



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA

Universitat Politècnica de València

Facultad de Administración y Dirección de Empresas



FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y
DIRECCIÓN DE EMPRESAS. UPV

VALORACIÓN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA DEPORTIVA VALENCIA CLUB DE FÚTBOL

Autor: Arturo Fernández Sánchez-Tinajero

Director: Dr. Joan Enric Úbeda García

Licenciatura en Administración y Dirección de Empresas

Curso académico 2016 / 2017

València, septiembre de 2017

ÍNDICE

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	5
1.1. Resumen Ejecutivo	5
1.2. Objeto del TFC y justificación de las asignaturas relacionadas	5
1.3. Objetivos	6
1.4. Estructura	7
CAPÍTULO 2. LOS CLUBES DE FÚTBOL	8
2.1. El Fútbol en la economía	8
2.2. El Fútbol Moderno	13
2.3. La Financiación del Fútbol	37
2.4. El Fair Play Financiero	41
2.5. El Reparto en los Derechos Televisivos	44
2.6. La Imagen y la Marca de los Clubes	55
2.7. Las Formas Jurídicas de los Clubes en España	63
2.8. Las Competiciones Deportivas	70
2.9. La Liga de Fútbol Profesional	76
2.10. Factores Deportivos, Sociales y Transparencia	79
2.11. Valencia Club de Fútbol.....	83
CAPITULO 3. MÉTODOS DE VALORACIÓN	93
3.1. Valoración de Empresas.....	93
3.2. Métodos de Valoración empleados en los Clubes de Fútbol.....	106
CAPÍTULO 4. METODOLOGÍA	109
CAPITULO 5. VALORACIÓN DEL VALENCIA CLUB DE FÚTBOL	120
CAPITULO 6. CONCLUSIONES	136
REFERENCIAS:	138

ÍNDICE DE FIGURAS

<i>Figura 1.- Modelo de impacto de fútbol profesional en la economía española.....</i>	<i>9</i>
<i>Figura 2.- Contribución fútbol profesional al PIB en España (en miles de euros y en porcentaje de PIB).....</i>	<i>10</i>
<i>Figura 3.- Contribución directa al PIB español de los agentes involucrados (en millones de euros, temporada 2012/2013).....</i>	<i>11</i>
<i>Figura 4.- Empleos generados por el fútbol profesional en España (2011-2013).</i>	<i>12</i>
<i>Figura 5.- Impacto del fútbol profesional para las instituciones públicas en términos recaudatorios (en millones de euros).</i>	<i>13</i>
<i>Figura 6.- Historia del Fútbol.....</i>	<i>14</i>
<i>Figura 7.- Los orígenes del fútbol.</i>	<i>15</i>
<i>Figura 8.- Logotipo FIFA.....</i>	<i>16</i>
<i>Figura 9.- Mapa de Confederaciones</i>	<i>18</i>
<i>Figura 10.- Estructura organizativa del fútbol mundial.....</i>	<i>19</i>
<i>Figura 11.- Paquete de reformas en el reglamento.</i>	<i>22</i>
<i>Figura 12.- Fichaje anual más elevado desde la Sentencia Bosman (en millones de euros).....</i>	<i>25</i>
<i>Figura 13.- Desglose de los propietarios de clubes de la Liga española (Liga Santander).....</i>	<i>27</i>
<i>Figura 14.- Desglose de los propietarios de los clubes de la Liga francesa (Ligue 1).</i>	<i>29</i>
<i>Figura 15.- Desglose de los propietarios de los clubes de la Liga italiana (Serie A).</i>	<i>30</i>
<i>Figura 16.- Desglose de los propietarios de los clubes de la Liga inglesa (Premier League).....</i>	<i>32</i>
<i>Figura 17.- Clubes que más beneficio generaron en la temporada 2015/2016 (en millones de euros).</i>	<i>37</i>
<i>Figura 18.- Esquema del gasto de los aficionados en televisión de pago.....</i>	<i>46</i>
<i>Figura 19.- Evolución de los componentes del Importe Neto de la Cifra de Negocio (en millones de euros).</i>	<i>48</i>
<i>Figura 20.- Desglose según Liga de los componentes del Importe Neto de la Cifra de Negocio en la temporada 2015-2016 (en millones de euros).....</i>	<i>49</i>
<i>Figura 21.- Contribución de los componentes del Importe Neto de la Cifra de Negocio de LaLiga Santander y LaLiga 1 2 3 en la temporada 2015-2016.</i>	<i>49</i>

<i>Figura 22.- Contribución de los componentes del Importe Neto de la Cifra de Negocios de LaLiga y LaLiga Neteada en la temporada 15-16.....</i>	<i>50</i>
<i>Figura 23.- Visión general de los últimos acuerdos de derechos de retransmisión de las cinco grandes ligas europeas (en millones de euros).....</i>	<i>51</i>
<i>Figura 24.- Pagos realizados por la Premier League (en libras).</i>	<i>52</i>
<i>Figura 25.- Pagos realizados por la Premier League (en euros).....</i>	<i>52</i>
<i>Figura 27.- Modelo teórico del Marketing Deportivo.....</i>	<i>57</i>
<i>Figura 28.- Modelo del Valor de Marca en Entidades Deportivas.</i>	<i>59</i>
<i>Figura 29.- Valor de Marca de los equipos de fútbol por países (año 2017, billones de dólares).....</i>	<i>62</i>
<i>Figura 30.- Valor de Marca de los 50 clubes con marcas más valiosas (año 2017, millones de euros).</i>	<i>63</i>
<i>Figura 31.- Clasificación de los clubes de fútbol profesionales.</i>	<i>65</i>
<i>Figura 32.- Organigrama LaLiga.....</i>	<i>77</i>
<i>Figura 33.- Datos INFUT para los clubes de LaLiga Santander.....</i>	<i>83</i>
<i>Figura 34.- Ciudad Deportiva de Paterna.</i>	<i>86</i>
<i>Figura 35.- Principales patrocinadores del Valencia C.F.....</i>	<i>87</i>
<i>Figura 36.- Países con implantación de Valencia Soccer Programs.....</i>	<i>88</i>
<i>Figura 37.- Valoración de la plantilla del Valencia CF (1).....</i>	<i>89</i>
<i>Figura 38.- Valoración de la plantilla del Valencia CF (2).....</i>	<i>89</i>
<i>Figura 39.- Resultados deportivos desde la llegada de Peter Lim.</i>	<i>92</i>
<i>Figura 40.- Factores influyentes en el precio de una empresa.....</i>	<i>94</i>
<i>Figura 41.- Métodos de Valoración.....</i>	<i>96</i>
<i>Figura 42.- Múltiplos más utilizados.....</i>	<i>98</i>
<i>Figura 43.- Flujos de fondos generados por la empresa.</i>	<i>100</i>
<i>Figura 44.- Análisis de las principales características de diversos trabajos comparables.</i>	<i>109</i>
<i>Figura 45.- Activo correspondiente al Balance de Situación a 30 de junio de 2014 y 30 de junio de 2013 (en euros).....</i>	<i>112</i>
<i>Figura 46.- Patrimonio Neto y Pasivo correspondiente al Balance de Situación a 30 de junio de 2014 y 30 de junio de 2013 (en euros).</i>	<i>113</i>
<i>Figura 47.- Cuenta de Resultados a 30 de junio de 2014 y 30 de junio de 2013 (en euros).....</i>	<i>114</i>
<i>Figura 48.- Activo correspondiente al Balance de Situación al 30 de junio de 2016 y</i>	

30 de junio de 2015 (en miles de euros)	115
<i>Figura 49.- Patrimonio Neto y Pasivo correspondientes al Balance de Situación a 30 de junio de 2016 y 30 de junio de 2015 (en miles de euros).</i>	116
<i>Figura 50.- Cuenta de Resultados a 30 de junio de 2016 y 30 de junio de 2015 (en miles de euros).</i>	117
<i>Figura 51.- Cuenta de Resultados 2013-2016 Valencia C.F. (en euros).</i>	118
<i>Figura 52.- Balance de Situación 2013-2016 Valencia C.F. (en euros).</i>	119
<i>Figura 55.- Posible equivalencia Liverpool FC (en euros).</i>	122
<i>Figura 56.- Estudio clubes europeos cotizados.</i>	123
<i>Figura 57.- Proyecciones cuenta de resultados óptica pesimista (en euros).</i>	126
<i>Figura 58.- Flujos de caja correspondiente a la óptica pesimista (en euros).</i>	126
<i>Figura 59.- Proyecciones cuenta de resultados óptica neutral (en euros).</i>	128
<i>Figura 60.- Flujos de caja correspondientes a la óptica pesimista (en euros).</i>	128
<i>Figura 61.- Proyecciones cuenta de resultados óptica pesimista (en euros).</i>	130
<i>Figura 62.- Flujos de caja correspondientes a la óptica pesimista (en euros).</i>	131
<i>Figura 63.- Parámetros Cálculo WACC.</i>	132
<i>Figura 64.- Valoración Valencia CF Escenario 1.- Óptica pesimista (en euros).</i>	132
<i>Figura 65.- Valoración Valencia CF Escenario 2.- Óptica neutral (en euros).</i>	133
<i>Figura 66.- Valoración Valencia CF Escenario 3.- Óptica optimista (en euros).</i>	133
<i>Figura 67.- Enterprise Value Valencia CF por método descuentos de flujos de caja Free Cash Flow (en euros).</i>	134
<i>Figura 68.- Comparativa Enterprise Value Valencia CF (en euros).</i>	134
<i>Figura 69.- Valoración Valencia CF en The European Elite 2017 (en millones de euros).</i>	135

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1. Resumen Ejecutivo

Este Trabajo de Fin de Licenciatura tiene por objetivo principal valorar de la manera más aproximada posible, empleando las metodologías más utilizadas en las técnicas de valoración de empresas, la sociedad anónima deportiva Valencia Club de Fútbol, contemplando la alternativa de su futura venta debido al incumplimiento de los objetivos deportivos durante las últimas temporadas.

