportivo superan a las inversiones, siendo el equipo valenciano el que presenta mayor volumen de desinversión. Los equipos encuadrados en este grupo son el Almería, el Getafe y el Valladolid siendo en el caso del equipo madrileño algo que podría esperarse debido al descenso de categoría experimentado en 2016.

Por lo que respecta a los flujos de las actividades de financiación, revela que la mayoría de equipos presentan superávit, esto es, que los préstamos concedidos por entidades de crédito superan a las devoluciones de los préstamos. Por tanto, se puede desprender una tendencia mayoritaria en los equipos nacionales de presentar unos flujos de financiación positivos lo que no hace sino corroborar los altos niveles de endeudamiento predominantes en los equipos de fútbol.

En relación con la evolución, cabe destacar que tanto el Getafe como el Levante experimentan una reducción en los RPO como consecuencia del descenso de categoría que sufrieron ambos equipos lo que provoca que su resultado antes de impuestos se haya visto reducido, siendo incluso negativo en el caso del equipo madrileño. No obstante, cabría esperar que los FTO también disminuyeran, sin embargo, el Getafe experimenta un incremento en sus FTO debido al efecto que tienen las correcciones en el resultado, no así el Levante, que sí continúa con el efecto de reducción iniciado con los RPO.

En cuanto a la evolución de las inversiones, no se aprecia un cambio de política en los equipos de segunda, dado que los equipos con predominio de las inversiones en 2016, también han predominado en 2017, siendo el Valencia CF el único equipo que ha cambiado de tendencia en el último ejercicio. En relación con la evolución de la financiación, se ha cambiado la tendencia dado que en 2016 en la mayoría de equipos la devolución de las deudas era superior a la concesión de créditos y en cambio, en el último ejercicio, la mayoría de equipos presentan unos FTI de signo positivo.

Para concluir, se procede a analizar la estructura analítica simplificada de los estados de flujos de efectivo de los equipos europeos con el fin de profundizar en las conclusiones que se han ido obteniendo en apartados anteriores.

Tabla 54. Estado de Flujos de Efectivo equipos europeos y del Valencia CF. Años 2016 y 2017

€	RPO 2017	FTO 2017	FTI 2017	FTF 2017	RPO 2016	FTO 2016	FTI 2016	FTF 2016
Borussia Dortmund	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Juventus	57.055.611,00	45.514.433,00	-48.165.252,00	28.142.418,00	64.987.868,00	39.329.768,00	-31.680.029,00	-6.109.954,00
Manchester United	64.332.617,59	336.489.470,29	-223.136.485,94	-35.014.385,16	55.565.366,92	283.065.565,52	-159.443.348,54	-31.113.783,57
Olympique Lyon	724.000,00	-93.125.000,00	-16.866.000,00	96.772.000,00	2.352.000,00	-20.265.000,00	424.000,00	3.027.000,00
AS Roma	7.811.345,00	44.486.470,00	-39.894.000,00	-11.783.000,00	-39.088.897,00	-47.651.897,00	17.087.000,00	21.503.000,00
VALENCIA CF	-4.593.000,00	-6.403.000,00	2.515.000,00	8.088.000,00	15.077.000,00	4.820.000,00	-80.106.000,00	80.352.000,00

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

El análisis del EFE de los equipos europeos arroja que únicamente la Juventus y el Manchester United generan efectivo en el ejercicio 2017 gracias a las actividades ordinarias en ambos equipos y a los flujos de financiación en el caso del equipo italiano. Cabe resaltar que en el caso del equipo inglés, las actividades ordinarias son las únicas generadoras de tesorería puesto que tanto los flujos de inversión como los de financiación presentan saldos negativos.

La obtención de unos RPO positivos en la totalidad de los equipos europeos analizados arroja la capacidad que tienen éstos para generar recursos y hacer frente a la devolución de las deudas. Por tanto, ningún equipo europeo aplica recursos a las operaciones como lo hace el Valencia CF como se desprende de los valores de los RPO de la tabla 49 dado que únicamente el equipo valenciano presenta saldo negativo. Por lo que respecta al análisis, tanto la Juventus como el Manchester United son los equipos que generan mayores recursos procedentes de las operaciones (57 y 64 millones de euros respectivamente) gracias al elevado resultado antes de impuestos que presentan y al efecto que tienen las correcciones al resultado.

En cuanto a los FTO, suponen la principal magnitud del EFE, con diferencia en relación a todas las demás, en la mayoría de equipos a excepción del Olympique de Lyon. Solo la Juventus y el propio equipo francés ven reducidos sus FTO en relación con los RPO como consecuencia de las variaciones producidas en el capital circulante en el caso del equipo italiano y por las variaciones producidas en los otros flujos de las actividades de explotación en el caso del equipo francés.

Al igual que el Valencia CF, únicamente el equipo francés presenta unos FTO negativos, aunque a diferencia del equipo valenciano que también aplicaba recursos a las operaciones, el Olympique de Lyon generaba recursos siendo la causa que presente este saldo negativo en los FTO los elevados pagos que se generaron en 2016 y que tiene que hacer frente en este ejercicio.

Como cabría esperar, la tendencia de los equipos europeos también es presentar unos FTI con saldo negativo como consecuencia de los pagos realizados en actividades de inversión, es decir, el pago por inversiones supera a las desinversiones, siendo las inversiones mayoritariamente en inmovilizado intangible deportivo y en menor medida en inmovilizado material. Por tanto, el Valencia CF no sigue la tónica de llevar a cabo una política inversionista como sí hacen la totalidad de los equipos europeos analizados y la mayoría de los equipos nacionales.

En cuanto a los FTF, no se aprecia una tendencia clara a diferencia de los equipos nacionales dado que únicamente la Juventus y el Olympique de Lyon presentan la misma estructura que el Valencia CF en relación con la financiación, siendo los créditos concedidos por las entidades de crédito superiores a las devoluciones de éstas deudas. Como cabría esperar, el elevado nivel de endeudamiento que presenta la Roma en 2017 ocasiona que las devoluciones superen a las concesiones.

Por lo que respecta a la evolución de las magnitudes del EFE, se sigue la tónica y solamente la Juventus y el Manchester logran generar efectivo en el periodo analizado (al igual que el Valencia CF). Como apunte positivo, señalar que el incremento de efectivo del último ejercicio en el equipo italiano fue 16 veces superior al del ejercicio 2016, fundamentalmente por un mayor volumen de BAI, FTO y sobre todo FTF.

Cabe destacar que tanto el Olympique de Lyon como la Roma no han sido capaces de generar efectivo en el periodo analizado como consecuencia de la aplicación de recursos a las operaciones aunque en el último ejercicio las inversiones han superado a las desinversiones. No obstante, como ya se vio en el análisis de liquidez, el equipo francés no presentaba problemas serios en relación con su liquidez; sin embargo, el equipo italiano sí los presentaba.

La evolución experimentada tanto por los RPO como por los FTO del Valencia CF únicamente es comparable a la experimentada por el Olympique de Lyon dado que ambos equipos ven como su capacidad para generar tanto recursos como tesorería se ve reducida en el último ejercicio, siendo incluso necesario aplicar recursos a las operaciones, como consecuencia de presentar un BAI de carácter negativo, además del efecto desfavorable de los cambios en el capital circulante y de los flujos de efectivo de explotación.

En las actividades de inversión, en el ejercicio 2016 existía variedad entre los equipos europeos dado que en la Roma y en el Olympique de Lyon, las inversiones superaban a las desinversiones. En cambio, en 2017, todos los equipos europeos presentan una tónica desinversionista, como se desprende del flujo de las actividades de inversión.

Por último, con evolución de las actividades de financiación, tampoco hay una tendencia definida y cabe destacar que los equipos italianos son los únicos que experimentan cambios notorios en relación con la financiación. En el caso de la Juventus, ha pasado de presentar saldo negativo a presentar saldo positivo debido al incremento de los créditos concedidos por las entidades de crédito mientras que la Roma ha experimentado el caso contrario.

Una vez llevado a cabo el análisis y comparación de las magnitudes del EFE de todos los equipos, se procederá, mediante el uso de ratios, a evaluar la capacidad de los equipos de fútbol para generar recursos financieros con los que hacer frente a sus obligaciones. Para ello, se utilizarán algunos ratios que toman como base tanto los RPO como los FTO.