Esta valoración se ha realizado aplicando los conocimientos adquiridos durante estos años en las diferentes asignaturas cursadas a lo largo de la Licenciatura de Administración y Dirección de Empresas en la Universidad Politècnica de València.

En la elaboración del presente documento se presentan el marco conceptual y el marco contextual de la S.A.D objeto de estudio. De este modo se hará un repaso a aspectos generales como la historia del fútbol, las connotaciones económicas del fútbol, la estructura y los organismos que operan en él, las fuentes de ingresos que forman parte del modelo de negocio de los clubes, el *fair play* financiero, o los métodos de valoración de empresas entre otros factores influyentes en la valoración del Valencia C.F.

Con respecto a la metodología, se analizarán las técnicas aplicadas en diversos trabajos de índole similar, siendo estos, la valoración por libros, la valoración por múltiplos y la valoración por descuento de flujos de caja, de cara a poder sustentar la aplicación de los mismos en la valoración del Valencia C.F.

Para finalizar, tras aplicar los métodos elegidos, se analizará y discutirá los resultados obtenidos, que se presentan en las conclusiones del trabajo.

1.2. Objeto del TFC y justificación de las asignaturas relacionadas

A continuación se detallan algunas las asignaturas que guardan una estrecha relación con las herramientas analíticas y metodología que se han empleado en el desarrollo del presente trabajo. Más allá de las materias del plan de estudios especificadas en este epígrafe, cabe señalar que el conjunto de asignaturas cursadas durante la Licenciatura permiten obtener una visión global necesaria para

llevar a cabo un proyecto de estas características.

Así pues, las asignaturas '*Economía de la Empresa 1 y 2*' sirven como base para elaborar los primeros capítulos del proyecto, ya que proporcionan información relativa a conceptos básicos tales como los objetivos, el objeto o el resumen ejecutivo, entre otros. De igual forma, dichas asignaturas son de utilidad para relacionar compañías con su entorno económico, así como para conocerlas y entenderlas mejor.

Por otro lado, asignaturas como '*Dirección Comercial*', '*Dirección Estratégica y Políticas Empresariales*', '*Microeconomía*', '*Derecho de la Empresa*' y '*Legislación Laboral y de la Empresa*' permiten comprender mejor cómo afectan las variables económicas al mundo del fútbol, ayudando a desarrollar ideas sobre financiación, imagen de marca, políticas empresariales o sobre las formas jurídicas de cada uno de los clubes.

Por último, asignaturas como '*Contabilidad Financiera*', '*Contabilidad General y Analítica*' o '*Dirección Financiera*' permiten obtener una visión clara y más aproximada a la valoración de la sociedad anónima deportiva en cuestión. Todo ello se lleva a cabo por medio del análisis no solo financiero, sino también relativo al resto de factores relevantes de la compañía. Además, con el conocimiento de dichas asignaturas ha sido posible diagnosticar tanto las fortalezas como las debilidades de cara al cumplimiento de los objetivos del presente proyecto.

1.3. Objetivos

El objetivo de este Trabajo de Fin de Licenciatura consiste en la valoración del Valencia C.F. S.A.D., a través de los métodos de valoración de empresas más utilizados para encontrar un valor objetivo y poder ponerlo a disposición de la propiedad de la Entidad, de los abonados, aficionados y, en definitiva, de cualquiera a quién le pueda interesar, como sucedía antes de la transformación del Valencia en Sociedad Anónima Deportiva en el año 1992.

Esta valoración trata de determinar el valor intrínseco del Valencia C.F., y la capacidad de creación de valor de sus activos. Cabe destacar que no se pretende realizar una valoración de los activos de la empresa (tasación), ni su valor de mercado o precio. Los resultados alcanzados pueden servir de base en el desarrollo

de estrategias corporativas de la S.A.D.

1.4. Estructura

El presente trabajo se divide en seis capítulos. El primero de ellos, de carácter introductorio, establece la estructura, los objetivos y objeto del mismo, así como un resumen de su contenido.

El segundo capítulo presenta los marcos conceptual y contextual de la situación actual del fútbol y de los clubes en general, así como del Valencia Club de Fútbol en particular, que es la sociedad objeto de la posterior valoración de este trabajo.

En el tercer capítulo se desarrolla el marco conceptual de la metodología de este trabajo. Así se exponen y explican tanto los métodos de valoración de empresas, como los métodos de valoración que se aplican a los clubes de fútbol debido a sus singularidades.

En el cuarto capítulo se especifica la metodología a través de la cual se desarrolla el proyecto en cuestión.

En el quinto capítulo se analizan aquellos aspectos que suponen las principales estimaciones a tener en cuenta de cara a la valoración del Valencia Club de Fútbol. Con ello se pretende dar una valoración lo más precisa posible, basada en el análisis previo y teniendo en cuenta los métodos elegidos y anteriormente explicados.

Finalmente, en el sexto capítulo, previo a la incorporación de las referencias bibliográficas, se presentan las conclusiones alcanzadas en este estudio.

CAPÍTULO 2. LOS CLUBES DE FÚTBOL

2.1. El Fútbol en la economía

El fútbol, como la mayoría de los deportes, ha estado durante mucho tiempo alejado del pensamiento económico (Espejo-Saavedra, 2013). Esto es debido a que las investigaciones, estudios y preocupaciones de todo lo relativo a la actividad física se ha orientado, en la mayoría de casos, hacia el estudio de la medicina deportiva (Cajasús, Aragonés, 1991; Prentice, 2001), la formación de entrenadores (Moreno, Del Villar, 2004) o los sistemas de entrenamiento, pero en muchos casos olvidando la importancia de los recursos económicos.

Según Espejo-Saavedra, uno de los mayores valores diferenciales del deporte es su carácter polivalente, ya que consigue aunar en una misma actividad múltiples funciones: lúdica, saludable, cultural, social, educativa y económica.

Desde la última década del siglo XX, coincidiendo con la aprobación de la Ley del Deporte de 1990 (LD), hemos observado el paso de la concepción del deporte como una actividad lúdica y saludable, para quien lo practica, a un concepto integral y globalizado que capaz de transformar el entramado social y económico de nuestra sociedad, en el cual la dimensión económica mantiene un lugar preponderante (García del Barrio, Pujol, 2007).

Los medios de comunicación buscan programas que puedan captar la atención de millones de personas alrededor del mundo, más de 33 mil millones de espectadores acumulados presenciaron la fase final de la Copa del Mundo de 1998 (Villena, 2003), y el fútbol alberga un gran arraigo social, además de mostrar sus espectadores una adhesión al espectáculo mayor que cualquier otro programa, por lo que numerosos anunciantes (una de las principales fuentes de ingresos de los clubes y cadenas de televisión) se ven atraídos por estos eventos tras que observar el potencial de los mismos (Bonaut-Iriarte, 2010).

Coincidiendo con el auge de las televisiones, se empezó a internacionalizar el fútbol español, de forma que un deporte que en un principio se seguía fervorosamente en Europa y Sudamérica, empezó a tener relevancia en otros muchos puntos del planeta, accediendo con mucha fuerza al mercado asiático, especialmente China, India y algunos países árabes, siendo a partir de entonces

cuando el fútbol comenzó a mover cantidades ingentes de dinero, hasta llegar a las abultadas cifras en las que se mueve este deporte actualmente (Díaz-Barceló, 2015).

Según el informe de KPMG, Impacto socio-económico del fútbol profesional en España, publicado en mayo año 2015, el fútbol profesional generó más de 7.600 millones de euros contabilizando los efectos directos, indirectos e inducidos (que suponen un 47%, un 40% y un 13% respectivamente), lo que representó un 0,75% del PIB español del año 2013.

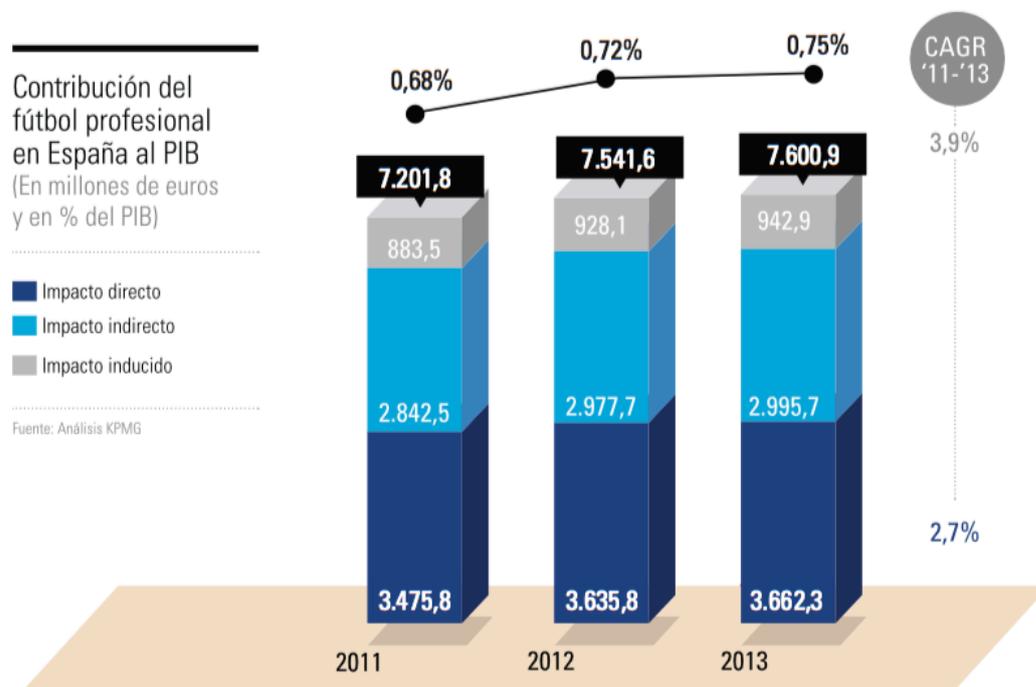
Figura 1.- Modelo de impacto de fútbol profesional en la economía española.



Fuente.: KPMG (2015).

De esos 7.600 millones, el impacto directo del fútbol profesional fue superior a 3.600 millones de euros en el mencionado periodo, correspondiendo algo más del 75% a gastos de los aficionados en productos y servicios asociados al fútbol profesional. El porcentaje restante del gasto directo fue invertido por empresas para potenciar sus estrategias de marketing y publicidad, aprovechando el auge de este deporte y la penetración del fútbol en la sociedad española.

Figura 2.- Contribución fútbol profesional al PIB en España (en miles de euros y en porcentaje de PIB).

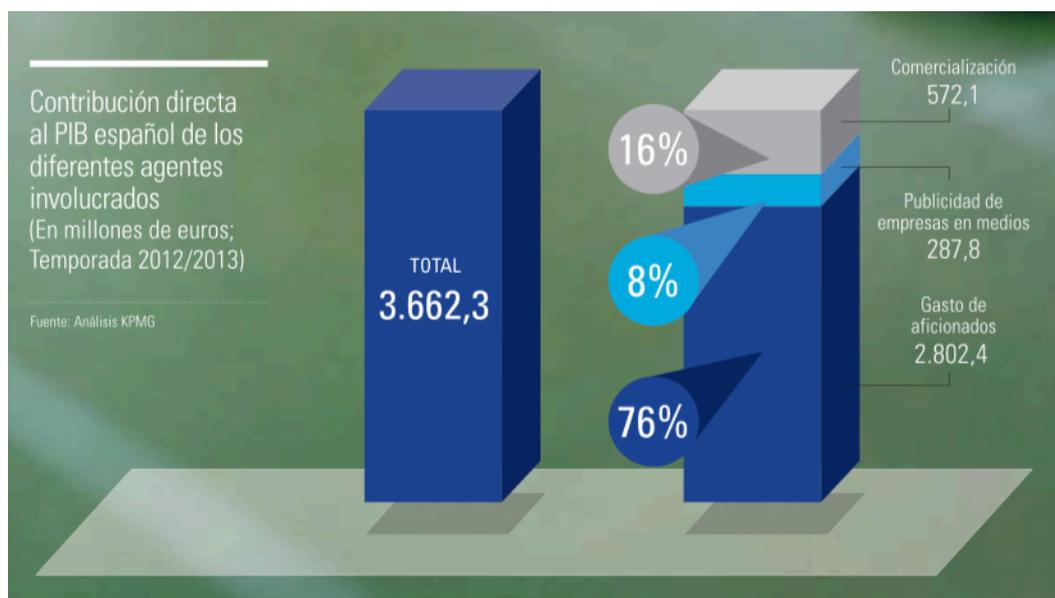


Fuente.: KPMG (2015).

En definitiva, los aficionados gastaron directamente 2.802 millones de euros, haciendo mención especial a los 923 millones de euros dedicados a quinielas y apuestas online, a los aproximadamente 600 millones de euros invertidos en taquillas, competiciones, cuotas de abonados y socios y a los 515 millones de euros en suscripciones a canales de TV de pago, entre otros.

Por su parte, el gasto directo de las empresas fue de una cantidad cercana a los 860 millones de euros. Esta cantidad engloba la inversión hecha por las empresas vinculadas a los clubes de Primera y Segunda división, la cual fue de 570 millones de euros en concepto de publicidad, royalties o patrocinios; así como la inversión publicitaria hecha por empresas sin intervención de los clubes en los medios de comunicación, que ronda los 290 millones de euros (127 millones de euros dedicados a televisión, 65 millones de euros a radio, 58 millones de euros a prensa escrita y 38 millones de euros a internet).

Figura 3.- Contribución directa al PIB español de los agentes involucrados (en millones de euros, temporada 2012/2013).



Fuente.: KPMG (2015).

Por otro lado, la contribución indirecta del fútbol profesional al PIB en España durante el mismo 2013 fue de 2.995 millones de euros, siendo los sectores más beneficiados los de actividades culturales, recreativas y deportivas, telecomunicaciones, construcción e inmobiliarias y restauración, entre otros.

Por último, 943 millones de euros fueron generados de manera inducida asociados al gasto privado de las personas empleadas indirectamente por el fútbol profesional en España en este periodo.

Tras exponer los datos extraídos por el informe de KPMG anteriormente referido, conviene también citar una voz reconocida y que conoce a la perfección el modelo de negocio de la Liga de Fútbol Profesional, así como los principales factores pertenecientes al mundo del fútbol que inciden en la economía actual. Alfredo Lorenzo, director de Integridad y Seguridad de La Liga de Fútbol Profesional, declaró en la convención celebrada en el Colegio de Economistas de Cataluña (CEC) el pasado mes de febrero de 2017 que las previsiones de La Liga pasan por que en el año 2020 el impacto del fútbol siga creciendo alcanzando el 1,71% del PIB español, duplicando el volumen de actividad económica entre 2015 y 2020 y, a su vez, reduciendo la deuda total de los clubes hasta 50 millones de euros.

Además de contribuir al PIB del país, hay que destacar la generación de empleo. Existen más de 66.000 puestos de trabajos generados de manera directa, mientras que los puestos generados de manera indirecta suponen ya más de 60.000 y los inducidos más de 17.000. En total, más de 140.000 empleos a jornada completa son fruto de las necesidades a cubrir por el fútbol profesional.

Figura 4.- Empleos generados por el fútbol profesional en España (2011-2013).



Fuente.: KPMG (2015).

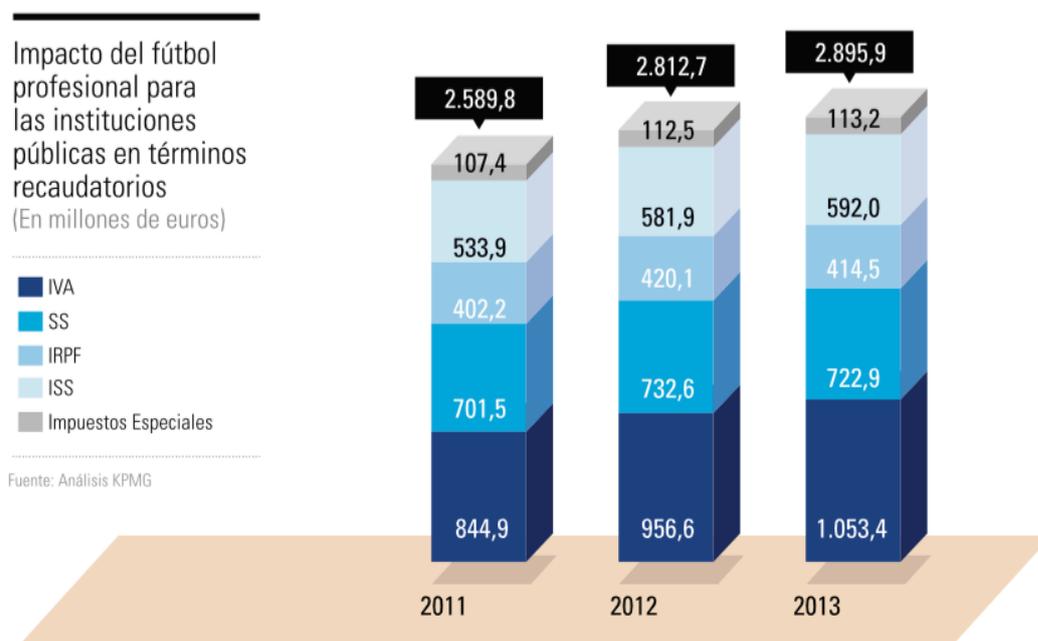
Junto con la aportación al PIB y la generación de empleo se encuentra el impacto del fútbol profesional en la recaudación de impuestos por el gobierno español. Estos tres son los factores que más inciden en la economía con respecto al tema que nos ocupa.

Según KPMG, el fútbol supuso en el año 2013 prácticamente 2.896 millones de euros en términos de recaudación impositiva por las administraciones públicas, lo que supone un 38,8% del impacto total (directo, indirecto e inducido) generado sobre el PIB español.

Esta recaudación se dividió en 2013 de la siguiente manera: en primer lugar la cantidad más importante es la que se recaudó con el Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), una cantidad que supera los 1.053 millones de euros; en segundo

lugar, el 25% en concepto de Seguridad Social (723 millones de euros); en tercer lugar, el 20% de la recaudación por impuestos de sociedades (592 millones de euros); en cuarto lugar, el 14% por el Impuesto de la Renta sobre las Personas Físicas (415 millones de euros); y por último, un 4% de la recaudación total en concepto de Impuestos Especiales (113 millones de euros).

Figura 5.- Impacto del fútbol profesional para las instituciones públicas en términos recaudatorios (en millones de euros).



Fuente.: KPMG (2015).