5.5.1. Análisis del EFE mediante ratios de los equipos españoles y europeos

Tabla 55. Ratios RPO equipos de primera división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	RPO/Pasivo 2017	RPO/INCN 2017	RPO/Pasivo 2016	RPO/INCN 2016
CD Alavés	0,399	0,228	0,001	0,004
Club Atlético de Madrid	0,088	0,239	0,052	0,169
FC Barcelona	-0,291	-0,323	-0,560	-0,452
Club Atlético Osasuna	0,489	0,366	0,072	0,297
Real Madrid CF	0,144	0,131	0,294	0,286
Sevilla FC	0,021	0,020	0,004	0,004
UD Las Palmas	0,407	0,281	0,328	0,268
VALENCIA CF	-0,012	-0,047	0,041	0,140
Villarreal CF	0,103	0,125	0,047	0,053

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Según se desprende del valor del ratio que relaciona los RPO con el pasivo, la tónica de los equipos de primera en el periodo analizado es generar recursos para hacer frente a la devolución de los pasivos, siendo el Barcelona y el Valencia CF los únicos equipos de primera que no generan recursos por presentar unos RPO negativos en 2017 (-0,291 y -0,012 respectivamente) por lo que han aplicado recursos a las operaciones.

Por lo que se desprende de la tabla 55, el equipo de primera que es capaz de generar mayores recursos para hacer frente a las obligaciones en el ejercicio 2017 es Osasuna seguido de Las Palmas (48,9% y 40,7% respectivamente). En el lado opuesto, sin tener en cuenta a los dos equipos que presentan un RPO negativo, se encuentra el Sevilla que solo es capaz de generar un 2,1% de recursos para hacer frente a la devolución de los pasivos.

Del mismo modo, el ratio RPO frente al importe neto de la cifra de negocio arroja las mismas conclusiones que el ratio anterior ya que el Barcelona y el Valencia CF son los únicos que aplican

recursos en las operaciones, cuya cifra asciende al 32,3% de la cifra de negocio en el caso del equipo catalán y al 4,7% en el caso del equipo valenciano.

Por lo que respecta a la evolución, señalar un incremento de la capacidad de generar recursos para hacer frente a la devolución de los pasivos en la mayoría de equipos de primera, siendo destacable el incremento experimentado tanto en el Alavés como en Osasuna como consecuencia de presentar un resultado antes de impuestos superior al del ejercicio anterior. Cabe destacar que el único equipo que aplica recursos a las operaciones en el periodo analizado es el Barcelona, en contraste con el Valencia CF que solo lo hace en el último ejercicio.

Al igual que el Valencia CF, únicamente el Real Madrid experimenta una reducción en su capacidad de generar recursos para hacer frente a las obligaciones reduciéndose prácticamente a la mitad en el último ejercicio como consecuencia del incremento del pasivo y de la reducción del resultado antes de impuestos, además del efecto menor de la corrección al resultado.

Llevado a cabo el análisis de los RPO en los equipos de primera, la tabla 56 recoge los recursos procedentes de los equipos de segunda división, procediéndose a su análisis y comparación con los valores del Valencia CF.

Tabla 56. Ratios RPO equipos de segunda división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	RPO/Pasivo 2017	RPO/INCN 2017	RPO/Pasivo 2016	RPO/INCN 2016
UD Almería	-0,197	-0,249	-0,040	-0,032
Cádiz CF	0,039	0,087	-0,065	-0,505
Getafe CF	-0,005	-0,009	0,201	0,314
SD Huesca	0,146	0,056	-0,378	-0,156
Levante UD	0,027	0,115	0,140	0,172
Real Valladolid	-0,005	-0,021	0,003	0,025
VALENCIA CF	-0,012	-0,047	0,041	0,140
Real Zaragoza	0,050	0,285	0,148	0,931

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Si en primera división la mayoría de equipos eran capaces de generar recursos para hacer frente a las obligaciones esta tendencia varía en los equipos de segunda ya que no se aprecia una tónica definida puesto que prácticamente la mitad de los equipos analizados presentan recursos procedentes de las operaciones de carácter negativo lo que arroja que apliquen recursos a las operaciones.

Según se aprecia en la tabla 56, el equipo que genera mayores recursos para hacer frente a los fondos ajenos en el último ejercicio es el Huesca (0,146) debido a su resultado antes de impuestos

positivo, su reducido pasivo como consecuencia del alto nivel de capitalización que tiene el equipo oscense y al efecto menor que tienen los ajustes en el resultado.

Por lo que respecta a la evolución, se aprecia que la mayoría de equipos de segunda reducen su capacidad de generar recursos para hacer frente a las obligaciones por lo que parece que siguen una evolución similar a la del Valencia CF. Para ser más exactos, el Getafe y el Valladolid presentan una evolución similar a la del equipo valenciano en relación con su capacidad de generar recursos dado que han pasado de generar recursos procedentes de sus operaciones en el ejercicio 2016 (RPO de carácter positivo) a aplicar recursos a las operaciones en 2017 (RPO de carácter negativo) siendo causa principal la reducción del resultado antes de impuestos, que pasa a ser negativo en ambos equipos.

En cambio, la evolución tanto del Cádiz como del Huesca ha sido inversa a la del conjunto valenciano, pasando de aplicar recursos en 2016 a generarlos en el último ejercicio. El efecto positivo de obtener un resultado antes de impuestos superior a cero origina este cambio de tendencia en ambos equipos permitiéndoles generar recursos, siendo superiores estos recursos en el equipo oscense.

Por último, se procede con los ratios de los equipos europeos, recogidos en la tabla 57:

Tabla 57. Ratios RPO equipos europeos y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	RPO/Pasivo 2017	RPO/INCN 2017	RPO/Pasivo 2016	RPO/INCN 2016
Borussia Dortmund	n.d	n.d	n.d	n.d
Juventus	0,109	0,155	0,151	0,200
Manchester United	0,041	0,097	0,036	0,095
Olympique Lyon	0,007	0,082	0,012	0,114
AS Roma	0,018	0,044	-0,107	-0,264
VALENCIA CF	-0,012	-0,047	0,041	0,140

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Se aprecia que todos los equipos europeos presentan unos recursos procedentes de operaciones de carácter positivo en 2017 lo que arroja que son capaces de generar recursos para hacer frente a los fondos ajenos. Por tanto, si se comparan estos valores con los del Valencia CF se puede concluir que el equipo valenciano no sigue la tónica de los equipos europeos y es el único de estos equipos analizados que aplica recursos a las operaciones.

Cabe destacar que la Roma, al igual que el Valencia CF, presenta un resultado antes de impuestos negativo por lo que cabría esperar que no fuera capaz de generar recursos sino de aplicarlos. Sin embargo, según se desprende el EFE del equipo romano, existe una gran diferencia entre el BAI y los

RPO como consecuencia del efecto favorable de la corrección al resultado del gasto por amortización del inmovilizado lo que ocasiona que presente unos RPO positivos.

Por lo que respecta a la evolución de los equipos europeos, tanto la Juventus como el Olympique de Lyon experimentan una evolución similar a la del Valencia CF y pierden capacidad para generar recursos en el último ejercicio pero sin llegar a aplicarlos como ocurre en el caso del equipo valenciano. Esta pérdida de capacidad no es muy notoria en ambos equipos y se debe a la reducción del efecto de corrección al resultado en el caso del equipo italiano y a la disminución del resultado antes de impuestos en el caso del equipo francés.

Tabla 58. Ratios FTO equipos de primera división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	FTO+i/inter 2017	FTO/Pasivo 2017	FTO/INCN 2017	FTO/Activo 2017	FTO+i/inter 2016	FTO/Pasivo 2016	FTO/INCN 2016	FTO/Activo 2016
CD Alavés	158,405	0,670	0,383	0,503	41,645	0,001	0,318	0,135
Club Atlético de Madrid	-8,591	-0,167	-0,541	-0,160	-0,496	-0,025	-0,068	-0,024
FC Barcelona	220,160	0,316	0,351	0,268	26,669	0,094	0,076	0,078
Club Atlético Osasuna	25,996	0,404	0,302	0,279	2,711	0,018	0,076	0,016
Real Madrid CF	47,784	0,149	0,135	0,085	122,807	0,315	0,306	0,181
Sevilla FC	70,694	0,079	0,074	0,050	21,013	0,030	0,029	0,020
UD Las Palmas	71,735	0,518	0,357	0,342	19,109	0,336	0,275	0,258
VALENCIA CF	-0,525	-0,016	-0,062	-0,013	2,334	0,013	0,045	0,010
Villarreal CF	108,918	0,649	0,793	0,392	172,571	0,817	0,914	0,404

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Como se vio en el análisis de la estructura analítica del EFE, la tendencia en primera división es presentar unos flujos de tesorería de operaciones con signo positivo, siendo la excepción el Atlético de Madrid y el Valencia CF, por lo tanto, cabe esperar que la mayoría de equipos presenten una cobertura de costes financieros (intereses) superior a la unidad.