2.2. El Fútbol Moderno

Tras analizar la situación socio-económica del fútbol en España en la actualidad, conviene realizar una retrospectiva, con el fin de conocer la historia del fútbol desde sus orígenes, así como los diversos cambios y medidas instauradas hasta alcanzar el horizonte temporal en el cual nos encontramos, de cara a comprender la transición y los factores que han intervenido en las modificaciones de este deporte hasta alcanzar el fútbol moderno, tal y como es percibido actualmente.

Hace más de 100 años, en Inglaterra fue donde se concibió el preludio de lo que actualmente conocemos como fútbol. Según FIFA (1994-2017), el fútbol como deporte comenzó en 1863, fecha en la que se tomó la determinación de separar el rugby (rugby-football), del fútbol (association football), juegos que hasta entonces se

consideraban el mismo por tener la misma raíz. Este hecho se llevó a cabo fundando la Asociación de Fútbol de Inglaterra (Football Association o FA), el primer órgano gubernativo de este deporte.

Figura 6.- Historia del Fútbol.



Fuente.: FIFA (1994-2017).

Anteriormente se observaron muchas manifestaciones evidenciando la existencia de algunos de los antecesores de este deporte. Es el caso de el manual de ejercicios militares de la dinastía Han, en China, conocida como “Tsu chu”, que se jugaba con una pelota de trapo y data de una época alrededor de los siglos II o III a.C., siendo la primera manifestación de cuantas se conocen (Galeano, 2006).

Otras de estas manifestaciones fueron el “Kemari” japonés, documentado en el Lejano Oriente cinco o seis siglos después del caso anteriormente mencionado, el cual todavía actualmente se juega; el “Epislyros” griego (Rivera, Avella, 1992), del cual se sabe poco; o el “Harpastum” romano (Moreno, 2011); así como diversos juegos practicados en la Europa medieval, que variaban mucho según la época y zona, y que llegaron incluso a ser prohibidos por varios motivos.

Volviendo a los orígenes del fútbol actual, se considera que las escuelas públicas inglesas tuvieron una gran importancia a inicios del siglo XIX para la evolución de este deporte. Dichas escuelas vieron la posibilidad de fomentar la lealtad, el sacrificio y la colaboración mutua, y se dio el primer paso para estandarizar las diversas variantes de fútbol existentes por aquel entonces, dando lugar a la primera “cultura futbolística” (Harvey, 2005).

El primer conjunto de reglas escritas tuvo lugar en Eton Collegue en 1815, pero no fue hasta 1848 cuando en Cambridge, un grupo de ex estudiantes de diversos colegios (Eton, Harrow, Rugby, Wincester y Shrewsbury) tomaron la iniciativa de intentar unificar la gran variedad de versiones existentes de este deporte, hallando una base común y fijando reglas fácilmente asumibles para todos los usuarios de estos juegos previos (FIFA, 1994-2017, Las Islas Británicas). Tras esta primera unificación normativa, los miembros pertenecientes al colegio Rugby decidieron separarse, puesto que no estaban de acuerdo con dejar de llevar la pelota bajo el brazo (Soto, 2015).

La reunión de Cambridge fue el preámbulo de lo que acontecería años después, cuando tuvo lugar el cónclave de Londres, el 26 de octubre de 1863 (Arribas, 2014). Once clubes, así como numerosos colegios londinenses, enviaron a sus representantes a la taberna Freemasons con el objetivo de fijar una serie de reglas válidas para que todos las tuvieran claras al disputar partidos. Ese día nació la Asociación de Fútbol (Rivera, Avella, 1992).

Figura 7.- Los orígenes del fútbol.



Fuente.: FIFA (1994-2017).

Desde ese día, el ritmo de crecimiento del fútbol fue desenfrenado, puesto que apenas ocho años después, en 1871, la FA ya contaba con 50 clubes miembros. En 1872 se celebró la primera competición organizada (la Copa Inglesa) y el 30 de noviembre de ese mismo año se organizó el primer partido internacional (Inglaterra-Escocia). En 1884, la Liga Inglesa, el primer campeonato de liga apareció

en escena (García, 2005).

En los inicios de este deporte incrementó tanto la popularidad que pronto comenzaron a crearse asociaciones nacionales, en primer lugar dentro de los terrenos británicos (FIFA, 1994-2017, El crecimiento global):

- 1863 - Asociación Inglesa (1863)
- 1873 - Asociación Escocesa (1873)
- 1875 - Asociación del País de Gales (1875)
- 1880 - Asociación Irlandesa (1880)

Y posteriormente, traspasando sus fronteras hacia diversos países del resto del mundo: Holanda y Dinamarca (1889); Nueva Zelanda (1891); Argentina (1893); Chile, Suiza y Bélgica (1895); Italia (1898); Alemania y Uruguay (1900); Hungría (1901); Noruega (1902); Suecia (1904); España (1905); Paraguay (1906); Finlandia (1907), etc.

Figura 8.- Logotipo FIFA.



Fuente.: FIFA (1994-2017).

En mayo de 1904 se creó en París la Federación Internacional de Fútbol Asociación (FIFA), el cuerpo gobernante del fútbol internacional, adhiriéndose a él las reglas de juego creadas por la asociación de fútbol (FA).

La FIFA tuvo originariamente siete miembros fundadores: Francia, Bélgica, Dinamarca, Holanda, España (representada por el Madrid FC), Suecia y Suiza. No obstante, el mismo día de su creación, la Asociación Alemana solicitó su afiliación vía telegrama.

Esta asociación fue creciendo, contando con 21 asociaciones en 1912; 36 en 1925; 41 en 1930; 73 en 1950; y así sucesivamente hasta alcanzar las 211 asociaciones nacionales que componen el conglomerado actual, que cuenta con miembros en Europa, América, Asia, África y Oceanía, y cuyo objetivo primigenio es la mejora continua del fútbol (FIFA, 1994-2017, El crecimiento global).

Tras relatar brevemente la historia de la creación del fútbol, conviene mencionar los organismos más destacados que componen la estructura organizativa del fútbol a nivel mundial, ampliando posteriormente información sobre algunos de ellos dependiendo de si su peso relativo con respecto al tema que nos ocupa así lo requiere.

La FIFA, el organismo rector del fútbol mundial, es una asociación de derecho suiza, con sede en Zúrich, y está compuesto por 211 asociaciones, siendo cada una de ellas la figura representativa de un país (FIFA, 1994-2017, Quienes somos). Estas asociaciones se encuentran agrupadas en 6 confederaciones continentales según la zona geográfica en la que se encuentran (FIFA, 1994-2017, Federaciones):

- La Confederación Asiática de Fútbol (AFC);
- La Confederación Africana de Fútbol (CAF);
- La Confederación de Norteamérica, Centroamérica, y el Caribe de Fútbol (Concacaf);
- La Confederación Sudamericana de Fútbol (Conmebol);
- La Confederación de Fútbol de Oceanía (OFC); y
- Unión de Federaciones de Fútbol Europeas (UEFA).

Figura 9.- Mapa de Confederaciones



Fuente.: AXEM (2014).

La UEFA (Unión de Federaciones Europeas de Fútbol), una de las 6 confederaciones continentales del máximo organismo europeo (FIFA), es el órgano rector del fútbol europeo. Es una asociación de federaciones, una democracia representativa, y una organización paraguas de 55 federaciones nacionales a lo largo de toda Europa. Esta sociedad está inscrita en el registro de compañías en el marco del código civil suizo, cuya sede se encuentra en Nyon, siendo los organismos a través de los cuales funciona este organismo, el Congreso de la UEFA, el Comité Ejecutivo de la UEFA, el Presidente de la UEFA y los organismos de la administración de justicia (UEFA, 1998-2017). Citamos las federaciones organizadoras de las grandes ligas europeas (Serrano, García, Fernández, 2014) como ejemplos de las 55 federaciones nacionales que alberga la UEFA:

- Deutscher Fussball-Bund – DFB (Alemania).
- Fédération Française de Football – FFF (Francia).
- Federazione Italiana Giuoco Calcio – FIGC (Italia).
- The Football Association Ltd. – FA (Inglaterra).
- Real Federación Española de Fútbol – RFEF (España).

En el caso de España, la Ley del Deporte (LD) establece la obligación de crear las Ligas Profesionales, como asociaciones de segundo grado dispuestas para controlar, tutelar y velar por la disciplina de sus afiliados, dentro del entorno

federativo, lo que dio lugar a la Liga Nacional de Fútbol Profesional, cuyo objeto principal es la organización y promoción de las competiciones nacionales, dando lugar a LaLiga (Barajas, 2004), cuyas principales competiciones son LaLiga Santander, correspondiente a primera división del fútbol profesional, y LaLiga 1|2|3, correspondiente a segunda división del fútbol profesional, así como el Campeonato de España (Copa de S.M. El Rey).

Cabe destacar otras competiciones como la Copa del Mundo (disputada por selecciones nacionales) y la Copa Mundial de Clubes (ambas organizadas por la FIFA); la Eurocopa (disputada por selecciones nacionales), la UEFA Champions League destacada por ser la máxima competición europea de clubes (UEFA, 1998-2017) y la UEFA Europa League (organizadas por la UEFA); y las grandes ligas europeas (Miller, 2012):

- Bundesliga (Primera división Alemania).
- Ligue 1 (Primera división Francia).
- Serie A (Primera división Italia).
- Premier League (Primera división Inglaterra).
- LaLiga Santander (Primera división España).

Figura 10.- Estructura organizativa del fútbol mundial.



Fuente.: Ramírez (2015).

Tras este repaso a la estructura organizativa del fútbol a nivel mundial, conviene citar ciertos cambios significativos, que posteriormente se expondrán, con la finalidad de que ayuden a comprender cómo ha evolucionado este deporte hasta llegar a nuestros días.

1. Cambios legislativos destacados:
 - Cambios relevantes durante la historia.
 - Paquete de reformas implantadas en 2016.
 - Sentencia Bosman.
2. Incremento de inversores.
 - Panorama de las cinco principales ligas europeas.
3. Panorama mundial y nuevos países emergentes.

En primer lugar, algunos de los cambios más importantes son los que hacen referencia a las reglas y normas del propio juego. A continuación, se enumeran aquellas modificaciones normativas que han supuesto hitos o cambios relevantes para el funcionamiento interno de los partidos, marcando los años en los que se producen, para dotar de una visión temporal a esta evolución (FIFA, 1994-2017, La evolución del reglamento):

- 1866: Se permiten los pases hacia delante.
- 1891: Se introducen los lanzamientos de penalti.
- 1891: Llegada de los árbitros.
- 1912: Restricciones para los porteros. Desde ese año los porteros ya no pudieron tocar el balón con las manos fuera del área.
- 1925: Nuevo cambio en la regla del fuera de juego. Pasando de tres a dos, los jugadores necesarios para que no quedara invalidada la jugada cuando hubiera un pase hacia delante. Esta relajación de la norma sirvió para incrementar la espectacularidad del juego y los goles marcados. En 1990 todavía se hizo más laxa, permitiendo que un jugador no incurriera en fuera de juego siempre que se encontrase a la misma altura que el penúltimo de los rivales.

- 1958: Se permiten los cambios de jugadores durante el partido.
- 1970: Nacen las tarjetas rojas y amarillas.
- 1992: El pase hacia el portero y la recogida del balón con las manos por éste. Coloquialmente conocido como cesión, se prohibió para embellecer el deporte y frenar las continuas pérdidas de tiempo que ocasionaba esta particularidad.

Cabe destacar que el fútbol se ha caracterizado por ser un deporte tradicional y rígido en su estructura (García-Naveira, 2008) por lo que no ha albergado numerosos cambios en cuanto a la reglamentación durante su historia. Pero recientemente parece que la tendencia está cambiando, debido a que la FIFA alberga la idea de que es necesaria la innovación para adaptarse a los tiempos que corren, para lograr mejorar la estructura del fútbol , siempre basándose en la imparcialidad e integridad, por lo que están en periodo de prueba o estudio múltiples cambios en cuanto a lo que a reglamentación se refiere (FIFA, 2016).

Otro de los cambios legislativos a destacar es la modificación normativa de junio de 2016, consistente un paquete de reformas, compuesto por doce nuevas reglas, propuestas por la FIFA, y aprobadas por el IFAB (International Football Association Board) el órgano rector de las reglas del fútbol, cuyos cambios variaron tanto el estilo como la forma de juego, convirtiéndose en la mayor modificación de normativa en la historia del fútbol (Romero, 2016).

Estos cambios promovidos por el máximo organismo del fútbol mundial sirven, según David Elleray, director técnico del IFAB, para favorecer la nueva estrategia de la FIFA, cuya principal prioridad es incrementar el atractivo del fútbol, buscando a su vez, perfeccionar la regulación de los partidos en las competiciones de élite, así como reforzar la rectitud y claridad de las normas existentes (IFAB, 2017). El paquete consta de las siguientes medidas (Romero, 2016):

1. Se permite mezclar en un campo de fútbol el césped natural con el artificial.
2. Si un jugador suplente o cualquier otro miembro del equipo que se encuentre en el banquillo entra en el terreno de juego interrumpiendo el transcurso del partido, se castigará con falta o penalti (anteriormente solo existía la opción

de pitar falta). Si alguien que no es uno de los 22 futbolistas que están jugando en ese momento evita en última instancia un gol, el árbitro podrá conceder gol.

3. Los calentadores deberán ser del mismo color que el pantalón. Si un jugador sale del campo a cambiarse las botas, podrá volver con autorización del cuarto árbitro, sin que el juego esté detenido.
4. Los árbitros tienen autoridad desde que pisan el terreno de juego, por lo que un jugador puede ser expulsado incluso durante el calentamiento. Los jugadores lesionados pueden ser atendidos dentro del campo.

Figura 11.- Paquete de reformas en el reglamento.



Fuente.: Romero para el diario Marca (2016).

5. El tiempo que se consume para que los jugadores beban será añadido al final del partido como ocurre con las sustituciones.
6. Al sacar de centro del campo, se podrá mover el balón hacia atrás, no obligatoriamente hacia delante como ocurría anteriormente.
7. Si llegados a una tanda de penaltis un equipo tiene menos jugadores, el otro tendrá que reducir los suyos hasta igualarlo, con la finalidad de que los equipos no provoquen expulsiones intencionadas para que repitan lanzamiento antes sus mejores jugadores.
8. Los brazos y las piernas en situación antirreglamentaria ya no serán señalados como fuera de juego.

9. Ya no habrá tarjeta roja para el jugador que cometa una falta siendo el último jugador, solo será tarjeta roja si la falta es violenta, incluso aunque no haya contacto.
10. Ya no se permitirá interrumpir la carrera al aproximarse a lanzar un penalti (paradiña), ya que el jugador que lo haga será amonestado. El portero que se adelante también será amonestado.
11. Los árbitros podrán ayudarse de videoarbitraje (VAR) para consultar goles, tarjetas, penaltis y errores en la identificación de jugadores. (Actualmente en periodo experimental y de implementación gradual).
12. Habrá una cuarta sustitución disponible para ambos equipos en los partidos en los que haya prórroga.

Pero el fútbol no únicamente se ha modernizado en cuanto a reglamentación y jugabilidad, sino en todos sus aspectos. La mayoría de modificaciones se agrandaron con el cambio de milenio, y es que el fútbol en cuanto a fenómeno social y cultural es un reflejo de su tiempo, como señaló Alfred Wahl (1990), “Contrariamente a la idea tan difundida, el fútbol no se sitúa al margen de los grandes problemas de la sociedad; no forma un espacio preservado. Al contrario, es uno de los lugares donde penetran intereses económicos considerables, donde se enfrentan las ideologías y donde se insinúa la política nacional e internacional”.

La globalización, el incremento de la preocupación por las causas sociales y el perfeccionamiento del profesionalismo en este deporte de finales del siglo XX propició la llegada de una de las normas que más han incidido en la concepción del fútbol actual (Gil Araújo, 2002).

La implementación de la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE), de 15 de diciembre de 1995, conocida como Sentencia Bosman (CURIA, 1995). Esto norma supuso un cambio enorme, ya que desde ese momento los jugadores eran libres para abandonar un club en el momento en que termina su contrato para unirse a otro, y las restricciones por nacionalidad dejaron de aplicarse a los países miembros de la UE.

Según Gil Araújo (2002), la Sentencia Bosman tuvo su origen en la aplicación del derecho de libre circulación de trabajadores, que rige en el territorio de la Comunidad Europea al ámbito del deporte. Cabe aclarar que este derecho sólo es reconocido para los trabajadores comunitarios.

El jugador de fútbol belga Jean Marc Bosman interpuso una demanda ante el Tribunal de Primera Instancia de Lieja contra el Real Fútbol Club (RFC) de Lieja solicitando que se declarara nulo el reglamento de la UEFA que fijaba el cobro de primas entre clubes por el traspaso de jugadores. El argumento de la demanda interpuesta por Bosman fue que la pretensión de cobrar una prima por “traspaso” por parte del RFC a otro equipo europeo, con el que Bosman quería fichar, violaba la legalidad europea establecida por el título III del Tratado de la Comunidad Europea sobre la libre circulación de personas, servicios y capitales.

Tras el fallo del tribunal se dictaminó que era ilegal que los clubes cobraran por un traspaso cuando el contrato había concluido, así como los cupos de extranjeros para futbolistas de países de la UE.

Tras esto, y en poco más de 20 años, como ya anticipó en su tesis doctoral Barajas (2004: 378), “El problema surge a la hora de entender cuales son las condiciones normales en un mercado que día a día ve como los precios pagados por los jugadores se van disparando.”

Figura 12.- Fichaje anual más elevado desde la Sentencia Bosman (en millones de euros).





Fuente.: AS (2017).

Durante el periodo estival de fichajes del año 2016 más de 75 futbolistas superaron la cifra récord de traspaso del año 1996 (Infante, Molina, Alhambra, 2016). Este incremento en la cuantía de los fichajes viene acompañado por un aumento en las fichas de los jugadores, llegando a percibir más de 30 millones de euros netos anuales en el caso de Leo Messi, uno de los futbolistas mejor pagados por su club (Corpas, 2017).

En segundo lugar, otro de los cambios más significativos es el acontecido con respecto al incremento de inversores (en muchos casos extranjeros) en el panorama futbolístico, participando en la propiedad y dirección de los clubes. Esta situación ha modificado la concepción histórica de este deporte, y equipos que hace unas décadas no eran destacados, han conseguido entrar en la élite, e incluso disputarse los títulos año tras año. Esto es debido a que el fútbol (sobre todo europeo) atrae en múltiples ocasiones capitales de empresarios y magnates con grandes fortunas, provenientes de diversas partes del mundo, por diversos motivos.

Tal y como señala Javier Gómez (LaLiga, 2016), director general de la patronal de clubes españoles, el fútbol es un sector con una clara tendencia de crecimiento, tanto en

España, como en Europa, debido, sobre todo, a la revalorización de los derechos de retransmisión en las grandes ligas, ya que esto ha hecho que los inversores hayan perdido los miedos por ser un sector serio y creíble, y que, además, permite aumentar la visibilidad de los propietarios y hacerse publicidad, sea cual sea su sector de actuación en el mundo empresarial.