Según se desprende de los valores calculados, resulta muy favorable para la situación financiera la elevada cobertura que presentan la mayoría de equipos de primera división, siendo ésta ampliamente superior a la unidad. Este hecho obedece a la composición de la estructura financiera de los equipos de fútbol, con un pasivo con coste que no tiene un peso destacado en relación con el pasivo total, lo que determina que el efectivo generado en las operaciones suponga una amplia cobertura de los pagos por intereses de la financiación ajena recibida.

En cuanto a la capacidad de generar tesorería, se aprecia una tendencia de generar efectivo con las actividades ordinarias gracias a unos FTO de signo positivo, siendo únicamente el Atlético de Madrid y el Valencia CF los únicos equipos de primera que aplican tanto recursos como tesorería a las operaciones. El equipo que genera mayor efectivo con las actividades ordinarias es el Sevilla, dado que es capaz de generar 0,79 euros de tesorería por cada euro de deuda que tiene que pagar.

Debido al alto nivel de endeudamiento que presenta la mayoría de equipos, la capacidad de generar tesorería a través del importe neto de la cifra de negocio se ve reducida en comparación con la capacidad de generar tesorería a través del endeudamiento. No obstante, equipos como el Barcelona o el Villarreal son capaces de generar más tesorería con la cifra de negocio, es decir, que por cada euro de ingreso, Barcelona y Villarreal generan 35 y 79 céntimos respectivamente.

En cuanto a la evolución de los ratios que recogen los flujos de tesorería de las operaciones, prácticamente la totalidad de los equipos de primera, a excepción del Real Madrid, Valencia CF y Villarreal, experimentan un crecimiento en la capacidad de cobertura de los gastos financieros, que ya era favorable puesto que era superior a la unidad, por lo que se incrementa la capacidad para hacer frente al coste de financiación ajena.

Como cabría esperar, el efecto del ascenso de categoría incrementa la capacidad de cobertura de los gastos financieros tanto de Alavés como de Osasuna debido a un incremento superior de los FTO. En cambio, la pérdida de capacidad del Valencia CF y del Villarreal en el último ejercicio se debe a una reducción tanto de la cifra de negocio como de los FTO en el equipo valenciano y por un incremento de los intereses en el equipo castellanense. En el caso del equipo madrileño, la reducción se ha debido al efecto de la reducción de los FTO y al incremento de los intereses.

La capacidad para generar tesorería para hacer frente a los fondos ajenos sigue la tónica del ratio anterior y se incrementa en los equipos que habían experimentado un incremento en la cobertura de los gastos financieros. En cambio, los equipos cuya cobertura se había reducido (véase Real Madrid, Valencia CF y Villarreal), se sigue la tendencia y generan menos tesorería con sus actividades ordinarias, llegando incluso a aplicar tesorería como ocurre en el equipo valenciano.

Misma tónica presenta el ratio que relaciona los FTO con la cifra de negocio que los ratios anteriores. Se aprecia un incremento de la capacidad de generar tesorería a través de la cifra de negocio en la mayoría de equipos, siendo los tres equipos anteriores los únicos que ven reducida la capacidad.

Llama la atención el escaso crecimiento que experimenta el Alavés en relación con la capacidad de generar tesorería a través de la cifra de negocio (generaba 31 céntimos en 2016 y en 2017 genera 38 céntimos). Este hecho obedece a que el incremento de los FTO y de la cifra de negocio en el equipo vitoriano ha sido prácticamente el mismo por lo que el valor del ratio apenas experimenta cambios.

Una vez analizado los FTO de los equipos de primera, se procede a realizar el estudio y comparación de los FTO de los equipos de segunda división:

Tabla 59. Ratios FTO equipos de segunda división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	FTO+i/inter 2017	FTO/Pasivo 2017	FTO/INCN 2017	FTO/Activo 2017	FTO+i/inter 2016	FTO/Pasivo 2016	FTO/INCN 2016	FTO/Activo 2016
UD Almería	-7,859	-0,261	-0,331	-0,187	-0,571	-0,012	-0,010	-0,007
Cádiz CF	-0,116	-0,009	-0,021	-0,008	13,308	0,018	0,143	0,014
Getafe CF	2,047	0,063	0,112	0,082	-0,640	-0,025	-0,040	-0,043
SD Huesca	3471,54	0,545	0,209	0,235	-101,770	-0,200	-0,083	-0,063
Levante UD	1,861	0,021	0,090	0,015	8,831	0,140	0,260	0,145
Real Valladolid CF	421,136	0,064	0,282	0,063	941,308	0,041	0,303	0,070
VALENCIA CF	-0,525	-0,016	-0,062	-0,013	2,334	0,013	0,045	0,010
Real Zaragoza	2,475	0,021	0,117	0,020	5,430	0,064	0,401	0,064

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Misma tendencia que los equipos de primera división presentan los equipos de segunda en relación con la cobertura de los gastos financieros, dado que la mayoría también tiene cobertura suficiente para hacer frente a los gastos derivados de la deuda. Por tanto, parece desprenderse una tendencia mayoritaria de presentar una elevada cobertura de los gastos financieros en los equipos de fútbol.

Cabe destacar el ratio de cobertura tan elevado que presentan tanto el Huesca como del Valladolid, siendo los valores más elevados de todos los equipos analizados debido al reducido efecto que tienen los gastos financieros en la cuenta de resultados de ambos equipos, como ya se vio cuando se analizó la

cuenta de pérdidas y ganancias de los equipos de segunda división. En cambio, al igual que el Valencia CF, tanto el Almería como el Cádiz no tienen cobertura suficiente puesto que su flujo de tesorería de las operaciones presenta signo negativo.

En cuanto a la capacidad de generar tesorería para hacer frente a los fondos ajenos, se aprecia una tendencia de generar efectivo con las actividades ordinarias gracias a unos FTO de signo positivo, siendo únicamente el Almería y el Cádiz los únicos equipos de segunda que aplican tanto recursos como tesorería a las operaciones. El equipo que genera mayor efectivo con las actividades ordinarias es el Huesca, dado que es capaz de generar 0,54 euros de tesorería por cada euro de deuda que tiene que pagar, aunque no llega al nivel del equipo de primera que más tesorería genera.

Llama la atención que la capacidad de generar tesorería a través de la cifra de negocio se vea incrementada en la mayoría de equipos en comparación con la capacidad de generar tesorería para hacer frente a los fondos ajenos, a diferencia de lo que ocurre con los equipos de primera. Este hecho se debe a que los equipos de segunda reciben menos ingresos por competiciones, por retransmisión y por abonados y socios que los equipos de primera, por lo que su cifra de negocio es más reducida, teniendo los FTO un mayor peso en relación con la cifra de negocio.

En cuanto a la evolución de los ratios de los FTO, únicamente el Huesca y el Valladolid experimentan una variación positiva en el último ejercicio, por lo que, a diferencia de la categoría superior, la tendencia es reducir tanto la cobertura de los gastos financieros como la capacidad de generar tesorería a través de la cifra de negocio y para hacer frente a los fondos ajenos.

El Cádiz experimenta una evolución similar a la del Valencia CF dado que ambos presentaban una cobertura superior a la unidad en 2016 y en cambio, en el último ejercicio, como consecuencia de tener unos FTO negativos, ambos equipos presentan una cobertura negativa. También el Levante experimenta una evolución negativa en su cobertura de gastos financieros debido a la reducción de los FTO, siendo incluso inferior a la unidad.

La capacidad para generar tesorería para hacer frente a los fondos ajenos sigue la tónica del ratio anterior y se reduce en la mayoría de equipos, siendo el Huesca y el Getafe los únicos que incrementan su capacidad para generar tesorería con las actividades ordinarias. Del mismo modo evoluciona el ratio que recoge la capacidad de generar tesorería a través de la cifra de negocio, viéndose incrementado en estos dos equipos.

Resulta destacable resaltar que el descenso de categoría que experimentaron Getafe y Levante no ha afectado de la misma forma a ambos equipos. Mientras el Levante ha experimentado una reducción tanto en la cobertura de los gastos financieros como en la capacidad para generar tesorería como cabría esperar, el Getafe ha experimentado una evolución contraria y no solo ha incrementado su cobertura, sino que también ha sido capaz de generar tesorería con sus actividades ordinarias gracias a que sus FTO en 2017 tienen signo positivo.

Por último, se analizarán los ratios que recogen los flujos de tesorería de operaciones de los equipos europeos para proceder a su análisis y comparación con los del Valencia CF:

Tabla 60. Ratios FTO equipos europeos y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	FTO+i/inter 2017	FTO/Pasivo 2017	FTO/INCN 2017	FTO/Activo 2017	FTO+i/inter 2016	FTO/Pasivo 2016	FTO/INCN 2016	FTO/Activo 2016
Borussia Dortmund	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Juventus	5,396	0,087	0,124	0,079	4,621	0,092	0,121	0,083
Manchester United	12,823	0,041	0,509	0,169	13,159	0,185	0,483	0,146
Olympique de Lyon	-228,938	-0,004	-4,999	-0,208	-58,779	-0,136	-1,288	-0,057
AS Roma	4,556	0,102	0,249	0,101	-4,447	-0,130	-0,322	-0,124
VALENCIA CF	-0,525	-0,016	-0,062	-0,013	2,334	0,013	0,045	0,010

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Según los datos que se recogen en la tabla 60, los equipos europeos también presentan una cobertura de costes financieros superior a la unidad aunque, sin embargo, ésta cobertura no es tan elevada si se compara con la de los equipos nacionales, siendo únicamente el Olympique de Lyon el que presenta una cobertura financiera negativa al igual que el Valencia CF debido a sus FTO negativos.

Misma tónica presenta el ratio que recoge la capacidad de generar tesorería para hacer frente a las obligaciones, siendo la Roma el equipo que genera más tesorería, en concreto, con sus actividades ordinarias, genera 0,10 euros de tesorería por cada euro de deuda, muy lejos de los valores máximos que presentan los equipos nacionales, Sevilla y Huesca.

La capacidad de generar tesorería a través de la cifra de negocio se ve incrementada en comparación con la capacidad para hacer frente a las deudas, al igual que ocurre con los equipos de segunda, siendo el Manchester United el equipo que experimenta una mayor capacidad para generar tesorería, es decir, por cada euro de ingreso, el equipo inglés genera 0,509 euros de tesorería con sus operaciones.

Respecto a la evolución experimentada por estos ratios, señalar que la cobertura de los gastos financieros se mantiene prácticamente constante en el periodo analizado, siendo la Roma el equipo que experimenta la mayor variación positiva de los equipos europeos gracias a la consecución de unos FTO de carácter positivo, a diferencia del Valencia CF que ha perdido cobertura financiera en el último ejercicio.

En cuanto a la evolución de la capacidad de generar tesorería para hacer frente a las obligaciones, misma tónica que el ratio anterior y únicamente la Roma experimenta un crecimiento en su capacidad para generar tesorería a través de los ingresos.

Por lo tanto, la tendencia en relación con la evolución de los ratios que componen los flujos de tesorería ordinarios en los equipos europeos es similar a la del Valencia CF y parece determinar que estos equipos han perdido cobertura para hacer frente a los gastos financieros y han perdido capacidad de generar tesorería a través de la cifra de negocios y para hacer frente a los fondos ajenos, siendo la excepción la Roma, dado que es el único equipo que experimenta una evolución positiva.

5.6. Análisis del fondo de maniobra de los equipos españoles y europeos

En este apartado se analizarán los ciclos de maduración y de caja de los equipos españoles y europeos. Los mencionados ciclos son muy útiles como indicadores de gestión, puesto que una reducción se traducirá en una reducción de las necesidades de financiación. Se debe recordar que los ciclos están medidos en días naturales y no en unidades monetarias, por lo que nunca podrán medir necesidades de financiación.

Tabla 61. Ciclo de caja y maduración equipos primera división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	CM 2017	Pago Prov 2017	CC 2017	CM 2016	Pago prov 2016	CC 2016
CD Alavés	42,88	61,41	-18,53	72,26	57,85	14,41
Club Atlético de Madrid	90,89	114,62	-23,73	103,84	91,88	11,96
FC Barcelona	53,14	69,70	-16,56	58,20	73,14	-14,94
Club Atlético Osasuna	22,25	63,29	-41,04	86,83	62,21	24,62
Real Madrid CF	54,64	59,69	-5,05	55,13	58,11	-2,98
Sevilla FC	11,81	51,36	-39,55	17,96	59,39	-41,43
UD Las Palmas	15,54	108,33	-92,79	15,80	71,40	-55,60
VALENCIA CF	120,24	32,07	88,17	61,29	47,12	14,17

	CM 2017	Pago Prov 2017	CC 2017	CM 2016	Pago prov 2016	CC 2016
Villarreal CF	96,62	78,32	18,30	257,91	62,24	195,67

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

En relación con el ciclo de maduración (que coincide con el plazo de gestión de cobro de los clientes) muestra variedad en la política de gestión de los equipos de primera analizados. Se puede apreciar en la tabla 61 que tanto Osasuna, como Sevilla y Valladolid presentan unas necesidades de financiación más que aceptables dado que su plazo de cobro es inferior al mes, por tanto, se espera que en estos equipos no existan necesidades reales de financiación, como así ocurre.

En el lado contrario se encuentran el Atlético de Madrid, el Valencia y el Villarreal cuyo plazo de cobro se sitúa entre los tres y cuatro meses, siendo el equipo valenciano el único que supera los 100 días de plazo, lo que arroja una deficitaria gestión de cobros, como se mencionó en el análisis individual. Por tanto, estos equipos presentan un problema serio en relación con su política de cobros y deberán tomar medidas para solucionar este problema, como por ejemplo descuentos por pronto pago a los abonados y socios o a las entidades deudoras.

En cuanto a las necesidades reales de financiación, éstas no existen en la mayoría de equipos porque el plazo de pago a proveedores es superior al ciclo de maduración, obteniendo por tanto un ciclo de caja negativo. Sin embargo, hay que ser cautelosos con su valoración dado que prácticamente la totalidad de los equipos analizados (a excepción del Valencia CF) presentan unos plazos de pago a proveedores cercanos al máximo legal, habiendo incluso algunos equipos que lo exceden por lo que pueden presentar retrasos en los pagos como consecuencia de la falta de liquidez, como se vio en el análisis de la situación de liquidez.

Cabe destacar el caso del Atlético de Madrid y Las Palmas cuyo plazo de pago a proveedores supera, con creces, el máximo legal por lo que cabe esperar que presenten un ciclo de caja de carácter negativo, como así ocurre (23,73 días y 92,79 días respectivamente). A este respecto se informa en la memoria de ambos equipos que el 45% de los pagos en el caso del equipo madrileño y el 18% de los pagos en el caso del equipo canario se han efectuado por encima del plazo máximo legal. Por tanto, el alargamiento del plazo de pago a proveedores en estos equipos se debe más bien a una incapacidad para atender los pagos dentro del plazo máximo legal.

Por tanto, si se compara la gestión de cobros y pagos del Valencia CF con la de los equipos de primera división, se puede extraer que el equipo valenciano presenta una gestión de cobros pésima puesto que es el equipo de primera división que más tarda en cobrar de sus clientes pero, sin embargo, su gestión de pagos es buena dado que paga dentro del plazo legal lo que ocasiona que presente necesidades reales de financiación.

En cuanto a la evolución, se aprecia una reducción del ciclo de maduración y ciclo de caja en la mayoría de equipos (a excepción del Valencia CF) como consecuencia de la mejora del plazo de cobros y pagos. No obstante, la mejora en los plazos de pago parece deberse a un retraso en los pagos por falta de liquidez que por una buena gestión en la política de pagos, siendo esta variación más notoria en el Atlético de Madrid y en Las Palmas, que son los equipos que experimentan un mayor crecimiento en el plazo de pagos respecto al ejercicio anterior.

Destacar también la mejora en los plazos de cobro de los equipos recién ascendidos (Alavés y Osasuna) dado que se reducen considerablemente en el último ejercicio debido al incremento de la cifra de negocio y a una buena política en la gestión de los cobros. Además, también se produce una mejora en los plazos de pago, aunque debe prestarse atención a este asunto puesto que superan ligeramente el plazo máximo legal (61 días y 63 días respectivamente).

Una vez realizado el análisis y comparación de los ciclos de maduración y caja de los equipos de primera división, a continuación se procederá con el de los equipos de segunda división siguiendo la metodología empleada en este apartado.