Según García Marcos (2015) en su estudio realizado para La Vanguardia, se muestra y analiza el listado de los propietarios de los clubes europeos de fútbol de las grandes ligas para poder exponer la práctica generalizada de este método.

En las siguientes tablas se indica el nombre de los propietarios o accionistas mayoritarios de cada club de las ligas española, francesa, inglesa e italiana, su nacionalidad y su fuente principal de riqueza, sin incluir los clubes que no son sociedad anónima (en el caso de España), ni los clubes cuya propiedad se encuentra diluida entre muchos accionistas o socios.

Figura 13.- Desglose de los propietarios de clubes de la Liga española (Liga Santander).

Abdullah ben Nasser Al Thani	Catar	Málaga CF	Liga BBVA	Jeque y empresario
Carlos Mourriño	España	Celta de Vigo	Liga BBVA	Grupo corporativo G.E.S.
Chen Yansheng	China	RCD Espanyol	Liga BBVA	Rastar Group (Juguetes electrónicos y videojuegos)
Fernando Roig	España	Villarreal	Liga BBVA	Pamesa, Mercadona
Giampaolo Pozzo	Italia	Granada CF	Liga BBVA	Empresario industrial
Miguel Ángel Gil Marín	España	Atlético de Madrid	Liga BBVA	Empresario (herencia)
Peter Lim	Singapur	Valencia CF	Liga BBVA	Agente de bolsa e inversor
Raúl Martín Presa	España	Rayo Vallecano	Liga BBVA	Empresario (artes gráficas)
Ángel Pérez	España	Getafe CF	Liga BBVA	Empresario de la construcción

Fuente.: García Marcos para La Vanguardia (2015).

De todos estos casos, en posteriores capítulos trataremos al detalle el caso del Valencia CF, por ser el que nos ocupa. También comentaremos la situación de otros equipos que no tienen la fórmula jurídica de Sociedad Anónima Deportiva (Real Madrid CF, FC Barcelona, Athletic Club, CA Osasuna).

Cabe destacar también la entrada reciente del magnate chino Wanji Jianlin

(Atlético de Madrid, 2015), propietario de la empresa WANDA y hombre más rico de Asia (con un patrimonio de 38.000 millones de dólares según Forbes, 2016) en el accionariado del Atlético de Madrid con un 20% del mismo, por 45 millones de euros, siendo uno de los mayores accionistas junto a Miguel Ángel Gil Marín (52%) y Enrique Cerezo (20%) (Goalnomics, 2017).

Por lo tanto, de los 20 clubes que componen LaLiga Santander, se observa que en 5 de ellos (25% de los clubes) existe una participación significativa de capital extranjero (no español).

Además de los clubes mencionados, la inversión foránea ha llegado a otros clubes españoles que no están actualmente en divisiones inferiores a LaLiga Santander (Primera División), citando los casos (García, González, Sempere, 2016) del grupo mexicano Carso, que entró en el accionariado del Real Oviedo en el año 2012; del empresario belga Roland Duchatelet que en enero del año 2014 adquirió el Alcorcón C.F. (también posee participación en los accionariados de otros clubes como Charlton Athletic inglés, el Standard de Lieja belga, el Carl Zeiss Jena alemán y el Ujpest húngaro), ambos en segunda división (Liga 1|2|3); y del estadounidense Robert Sarver, quien se convertía en accionista mayoritario del RCD Mallorca en enero del año 2016, recién descendido a segunda división B para la próxima temporada (2017/2018).

Figura 14.- Desglose de los propietarios de los clubes de la Liga francesa (Ligue 1).

Bernard Calazzo y Roland Romeyer	Francia	Saint-Etienne	Ligue 1	Empresarios de marketing / industrial
Dmitri Rybolovlev	Rusia	Mónaco	Ligue 1	Uralkali (minas de potasa)
François-Henri Pinault	Francia	Rennes	Ligue 1	Artemis Group (holding empresarial de marcas de lujo)
Groupe M6	Francia	Girondins de Burdeos	Ligue 1	Grupo audiovisual y multimedia
Jean-Michel Aulas	Francia	Olympique de Lyon	Ligue 1	CEGID Group (Software de gestión empresarial)
Jean-Pierre Caillot	Francia	Stade de Reims	Ligue 1	Transports Caillot
Jean-Pierre Rivère	Francia	Niza	Ligue 1	Promotor inmobiliario
Louis Nicollin	Francia	Montpellier	Ligue 1	Groupe Nicollin (Limpieza urbana y gestión de residuos)
Loïc Féry	Francia	FC Lorient	Ligue 1	Chenavari (grupo financiero)
Margarita Louis-Dreyfus	Rusia	Olympique de Marsella	Ligue 1	Conglomerado Louis-Dreyfus (bienes de consumo, energía, transporte marítimo, etc)
Michel Seydoux	Francia	Lille	Ligue 1	Productor de cine
Nasser Al-Khelaifi	Catar	PSG	Ligue 1	Bein Sport / Qatar Sports Investments
Olivier Sadran	Francia	Toulouse Football Club	Ligue 1	Empresas de catering
Waldemar Kita	Polonia	FC Nantes	Ligue 1	Cornéal (sociedad de oftalmología)

Fuente.: *García Marcos para La Vanguardia (2015).*

Con respecto a la liga francesa, los casos más conocidos son los del Paris Saint Germain, cuyo accionariado fue comprado (un 70%, más concretamente) en el año 2012 por Qatar Investment y su propietario Naser Al-Khelaifi, introduciendo un plan estratégico para situar al club en lo más alto (Díez, 2016). Desde su llegada al club han dominado los campeonatos nacionales, ganando de forma consecutiva cuatro Ligas, cuatro Copas de la Liga, tres Copas de Francia, y cuatro Supercopas de Francia, siendo su asignatura pendiente, ganar un título europeo (García, González, Sempere, 2016).

El otro caso más destacado es el del Mónaco F.C. del magnate ruso Dmitri Rybolovlev, el cual estaba en el puesto 156 de las personas más ricas del mundo según Forbes (2015), con una fortuna estimada de 8.500 millones de dólares. Adquirió el control del club el año 2011, haciendo grandes inversiones en jugadores, pero permaneciendo en un segundo plano por la figura del PSG en las competiciones nacionales, hasta la temporada 2016/2017 en la que ganó el título de Liga (Díez, 2016).

Por lo tanto, de los 20 clubes que componen la Ligue 1, se observa que en 4 de ellos (20% de los clubes) existe una participación significativa de capital extranjero (no francés).

Figura 15.- Desglose de los propietarios de los clubes de la Liga italiana (Serie A).

Antonio Percassi	Italia	Atalanta	Serie A	Emprendedor (comercio al por menor)
Aurelio De Laurentiis	Italia	Napoli	Serie A	Productor de cine
Claudio Lotito	Italia	Lazio	Serie A	Emprendedor
Dastraso Holding Ltd	Chipre/Rusia	Parma	Serie A	Gas natural
Diego Della Valle	Italia	Fiorentina	Serie A	Tod's (zapatos y prendas de cuero)
Enrico Preziosi	Italia	Genoa	Serie A	Jugueterías
Erick Thohir	Indonesia	Inter de Milán	Serie A	Petróleo
Familia Agnelli	Italia	Juventus	Serie A	Fiat (Industria automovilística)
Giampaolo Pozzo	Italia	Udinese	Serie A	Empresario industrial
Giorgio Squinzi	Italia	Sassuolo	Serie A	Mapei (producción de materiales químicos para la construcción)
Luca Campedelli	Italia	Chievo	Serie A	Empresario de confitería
Massimo Ferrero	Italia	Sampdoria	Serie A	Productor de cine
Maurizio Setti	Italia	Verona	Serie A	Empresario de moda
Maurizio Zamparini	Italia	Palermo	Serie A	Mercatone Zeta (bienes raíces)
NEEP Roma Holding S.p.A.	Estados Unidos	Roma	Serie A	Sociedad de inversión
Silvio Berlusconi	Italia	Milan	Serie A	Mediaset (medios)
Tommaso Giulini	Italia	Cagliari	Serie A	Empresario químico
Urbano Cairo	Italia	Torino	Serie A	Editor

Fuente.: García Marcos para La Vanguardia (2015).

La Liga italiana (Serie A), es uno de los más claros ejemplos en los que se observa el fenómeno de la inversión de capital extranjero en los grandes clubes europeos. Históricamente, esta competición se caracterizaba por estar controlada por empresarios nacionales, tales como la familia Agnelli, propietaria de FIAT, que posee el 70% del accionariado de la Juventus de Turín (Díez, 2016); los productores de cine Aurelio De Laurentiis en el Nápoles y Massimo Ferrero en la Sampdoria; el empresario Industrial Giampaolo Pozzo, propietario de Udinese (también posee participación en los accionariados del Granada español, y del Watford inglés); los empresarios del mundo de la moda, calzado y textil como Diego Della Valle en la Fiorentina, o Maurizio Setti en Verona; y otros clásicos conocidos como el magnate Massimo Moratti en el Inter de Milán;

o Silvio Berlusconi, dueño de Mediaset, en el AC Milan (García Marcos, 2015).

Pues bien, estos dos últimos empresarios, ya no son propietarios de los clubes anteriormente mencionados, ya que ambos vendieron sus participaciones (García, González, Sempere, 2016).