Tabla 62. Ciclo de caja y maduración equipos segunda división y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	CM 2017	Pago Prov 2017	CC 2017	CM 2016	Pago prov 2016	CC 2016
UD Almería	133,67	155,35	-21,68	90,39	122,66	-32,27
Cádiz CF	60,27	61,66	-1,39	49,16	40,15	9,01
Getafe CF	37,12	118,66	-81,54	92,73	67,29	25,44
SD Huesca	25,82	5,02	20,80	17,87	26,18	-8,31
Levante UD	246,75	53,32	193,43	25,78	35,14	-9,36
Real Valladolid CF	84,72	75,74	8,98	162,76	118,67	44,09
VALENCIA CF	120,24	32,07	88,17	61,29	47,12	14,17
Real Zaragoza	48,82	78,56	-29,74	117,35	92,31	25,04

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Si en primera división, el Valencia CF era el equipo que presentaba mayor ciclo de maduración en 2017, según se puede apreciar en la tabla 62, equipos como el Almería o el Levante superan al equipo valenciano y presentan una política de gestión de cobros más deficitaria.

Únicamente el Getafe y el Huesca presentan una buena gestión de los cobros dado que cobran de sus clientes en el plazo de un mes aproximadamente. Sin embargo, el equipo oscense es el que presenta el plazo de pago a los proveedores más reducido de todos los equipos nacionales (únicamente 5 días) por lo que, aunque presente una gestión de cobros muy buena su ciclo de caja será positivo por lo que contará con una insuficiente financiación necesaria para cubrir el ciclo de maduración.

Los equipos de segunda división presentan mayor variedad que los equipos de primera en relación con el ciclo de caja puesto que prácticamente la mitad de los equipos analizados presentan un ciclo

de caja positivo (véase Huesca, Levante y Valladolid) al igual que el Valencia CF como consecuencia de una gestión de cobros deficitaria (a excepción del Huesca).

En cuanto al plazo de pago a proveedores, misma tónica que la de los equipos de primera división, la mayoría de equipos paga a los proveedores por encima del plazo máximo legal. Por tanto, parece desprenderse de los valores calculados una tendencia en los equipos de fútbol de efectuar un porcentaje de los pagos a los proveedores fuera del plazo máximo legal.

Tanto el Almería como el Getafe son los equipos de segunda que mayor plazo de pago a proveedores presentan. Según se desprende de la memoria del equipo almeriense, casi el 40% de los pagos a proveedores se han efectuado por encima del plazo máximo legal, en cambio, en el caso del Getafe, este porcentaje asciende al 30%. Por tanto, cabe esperar que ambos equipos presenten un ciclo de caja de signo negativo lo que llevaría a concluir que cuentan con un excedente de financiación para cubrir el ciclo de maduración, sin embargo, esto se debe al retraso en los pagos a proveedores.

En relación con la evolución tanto del ciclo de maduración como del ciclo de caja, el equipo que experimenta una evolución similar a la del Valencia CF es el Levante puesto que ambos equipos empeoran su gestión de los cobros lo que ocasiona que el ciclo de maduración se vea incrementado, siendo éste incremento más notorio en el equipo levantino como consecuencia del incremento del saldo medio de los clientes y de la reducción de la cifra de negocio.

Parece que el descenso de categoría no ha afectado de la misma forma al Getafe y al Levante dado que el equipo madrileño sí ha experimentado una disminución en el plazo de cobro a clientes gracias a la reducción de los deudores varios y a una mínima reducción de la cifra de negocios. Sin embargo, el plazo de pago a proveedores sí experimenta un incremento en el último ejercicio (siendo casi el doble en el equipo madrileño) como consecuencia del incremento del saldo de proveedores dado que las compras se reducen en ambos equipos.

Por último, se procederá a analizar y comparar el ciclo de maduración y de caja de los equipos europeos para determinar qué tipo de gestión de cobros y pagos realizan y poder comparar los plazos calculados con los del Valencia CF.

Tabla 63. Ciclo de caja y maduración equipos europeos y del Valencia C.F. Años 2016 y 2017

	CM 2017	Pago Prov 2017	CC 2017	CM 2016	Pago prov 2016	CC 2016
Borussia Dortmund	54,71	65,94	-11,23	84,27	34,79	49,48
Juventus	42,16	47,10	-4,94	59,66	69,95	-10,29
Manchester United	105,89	36,96	68,93	100,67	54,78	45,89
Olympique de Lyon	42,80	45,86	-3,06	80,94	32,25	48,68
AS Roma	124,90	52,48	72,42	112,94	70,98	41,96

	CM 2017	Pago Prov 2017	CC 2017	CM 2016	Pago prov 2016	CC 2016
VALENCIA CF	120,24	32,07	88,17	61,29	47,12	14,17

Fuente: Elaboración propia a través de los datos depositados en las Cuentas Anuales en el Registro Mercantil

Respecto a los plazos calculados, se observa que tanto el Manchester United como la Roma presentan una gestión de cobros deficitaria al igual que el Valencia CF dado que tardan más de 100 días en cobrar de sus clientes por lo que cabe esperar que necesiten financiación para cubrir el ciclo de maduración. El resto de equipos europeos presentan un plazo de cobro adecuado aunque ninguno de estos equipos es capaz de cobrar en el plazo de un mes como sí ocurre con algún equipo nacional.

La tendencia de los equipos nacionales era presentar un plazo de pago a proveedores cercano o incluso superior al plazo máximo legal, sin embargo, en los equipos europeos, estos plazos se encuentran dentro del máximo legal⁶³, por lo que la gestión de pagos sí parece ser adecuada. Si se comparan los plazos de pago a proveedores de los equipos europeos con los del Valencia CF se aprecia que todos presentan una política de pagos más favorable a la del equipo valenciano. Por tanto, los equipos que presenten una gestión de cobros adecuada (Borussia Dortmund, Juventus y Roma) tendrán un ciclo de caja negativo por lo que contarán con un excedente de financiación necesaria para cubrir el ciclo de maduración.

El Manchester United es el equipo todos los analizados que presenta unos plazos de cobro y de pago más parecidos a los del Valencia CF. Ambos equipos presentan una gestión deficitaria de cobros (cobran de sus clientes en un plazo superior a los 100 días), su plazo de pago a proveedores se sitúa en torno al mes (37 y 32 días respectivamente) por lo que ambos equipos presentan un ciclo de caja de carácter positivo, necesitando por tanto financiación.

En cuanto a la evolución experimentada por los equipos europeos, prácticamente la totalidad de los equipos europeos experimenta una evolución positiva en el último ejercicio, contraria a la experimentada por el Valencia CF. Tanto el Borussia Dortmund como los equipos italianos mejoran su gestión de cobro de los clientes y logran reducir el ciclo de maduración como consecuencia de la reducción de las partidas del balance “abonados y socios” y “deudores varios”.

En relación con el plazo de pago a proveedores, únicamente el Manchester United empeora su plazo de pago a proveedores dado que pasa de pagar en 55 días a sus proveedores en 2016 a reducir su plazo de pago a 37 días en 2017, además de incrementar su plazo de cobro en 5 días lo que ocasiona que su ciclo de caja se haya incrementado, provocando por tanto, un incremento de las necesidades de financiación en el conjunto inglés.

Si se compara la evolución de los equipos europeos con la del Valencia CF, se observa que ningún equipo sigue la tendencia del equipo valenciano en relación con la gestión de cobros en el último ejercicio y solo el Manchester United presenta una evolución similar en el plazo de pago a proveedores.

⁶³ Para facilitar la comparación del plazo de pago a proveedores, se va a suponer que el plazo máximo legal en toda Europa se sitúa como en España, a 60 días naturales.



CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES

Llevado a cabo el análisis económico-financiero tanto del Valencia CF como del resto de equipos españoles como europeos, es el momento de exponer las conclusiones que se han ido obteniendo a lo largo de la realización de este trabajo. En un primer bloque se exponen conclusiones relativas al modelo de negocio y al impacto normativo de los distintos países:

Con el objetivo de reducir el nivel de endeudamiento en el fútbol español, la mayoría de clubes tuvieron que transformarse a principios de los años noventa en una nueva forma societaria, las denominadas Sociedades Anónimas Deportivas. Este cambio en la forma jurídica se produjo como consecuencia de haber tenido en ejercicios anteriores un saldo patrimonial negativo. Sin embargo, no todos los equipos españoles se vieron forzados a realizar esta transformación; Athletic Club de Bilbao, FC Barcelona, Real Madrid CF y Club Atlético Osasuna mantuvieron su forma jurídica hasta la actualidad gracias a no haber presentado éste saldo patrimonial negativo.

No obstante, el cambio forzoso implicó que entre los equipos de fútbol españoles existieran diferencias, siendo la más significativa en materia fiscal. Los equipos que no se transformaron en Sociedades Anónimas Deportivas han gozado en los últimos años de ventajas fiscales dado que su Impuesto sobre Sociedades se sitúa en el 25% mientras que en el resto de clubes se sitúa en el 30% por lo que existe una investigación por parte de la Comisión Europea. Por el contrario, en los países europeos ningún club tiene un trato especial en materia de impuestos y demás obligaciones.

En los últimos años, equipos de primera y segunda división han sido objeto de una investigación por parte de la Comisión Europea a raíz de recibir ayudas estatales. Equipos como el propio Valencia CF, el Elche o el Hércules están siendo investigados por recibir préstamos de entidades bancarias con condiciones más favorables que si los recibieran otros equipos debido a que organismos públicos avalan a estos equipos, como es el caso del Instituto Valenciano de Finanzas. Pero no solo los equipos valencianos están siendo investigados, también el Real Madrid está siendo objeto de investigación a causa de unos terrenos que el Ayuntamiento de Madrid compró por encima de su valor lo que otorgó que el equipo blanco obtuviera una plusvalía cuantiosa.

En relación con las contribuciones económicas, tanto el mecenazgo como el patrocinio deportivo son beneficiosos tanto para los deportistas como para las empresas. Mientras que a los deportistas les da la oportunidad de obtener mayores recursos para alcanzar sus sueños o metas, las empresas pueden obtener ventajas fiscales, además de potenciar la marca y darse a conocer. No obstante, si no fuera por estos incentivos fiscales, el mecenazgo y el patrocinio deportivo no serían tan atractivos.

En cuanto al sector del fútbol en Europa, el organismo de la UEFA puso en marcha una serie de medidas con el propósito de poner fin a las deudas que podrían poner en riesgo a los clubes de fútbol. Además, estas medidas se pusieron en marcha con el objetivo de mejorar la competitividad de las ligas europeas además de permitir reducir la deuda que tienen los clubes con otros clubes, con los jugadores y con las autoridades tributarias de cada país.



Para ello, el Fair Play Financiero limita la deuda de los clubes no pudiendo gastar más de lo que ganan en cada periodo. No cumplir con estas medidas acarrearía sanciones tanto económicas como deportivas a los clubes implicados, como ha sucedido en los últimos ejercicios en equipos españoles como el Málaga CF y en equipos europeos como el Galatasaray el Rapid de Bucarest y Dinamo de Bucarest.

Las principales fuentes de ingresos de los equipos de fútbol tanto españoles como europeos son: ingresos por derechos de televisión, por competiciones, por abonados y socios, por publicidad y por la venta de jugadores. De todos ellos, los ingresos procedentes de los derechos de televisión son los que mayor cuantía reportan a los clubes de fútbol.

La liga inglesa es la liga europea que más dinero reparte entre los clubes participantes siendo la única liga que supera la barrera de los 1.000 millones de euros, situándose en 2.130 millones de euros en 2016. Le sigue la liga española como la segunda liga europea que más ingresos recauda aunque no alcanza ni la mitad de lo que ingresa la liga inglesa. Además, la liga inglesa es la liga europea que menor diferencia presenta entre los distintos clubes participantes, dado que la diferencia entre el equipo que más ingresa por los derechos televisivos, Arsenal, y el equipo que menos ingresos recibe por dicho concepto, Aston Villa, asciende al 51% logrando así un reparto más equitativo entre los clubes.

En cambio, en la liga española, existen grandes diferencias entre los distintos clubes, puesto que tanto el FC Barcelona como el Real Madrid se llevan un 40% más cada uno que el tercer equipo español que más ingresos recibe en concepto de los derechos de televisión, el Atlético de Madrid y más del doble de lo que recibe el Valencia CF en dicho concepto. No obstante, parece que la liga española está intentando copiar el modelo inglés, aunque todavía queda un largo camino para conseguir esos niveles de reparto.

Los ingresos por competiciones son otra fuente de ingresos importante para los clubes, sobretodo en el Valencia CF ya que como consecuencia de no haber participado en competiciones europeas en el año 2017, sus ingresos se han visto mermados respecto al año anterior, disminuyendo más de un 10% lo que ha ocasionado un importe de la cifra de negocio inferior y mayores pérdidas.

En relación con los gastos de los fichajes en las grandes ligas europeas, se desprende que la liga inglesa es la que más gasta de todas las ligas europeas en materia de fichajes, siendo además, la única que supera la barrera de los 1.000 millones de euros en el periodo analizado, además de que en el último ejercicio el gasto también se ha visto incrementado. Este hecho obedece al adecuado modelo de reparto televisivo que tiene la liga inglesa que logra que todos los clubes ingleses reciban una gran cantidad de ingresos en concepto de derechos televisivos, lo que incentiva el gasto en fichajes. En cambio, la liga española, aunque ha experimentado un incremento en el gasto de fichajes, se ha quedado a la cola y es la liga europea que menos desembolso realiza en fichajes.

Otra de las ligas europeas que ha experimentado un crecimiento notorio en el último ejercicio ha sido la alemana como consecuencia del nuevo reparto televisivo que entró en vigor el ejercicio anterior por el cual los clubes alemanes se repartirán 1.500 millones de euros. Por



tanto, se puede concluir que unos ingresos elevados por derechos de retransmisión y un buen reparto televisivo se traducen en un incremento del gasto en fichajes.

La diferencia entre los equipos de primera y segunda división en relación con los ingresos que perciben, ocasiona que cuando un equipo desciende de categoría, vea mermados sus ingresos de una manera muy notoria, pudiendo este descenso situarse en torno al 300%, lo que ocasiona, casi con total seguridad, la consecución de pérdidas en el ejercicio.

Si ya existen diferencias entre los clubes europeos en relación con los repartos televisivos, estas diferencias se acrecientan aun más entre los clubes de primera y segunda división. Los ingresos procedentes del reparto televisivo en los clubes de segunda división no alcanzan ni el 10% de lo que ingresan los clubes de primera división.

En cuanto a los ingresos procedentes de los abonados y socios, se desprende una evolución creciente en los equipos de primera división gracias a una mayor fidelización de los aficionados y al incremento de los abonos en algunos equipos. Desde el año 2011 hasta 2017, los ingresos por este concepto en primera división se han incrementado un 47%. En cambio, los equipos de segunda división no siguen ninguna tendencia, habiendo años en los cuales los ingresos por abonados se incrementan y otros años, en cambio, disminuyen. Esto se debe principalmente a los continuos cambios de clubes que hay en esta categoría.

La estructura de gastos de los equipos de fútbol muestra que en todos los clubes de fútbol, los gastos de personal suponen el componente principal de gasto, situándose alrededor del 60%. La importancia de los jugadores de la primera plantilla, del cuerpo técnico, del filial y de la cantera en los resultados deportivos explican este hecho. No obstante, la Liga, en su afán por conseguir que los clubes no se endeuden más, ha puesto un límite salarial para los clubes nacionales que no pueden sobrepasar si no quieren ser sancionados, siendo su límite el 70% de los ingresos. En el caso de sobrepasar este límite, los clubes no podrán inscribir a ningún jugador más.

La primera parte de las conclusiones han hecho referencia al sector del fútbol español y europeo; la segunda parte va a centrarse en las conclusiones que se han obtenido con el análisis de la situación económico-financiera de los clubes de fútbol tanto españoles como europeos, incluyendo las conclusiones que se obtuvieron con el análisis del Valencia CF.

El análisis de la situación patrimonial arroja un claro predominio del activo no corriente con valores que superan el 70% en la mayoría de equipos. Esto se debe a que los bienes permanentes se componen principalmente de inmovilizado intangible deportivo, que hace referencia al valor neto contable de los jugadores de los clubes de fútbol. El otro componente destacable es inmovilizado material, que hace referencia a los estadios donde compiten los equipos en sus respectivas competiciones.

El enorme peso del activo no corriente ocasiona que el activo corriente tenga un peso menor en la estructura del activo, componiéndose básicamente de créditos concedidos a entidades deportivas y efectivo. Destacar, además, las reducidas existencias que presentan los clubes de fútbol, siendo incluso inexistentes en algunos equipos. Por lo tanto, la estructura económica que presenta el Valencia CF, coincide plenamente con la estructura económica que presentan los clubes tanto españoles como europeos. Sin embargo, a excepción del



equipo valenciano y del Zaragoza, el resto de equipos analizados incrementan su volumen de activo en el último ejercicio.