El Inter de Milán, uno de los equipos más prestigiosos de la Serie A y tres veces campeón de Europa, fue vendido el año 2013 por Massimo Moratti (presidente del Inter de 1993 a 2013), a Sports Capital, controlado por Erick Thohir, un empresario indonesio que hizo fortuna con el petróleo. Posteriormente, en junio de 2016, éste vendió el 70% del club al holding empresarial chino Suning, también propietario del Jiansu Suning de la Superliga China y que desarrolla sus actividades en el sector del retail, por 270 millones de euros, aunque permaneciendo Erick Thohir (Sports Capital) como único accionista minoritario (30%) y presidente del club (García, González, Sempere, 2016).

Mientras que el caso del AC Milán es más reciente, Silvio Berlusconi, el político, empresario, inversionista y magnate de los medios de comunicación, propietario de Mediaset, compró el club el club el año 1986 (Goalnomics, 2017). Tras 31 años al frente de su gestión en los que consiguió 29 títulos, decidió poner fin a esta etapa dirigiendo a uno de los clubes más laureados de Italia y de Europa. Después de arduas negociaciones que duraron varios meses, finalmente Yonghong Li (magnate constructor chino) adquiere el club a través del consorcio Rossoneri Sport Investment Luxembourg, creado para tal fin, a cambio de unos 520 millones de euros, más la aceptación de la deuda del club estimada en unos 220 millones de euros (García, González, Sempere, 2016).

Por lo tanto, de los 20 clubes que componen la Ligue 1, se observa que en 4 de ellos (20% de los clubes) existe una participación significativa de capital extranjero (no italiano).

Figura 16.- Desglose de los propietarios de los clubes de la Liga inglesa (Premier League).

Bill Kenwright	Inglaterra	Everton	Premier League	Productor de teatro y cine
David Sullivan	Gales	West Ham United	Premier League	Pornografía
E. Stanley Kroenke	Estados Unidos	Arsenal	Premier League	Kroenke Sports (entretenimiento)
Ellis Short	Estados Unidos	Sunderland	Premier League	Fondos de inversión de capital privado
Familia Glazer	Estados Unidos	Manchester United	Premier League	Empresarios (bienes raíces, deportes, etc.)
Familia Srivaddhanaprabha	Tailandia	Leicester City	Premier League	King Power Duty Free (comercio minorista)
Gino Pozzo	Italia	Watford	Premier League	Empresario industrial
Jeremy Peace	Inglaterra	West Bromwich Albion	Premier League	Corredor de bolsa y banca de inversión
Joe Lewis	Inglaterra	Tottenham Hotspur	Premier League	ENIC Group (sociedad de inversión)
John W. Henry	Estados Unidos	Liverpool	Premier League	Inversor
Katharina Liebherr	Suiza	Southampton	Premier League	Herencia
Mansour bin Zayed Al Nahyan	Emiratos Árabes Unidos	Manchester City	Premier League	Jeque, político y empresario
Martin Morgan	Irlanda del Norte	Swansea City	Premier League	Político y empresario de hostelería
Maxim Demin	Rusia	Bournemouth	Premier League	Empresario petroquímico
Michael Wynn-Jones y Delia Smith	Inglaterra/Gales	Norwich City	Premier League	Escritor y editor / presentadora de televisión
Mike Ashley	Inglaterra	Newcastle United	Premier League	Empresario de artículos deportivos
Peter Coates	Inglaterra	Stoke City	Premier League	Bet 365
Randy Lerner	Estados Unidos	Aston Villa	Premier League	MBNA Corporation (Holding bancario)
Roman Abramovich	Rusia	Chelsea	Premier League	Petróleo
Steve Parish, Jeremy Hosking, Martin Long, Stephen Browett	Inglaterra	Crystal Palace	Premier League	Empresarios (fondos de inversión, seguros, etc)

Fuente.: *García Marcos para La Vanguardia (2015).*

La Premier League es, sin duda, el más claro ejemplo de la actual corriente que lleva a jeques árabes, multimillonarios rusos, empresarios americanos, nuevas fortunas asiáticas y en definitiva, todo tipo de capitales extranjeros a invertir en el fútbol europeo.

Más de la mitad de los clubes que compitieron en la liga inglesa la última temporada (2016/2017) están en manos de inversores extranjeros, y estas inyecciones de capital han ayudado a muchos clubes a postularse como candidatos a los títulos más importantes, obteniendo el rendimiento deportivo tan ansiado por estos adinerados empresarios (García, González, Sempere, 2016).

Uno de los casos más conocidos es el del Chelsea, y su propietario, el magnate ruso Roman Abramovich, propietario del gigante acerero Evraz y que comenzó a hacer fortuna cuando adquirió la petrolera Sibneft, vendida a Gazprom el año 2005 (Díez, 2016), y que figura en el puesto 137 de las personas más ricas del mundo (Forbes, 2016). Desde que se hiciera con el Chelsea en 2003, llenó de estrellas su nómina de jugadores a base de talonario, lo que les llevo a que el equipo haya ganado desde entonces cinco de las seis ligas que tiene en su palmarés, y que consiguiera su primera Champions League en el año 2012, como títulos más destacados (García, González, Sempere, 2016).

El Manchester City fue adquirido en 2009 por Mansour Bin Zayed, miembro del gobierno de Abu Dhabi, donde controla varias empresas y es el quinto hijo del jeque Zayed al Nahyan, primer presidente de los Emiratos Árabes, lo que le respalda con una fortuna familiar que supera los 350.000 millones de euros (Goalnomics, 2017). Mansour es un apasionado del deporte, y tras adquirir el Manchester City nunca ha tenido reparos en el presupuesto de sus fichajes, así como de crear franquicias del mismo como el New York City FC o el Melbourne City FC (también posee el Al-Jazira de Abu Dhabi). Pese a que el club todavía no ha triunfado a nivel europeo, desde 2008 ha obtenido casi la mitad de los títulos de su palmarés, dos Premier League, una FA Cup y dos Copas de la Liga. Tras la consecución de estos títulos, en diciembre del año 2015, el holding City Football Group vendió el 13% de la sociedad a dos empresas chinas, China Media Capital y Citic Capital, por 330 millones de euros, manteniendo la mayoría en el accionariado y su plan estratégico (García, González, Sempere, 2016).

En la Premier League, abundan también los propietarios procedentes de Estados Unidos, este es el caso del Manchester United, vecino del club anteriormente mencionado, propiedad de la Familia Glazer, con múltiples empresas deportivas y activos inmobiliarios, formada por los seis hijos de Malcolm Glazer (fallecido en 2014), el multimillonario neoyorquino dueño del imperio inmobiliario (Goalnomics, 2017). First Allied Corporation, que compró el 90% de la propiedad del Manchester United en 2005, tras lo que han conseguido cinco Premier League,

una Europa League, y una Champions League, entre otros títulos (García, González, Sempere, 2016).

Otro de los históricos clubes ingleses propiedad de inversores americanos es el Liverpool FC, el cual fue comprado el año 2007 por George Gillett y Tom Hicks para posteriormente venderlo en 2010 a sus compatriotas Tom Werner y John W. Henry, y su grupo de inversiones Fenway Sports Group (propietario del equipo de beisbol Red Sox de Boston) por una cifra cercana a los 300 millones de libras (Goalnomics, 2017). Pese a todo, el equipo todavía no ha podido traducir estas inversiones en éxito deportivo, habiendo logrado tan solo una Copa de la Liga desde que están en manos estadounidenses (García, González, Sempere, 2016).

Similar es el caso del Arsenal al del Liverpool, ya que tras ser adquirido por el estadounidense E. Stanley Kroenke y su firma Kroenke Sports, todavía no han conseguido deportivamente sus objetivos, habiendo logrado tan solo dos FA Cup en los últimos años (García, González, Sempere, 2016).

Otro de los clubes de la Premier League en ser adquirido por empresarios norteamericanos es el Swansea galés (García, González, Sempere, 2016), en el que Jason Levien (propietario del DC United de Washington que compite en la Major League Soccer) y Steve Kaplan (vicepresidente ejecutivo de los Memphis Grizzlies de la NBA) adquirieron el pasado año 2016 el 60% de las acciones (Goalnomics, 2017).

Las últimas adquisiciones de equipos ingleses por otros capitales han sido la compra del Everton por el millonario iraní Farhad Mishiri (García, González, Sempere, 2016) y del Aston Vila de Birmingham por Recon Group, el consorcio asiático presidido por Tony Jiantong Xia por una cantidad cercana a los 78 millones de euros (EFE, 2017). Ambas adquisiciones se produjeron el pasado año 2016.

Otros millonarios dueños de clubes ingleses son Peter Coates, propietario de Bet365 y del Stoke City; la familia de origen tailandés Srivaddhanaprabhay que hizo fortuna con las tiendas de Dutty Free y controla el Leicester City; el matrimonio Michael Wynn-Jones-Delia Smith que son dueños del Norwich City; o David Sullivan, propietario del West Ham United (García Marcos, 2015).

Por lo tanto, de los 20 clubes que componen la Premier League, se observa que en 13 de ellos (65% de los clubes) existe una participación significativa de

capital extranjero (no británico).

En resumen, tras analizar la composición accionarial de los clubes de 4 de las 5 grandes ligas europeas (Serrano, García, Fernández, 2014), se evidencian a nivel internacional tendencias crecientes con respecto a la inversión extranjera en los clubes, resultando casi un tercio de los clubes analizados (32,5%) albergadores de inversión foránea. LaLiga Santander, la Ligue 1 y la Serie A, presentan un modelo similar, con entre un 20% y 25% de los clubes con inversión extranjera, mientras que la Premier League muestra unas cuotas mucho más elevadas, 65% de los clubes con capital no británico.