Con un ascenso de categoría como el experimentado por el Alavés y el Osasuna, el activo corriente gana peso en la estructura económica. El equipo vitoriano ha sido capaz de doblar su activo corriente en el último ejercicio mientras que el equipo navarro lo ha incrementado un 38% gracias al incremento tanto de los derechos de cobro como del efectivo.

En la estructura financiera de los equipos de fútbol destaca la financiación ajena, siendo el Huesca y el Olympique de Lyon los únicos equipos con predominio de los fondos propios. Dentro de la financiación ajena, únicamente los equipos de primera división presentan una tónica generalizada de predominio de la financiación a corto plazo, dado que tanto los equipos de segunda como los europeos presentan un predominio de la financiación a largo plazo.

Los equipos de primera división que tienen activos de mayor volumen (Atlético de Madrid, Barcelona, Real Madrid, Sevilla y Villarreal) presentan una financiación ajena en la cual predomina la financiación a corto plazo, siendo la excepción el Valencia CF dado que es el único equipo de primera que no sigue el patrón de los equipos de primera división ya que aunque en su estructura financiera sí destaca la financiación ajena, ésta es mayoritariamente a largo plazo por lo que sigue la estructura de los equipos de segunda división y europeos.

Los clubes de fútbol suelen operar con un fondo de maniobra de signo negativo lo que arroja que no tienen capacidad suficiente para hacer frente a las obligaciones. No obstante, como los equipos de tanto de primera como europeos presentan un ciclo de caja negativo, pueden funcionar sin problemas dado que no existen necesidades reales de financiación y, en consecuencia, el fondo de maniobra negativo no es sinónimo de problemas de equilibrio económico-financiero. En cambio, la mayoría de equipos de segunda división y el Valencia CF, presentan un ciclo de caja positivo y un fondo de maniobra negativo, lo que se traduce en problemas serios para hacer frente a las obligaciones.

Los ratios de liquidez arrojan valores inferiores a lo que se consideran adecuados en la totalidad de equipos analizados. Por lo tanto, cabría suponer que los equipos de fútbol tendrían problemas en hacer frente a las deudas más inmediatas, sin embargo, como se ha comentado, la gestión de cobros y pagos es buena en los equipos de primera división y en los equipos europeos alejando la posibilidad de que ratios de liquidez inferiores a la unidad supongan problemas para atender a los pagos. En cambio, en el Valencia CF y en los equipos de segunda división, estos valores reducidos no hacen más que corroborar los problemas detectados para hacer frente a los pagos con vencimiento inferior a un año. No obstante, la evolución de la liquidez en el último ejercicio ha sido positiva en la mayoría de equipos.

El análisis de endeudamiento revela información que ya se esperaba, tendencia a presentar un nivel de endeudamiento elevado, por encima del 60% en prácticamente la totalidad de equipos. Incluso en algunos casos, sobre todo en los equipos de segunda división, este endeudamiento supera el 95%, cifra insostenible para cualquier entidad deportiva.



Además, la mayoría de esa deuda es con coste financiero lo que arroja la gran dependencia que tienen los clubes de fútbol, tanto españoles como europeos con las entidades financieras, sobretudo el Valencia CF con la entidad financiera Bankia. En cuanto al coste de la deuda, equipos que presentan un nivel de endeudamiento elevado, como el Atlético de Madrid, el Getafe o el propio Valencia CF, presentan unos valores elevados debido al riesgo de impago de los créditos concedidos.

No obstante, en los últimos años, están llegando nuevas formas de financiación en los clubes de fútbol, siendo una de ellas el "crowdfunding". Debido a la crisis económica, el sistema bancario español perdió credibilidad y las entidades financieras concedían préstamos bancarios con intereses más elevados debido a la inseguridad por lo que surgieron estas nuevas fuentes de financiación entre los clubes de fútbol diferentes a las tradicionales. Estas nuevas formas de financiación permiten financiarse a equipos de fútbol que tendrían difícil su acceso a la financiación mediante préstamos bancarios por lo que es una oportunidad para los clubes de fútbol más modestos.

En relación con la calidad de la deuda, se desprende que ésta es baja en los equipos de primera división como consecuencia del predominio de la financiación a corto plazo. En cambio, en los equipos de segunda división y europeos aunque no sea óptima sí que es de mayor calidad que la de los equipos de primera. Como el Valencia CF presenta una estructura financiera similar a la de los clubes de segunda y europeos, la calidad de su deuda es superior a sus coetáneos, siendo el equipo de primera que presenta una mayor calidad en su deuda.

En la cuenta de pérdidas y ganancias se identifican dos características propias de los equipos de fútbol: por una parte la obtención de resultados positivos pero escasos en relación a la cifra de negocios y por otra parte, una estructura de costes fija dada la importancia de éstos en las cuentas de pérdidas y ganancias de los clubes de fútbol y el escaso peso que tienen los costes de ventas que ocasionan la obtención de un margen sobre ventas por encima del 90% en la totalidad de los equipos analizados.

Los valores de la descomposición de la rentabilidad económica definen claramente la estrategia de los equipos de fútbol basada en la rotación de sus activos, es decir, tratar de conseguir una elevada cifra de negocio en lugar de buscar una maximización del beneficio obtenido, como demuestran los valores superiores de los ratios de rotación frente al valor de los márgenes. El Valencia CF sigue la misma pauta que el resto de equipos de primera, aunque tanto la rotación como el margen presentan valores por debajo de la mayoría de equipos, de hecho, el Valencia CF tiene la rotación más baja de los equipos analizados y su margen de ventas solo supera al del Villarreal, que lo presenta negativo.

Al igual que la rentabilidad económica, la mayoría de equipos analizados presentan una rentabilidad financiera positiva, además de un apalancamiento positivo lo que implica que el incremento de la deuda favorecería a la rentabilidad financiera. Sin embargo, aunque este apalancamiento sea positivo, la tónica generalizada de los equipos de fútbol de presentar un nivel de endeudamiento elevado y un coste financiero elevado provocan que se desaconseje el uso de la deuda para favorecer a la rentabilidad financiera.



En cuanto a los flujos de tesorería, la mayoría de clubes de fútbol presenta la misma estructura: son capaces de generar efectivo gracias a los flujos procedentes de las actividades ordinarias y a las de financiación, dado que la tónica general es presentar unos flujos de las actividades de inversión negativos donde los pagos por inversión son superiores a los cobros por desinversión. Los pagos de inversión se corresponden, prácticamente en la totalidad de los equipos analizados, en inmovilizado intangible deportivo, concretamente en la adquisición de jugadores.

Por tanto, misma conclusión que la alcanzada anteriormente se obtiene al analizar los ratios tanto de los RPO como de los FTO. La mayoría de equipos son capaces de generar tanto recursos como tesorería para hacer frente a la devolución de las deudas, siendo el Valencia CF uno de los pocos equipos que aplica tanto recursos como tesorería a las actividades ordinarias. Sin embargo, se desprende que la capacidad de generar tanto recursos como tesorería a través de la cifra de negocio es reducida en prácticamente la totalidad de los equipos, sobre todo en los equipos que presentan mayor volumen de negocio. Este hecho obedece a que la disponibilidad inmediata en los clubes de fútbol es muy reducida y en cambio, la cifra de negocios supone el componente principal de ingreso.

En cuanto a las necesidades teóricas y reales de financiación de los clubes de fútbol, la mayoría presenta un ciclo de caja de carácter negativo lo que arrojaría que no tendrían necesidades reales de financiación puesto que reciben financiación de sus proveedores, es decir, cobran antes de lo que tienen que pagar. Sin embargo, esto se debe a que la mayoría de equipos tienen dificultades para hacer frente a estos pagos y un porcentaje de éstos los realizan fuera del plazo máximo legal, que en España se sitúa en 60 días arrojando ese ciclo de caja negativo. Además, la gestión de cobro no es buena en algunos equipos, como es el caso del Valencia CF que cobra de sus clientes a los cuatro meses, lo que arroja que también tengan necesidades teóricas de financiación, aunque es cierto que el equipo valenciano es uno de los pocos clubes que paga a sus proveedores dentro del plazo. Medidas como establecer un descuento por pronto pago reduciría su plazo de cobro y mejoraría la gestión de cobro de los clubes lo que ocasionaría un ciclo de caja de carácter negativo.

BIBLIOGRAFÍA

Cuentas anuales

Club Deportivo Alavés (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017.

<https://files.proyectorclubes.com/alaves/201803/05162808ccaa-auditadas-deportivo-alaves-16-17.pdf> [Consulta: Abril 2018]

Unión Deportiva Almería (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017.

<https://files.proyectorclubes.com/almeria/201802/21100505cuentas-anuales-2016-2017---web.pdf> [Consulta: Abril 2018]

Club Atlético de Madrid (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017.

https://www.atleticodemadrid.com/files/cuentas_anuales_1617.pdf [Consulta: Abril 2018]

Borussia Dortmund (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017.

<http://aktie.bvb.de/eng/Publications/Annual-Reports/Annual-Report-2016-2017-KGaA-Group> [Consulta: Abril 2018]

Cádiz Club de Fútbol (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017.

<https://files.proyectorclubes.com/cadiz/201802/08180705informe-de-auditor--a-y-cuentas-anuales-16-17.pdf> [Consulta: Abril 2018]

Fútbol Club Barcelona (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017.

<https://www.fcbarcelona.es/club/ficha/cuentas-anuales-y-auditoria> [Consulta: Abril 2018]

Getafe Club de Fútbol (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<http://www.getafecf.com/Portals/0/Downloads/auditoria16.pdf> [Consulta: Abril 2018]

Sociedad Deportiva Huesca (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<https://files.proyectorclubes.com/huesca/201612/14170701cuentas-anuales-e-informe-auditor--a-sd-huesca-30-06-2016f.pdf> [Consulta: Mayo 2018]

Juventus de Turín (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<http://www.juventus.com/en/club/investor-relations/financial-reports/statements-and-reports/2016-17.php> [Consulta: Abril 2018]

Levante Unión Deportiva (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<http://www.levanteud.com/es/info/ley-transparencia> [Consulta: Mayo 2018]

Manchester United (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<http://ir.manutd.com/financial-information/annual-reports/2017.aspx> [Consulta: Abril 2018]

Olympique de Lyon (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<https://investisseur.olympiqueyonnais.com/en/financial-information/annual-reports.html> [Consulta: Abril 2018]

Club Atlético Osasuna (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<<https://www.osasuna.es/uploads/archivos/asamblea-general-01-10-17-memoria-oficial-2016-17.pdf>>

[Consulta: Mayo 2018]

Real Madrid Club de Fútbol (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<<https://www.realmadrid.com/club/transparencia/cuentas-anuales>> [Consulta: Mayo 2018]

Real Valladolid Club de Fútbol (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<http://www.realvalladolid.es/docs/RV_CuentasAnuales2016-2017.pdf> [Consulta: Mayo 2018]

AS Roma (2017). Cuentas anuales a 30 de junio de 2017

<<http://www.asroma.com/en/club/corporate/corporate-governance>> [Consulta: Abril 2018]

Sevilla Fútbol Club (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<<http://sevillafc.es/sites/default/files/documents/04%20Cuentas%20Anuales.pdf>> [Consulta: Mayo 2018]

Unión Deportiva Las Palmas (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<<https://files.proyectoclubes.com/las-palmas/201801/11124431ccaa-16-17.pdf>> [Consulta: Mayo 2018]

Valencia Club de Fútbol (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<<http://www.valenciacf.com/bd/archivos/archivo5500.pdf>> [Consulta: Marzo 2018]

Villarreal Club de Fútbol (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<https://test.villarrealcf.es/images/el-club/datos-del-club/informe_memoria.pdf> [Consulta: Mayo 2018]

Real Zaragoza (2017). Cuentas Anuales a 30 de junio de 2017

<<http://www.realzaragoza.com/accionistas/cuentas-anuales>> [Consulta: Mayo 2018]

Normativa

España. Ley 10/1990, de 15 de octubre, del Deporte. BOE, de 17 de octubre de 1990, núm.249, páginas 30397 a 30411 (15 páginas).

España. Real Decreto 1251/1999, de 16 de julio, sobre Sociedades Anónimas Deportivas, 16/07/1999. BOE, de 17 de julio de 1999, núm. 170, páginas 27070 a 27080 (11 páginas).

España. Ley 49/2002, de 23 de diciembre, de régimen fiscal de las entidades sin fines lucrativos y de los incentivos fiscales al mecenazgo. BOE, de 24 de diciembre de 2002, núm. 307, páginas 45229 a 45243 (15 páginas).

Real Decreto 460/2015 de 5 de junio por el que se aprueba el Estatuto del Consejo Superior de Deportes.

Real Decreto 5/2015 de 30 de abril, de medidas urgentes en relación con la comercialización de los derechos de explotación de contenidos audiovisuales de las competiciones del fútbol profesional.

Artículos y libros

Amat, Oriol (2008). Análisis económico-financiero. 20ª Edición. Ediciones Gestión 2000, 2008. ISBN: 978-84-96612-94-5.

Apuntes Análisis y Consolidación Contable. Facultad de Administración y Dirección de Empresas, Universitat Politècnica de València.

Artículo 107.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Consultada el 23 de mayo de 2018 en <https://www.boe.es/doue/2010/083/Z00047-00199>.

CSD (2017): Balance de la situación económico-financiera del fútbol español 1999/2017. Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

Gironella Masgrau, Emilio (2015). El apalancamiento financiero: de cómo un aumento del endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa. Páginas 71-91.

Llorente Olier, J.I. (2010). Análisis de estados económico-financieros. Edición Centro de Estudios Financieros, Madrid.

Marí Vidal, Sergio, Mateos Ronco, Alicia, Polo Garrido, Fernando (2013). Análisis económico-financiero: casos prácticos. Editorial Universitat Politècnica de València.

Muñoz, María Pilar, Postiguillo, David (2017). Alternativas de financiación empresarial. Finance, Markets and Valuation Vol 3, nº 2 (2017), 17 – 42

Rodríguez Morales, Leopoldo (2012). Análisis de los estados financieros: un enfoque en la toma de decisiones. McGrawHill. México, pag 163-184.

Sanz Santolaria, C.J. (2011). Guía de los principales ratios. Acciones e Investigaciones Sociales. Pág. 137-152.

Trigo Martínez, Eduardo y Moreno Ruiz, Rafael. Medias de rentabilidad ajustadas al riesgo en el ámbito de las entidades bancarias. Páginas 11 y 12.

Zoido, A. (2014). Alternativas de financiación para las empresas vía mercado. Financiación Empresarial. Madrid: ICE.

Consultas electrónicas

Arenas, M. (2015). El Real Decreto-Ley audiovisual del fútbol. Descodificando la controversia. Iusport. Consultada el 4 de mayo de 2018 en <http://www.iusport.es/opinion/MANUEL-ARENAS-DESCODIFICANODOCRETO-AUDIOVISUAL-2015.pdf>

Banco de España. Mercado primario de valores. Consultada el 4 de mayo de 2018 en <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest21.html>

Cano, Vicente (2018). Cómo se reparten los equipos de la Liga Santander el dinero de las televisiones. Consultada el 12 de junio de 2018 en <https://www.businessinsider.es/asi-reparte-dinero-televisiones-laliga-santander-183260>



Delgado, A. (2014). El fracaso de las Sociedades Anónimas Deportivas en España. ¿Hay derecho? Blog. Consultada el 5 de junio de 2018 en <http://hayderecho.com/2014/02/25/el-fracaso-de-las-sociedades-anonimasdeportivas-en-espana/>

Deloitte (2016). Annual Review of Football Finance 2016. Sport Business Group. Consultada el 14 de mayo de 2018 en <http://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/annualreview-of-football-finance.html>

El fútbol español se aleja de los patrocinadores nacionales (2016). Consultada el 19 de junio de 2018 en <https://es.statista.com/grafico/5681/el-futbol-espanol-se-aleja-de-los-patrocinadores-nacionales/>

Información contable a remitir por las Sociedades Anónimas Deportivas. Normas contables e Información Periódica. Obligaciones contables. Consultada el 2 de junio de 2018 en <http://www.csd.gob.es/csd/asociaciones/6SAD/07InfContab/?searchterm=cuentas%20anuales>

La Liga (2017). Estatutos Sociales de la Liga Nacional de Fútbol Profesional. Consultada el 22 de junio de 2018 en https://files.laliga.es/pdf-hd/transparencia/estatutos-sociales_20180726.pdf

Rodríguez, R. (2015). Las diez comparaciones más odiosas entre la poderosa Premier League y la Liga española. El Confidencial. Consultada el 31 de mayo de 2018 en http://www.elconfidencial.com/deportes/futbol/liga/2015-02-12/las-diezcomparaciones-mas-odiosas-entre-la-poderosa-premier-league-y-la-ligaespanola_708190/