De entre los capitales inversores extranjeros que toman participación en 26 de los 80 clubes analizados, cabe destacar que los colectivos más numerosos según su origen de procedencia son los denominados asiáticos, siendo este grupo compuesto por capital procedente de China (4), Singapur (1) y Tailandia (1), con 7 clubes participados; el segundo colectivo por orden de participaciones en clubes pertenecientes a las cuatro ligas analizadas son los estadounidenses, con 6 clubes participados (5 de ellos en Inglaterra); el tercer colectivo es el compuesto por los rusos, con 5 clubes participados (separamos este colectivo del europeo comunitario y del asiático para dotar de mayor representatividad a este análisis); y los dos colectivos encuadrados en cuarto lugar en cuanto a número de clubes participados son, con 4 clubes cada uno, los europeos comunitarios, compuestos por capital procedente de Italia (2), Suiza (1) y Polonia (1), y los denominados árabes, compuestos por capital procedente de Catar (2), Irán (1) y Emiratos Árabes Unidos (1). Si se analiza la inversión por países, en lugar de por colectivos, cabe destacar que 6 de los clubes tienen participación significativa de capital estadounidense, 5 de capital ruso, y 4 de capital chino.

Cabe resaltar que no se ha realizado análisis de los clubes de la Bundesliga alemana, ya que en el año 1999 instauraron la ley conocida como Ley 50+1, que impide que grandes empresas o inversores se hagan dueños de los clubes de fútbol del país, la propiedad mayoritaria del club es de sus socios (51%), siendo estos abonados y aficionados del equipo en cuestión (García, González, Sempere, 2016), aunque cabe destacar la participación de diversas empresas en el accionariado de ciertos equipos como Audi, Adidas y Allianz, que poseen entre los tres el 25% del Bayern Múnich, el banco americano Morgan Stanley que pertenece al accionariado del Borussia Dortmund (Goalnomics, 2017).

También resultan curiosos los particulares casos del club deportivo VfL Wolfsburg,

cuyo accionariado íntegro pertenece a la empresa automovilística Volkswagen por ser su fundadora y del Bayer 04 Leverkusen que fue fundado en el año 1904 después de que 170 trabajadores de la empresa química Bayer firmasen una petición solicitando la formación de un club deportivo en el seno de la corporación. Estos dos últimos casos son posibles debido a que cuando se fundaron no existía la citada ley (García, González, Sempere, 2016).

Incontables son los aspectos que han ido evolucionando paulatinamente con respecto a todo lo que engloba este deporte, siendo algunos de estos la importancia de los entrenamientos, la táctica y la estrategia, el mayor control del juego, las alineaciones y esquemas de juego (Fuentes, Fullaondo, 2010), los hábitos de los futbolistas (la alimentación y las dietas, o los tiempos de descanso y de recuperación, entre otros) para poder maximizar sus rendimientos, la importancia de las jóvenes promesas y el trabajo de cantera para los clubes (Moreno, 2004), las gestión de las relaciones con nuevos actores tales como los agentes de futbolistas (Barajas, 2004), la concepción de los clubes de fútbol como empresas (Miller, 2012), los cambios en los derechos televisivos (KPMG, 2015), la concepción de los jugadores como ídolos o estrellas (Gil Araujo, 2002), la comunicación directa de los futbolistas con los aficionados a través de las redes sociales como twitter, o las ligas emergentes (Deloitte, 2017).

El tercer cambio significativo pendiente de comentar en este apartado es el relativo al panorama mundial del fútbol, el informe Money League de Deloitte (2017), que valora a los clubes que más beneficio generan año a año, destacó en su edición de 2017 que los tres primeros clasificados de su ranking (Manchester United, Barcelona y Real Madrid) generan en la actualidad entre 6 y 7 veces más de lo que generaron hace 20 años en su primer informe Money League.

Según el citado informe (Deloitte, 2017), el total de ingresos combinados entre los 20 primeros clubes mundiales crece anualmente, batiendo su propio récord en 2017, cuando generaron entre todos 7.400 millones de euros. Se trata de un aumento del 12% con respecto a los 20 primeros del año anterior. Del aumento total de 800 millones de euros, el 49% corresponde a ingresos por radiodifusión, el 42% a ingresos comerciales con sólo un 9%.

Figura 17.- Clubes que más beneficio generaron en la temporada 2015/2016 (en millones de euros).

1	Manchester United	689
2	FC Barcelona	620.2
3	Real Madrid	620.1
4	Bayern Munich	592
5	Manchester City	524.9
6	Paris Saint-Germain	520.9
7	Arsenal	468.5
8	Chelsea	447.4
9	Liverpool	403.8
10	Juventus	341.1
11	Borussia Dortmund	283.9
12	Tottenham Hotspur	279.7
13	Atlético de Madrid	228.6
14	Schalke 04	224.5
15	AS Roma	218.2
16	AC Milan	214.7
17	FC Zenit Saint Petersburg	196.5
18	West Ham United	192.3
19	Internazionale	179.2
20	Leicester City	172.1

Fuente.: Deloitte (2017).

En dicho informe (Deloitte, 2017) también se pone de manifiesto un estudio que refleja que pese a que la mayoría de clubes que mayor cantidad de dinero generan en la actualidad son europeos, los clubes de países con menor tradición futbolística están creciendo en este deporte y cabe la posibilidad de que para el año 2030 alguno de los clubes que más dinero generen en el mundo sean originarios de países como China (alta probabilidad); EE.UU., Canadá o Brasil (media probabilidad); Japón, Sudáfrica, India, Australia o Nueva Zelanda (baja probabilidad).

2.3. La Financiación del Fútbol

Como se ha descrito en capítulos anteriores, el fútbol es una actividad económica, y el modelo de negocio de los clubes de fútbol profesionales europeos, se basa en la generación de ingresos a través de diversos métodos y actividades (KPMG, 2015), entre

los que cabe destacar (Alarcón, 2016):

- Ingresos por derechos de retransmisiones (en el epígrafe 2.5. se desarrolla más en profundidad debido a su importancia).
- Ingresos comerciales. Publicidad y Merchandising. Como pueden ser:
 - Patrocinadores (*main sponsor* y otros).
 - Ventas en las tiendas oficiales.
 - Publicidad en el estadio.
 - Ventas de productos en las barras del campo.
- Ingresos por competiciones. Por ejemplo, clasificarse para la Champions League aporta a los clubes unos 20 millones de euros por participar (Conthe, 2015).
- Ingresos por explotación del estadio y taquillas. Como pueden ser:
 - Abonos de temporada.
 - Entradas para un partido.
 - Cesión de espacios en el estadio.
- Ingresos por traspasos de futbolistas.
- Otros ingresos, que incluyen el resto de importes no incluidos en los puntos anteriores, así como otros cobros no recurrentes o extraordinarios (LaLiga, 2016).
Pudiendo ser algunos ejemplos:
 - Ingresos por la cesión al club de derechos de imagen de futbolistas.
 - Ingresos por amistosos y giras de pretemporada, etc.
 - Ingresos por apertura de franquicias deportivas en países con menor tradición futbolística (Deloitte, 2017), como es el caso del Manchester City con sus franquicias (City FC) Melbourne City o New York City.
 - Ingresos por derechos sobre las apuestas deportivas.
 - Ingresos por integración de un hotel o centro comercial dentro del estadio, en el caso de algunos clubes.
 - Ingresos por explotación de museo del club, visitas al estadio, actividades de restauración.
 - Subvenciones.

Pero estos métodos de generación de ingresos en ocasiones no son suficientes (Torralba, 2016), puesto que el fútbol en las grandes ligas europeas (Miller, 2012) se caracteriza por una brutal competencia, para evitar el descenso o alcanzar los objetivos deportivos fijados por cada club; por el gran peso de los costes salariales de los futbolistas, por ejemplo, en LaLiga Santander, el sueldo medio de los jugadores (excluidas

las grandes estrellas) asciende a 800.000 euros anuales, netos de impuestos; y un gran endeudamiento de los clubes para reforzar el equipo como resultado del miedo al descenso o a la no consecución de sus objetivos deportivos (Conthe, 2015).

Estas características, unidas a la deuda cercana a los 2.620 millones de euros que albergan los clubes de LaLiga Santander (LaLiga, 2016), han propiciado que los clubes busquen fórmulas y fuentes de financiación alternativas con el fin de mejorar la viabilidad sus modelos de negocio (LaLiga, 2016).

Históricamente, la financiación basada en el crédito bancario era la utilizada más habitualmente por los clubes de fútbol en España. Debido a la crisis y al resentimiento del sistema financiero tradicional, los bancos dejaron de dar crédito. Esto propició una situación caracterizada por un endeudamiento muy elevado de los clubes (Europapress, 2016).

La financiación a través de fondos de inversión fue una alternativa a los citados préstamos bancarios para seguir invirtiendo en fichajes de jugadores, entre otros, pero en mayo del año 2015 la FIFA prohibió la financiación de los clubes a través de los fondos de inversión (Cazorla, 2014) por ir en contra del Fair Play Financiero (cuya normativa reguladora que se amplia en el próximo epígrafe de este capítulo) y suponer un peligro para la estabilidad presupuestaria de los clubes. “El problema con los fondos de inversión en el fútbol es que acaban financiando a muchos clubes que no son solventes. De manera que los equipos invierten por encima de sus posibilidades y terminan aumentando su deuda”, declaran desde Excelend, una plataforma de financiación entre particulares (Medina, 2016).

Otros de los instrumentos financieros más utilizados por los clubes en la actualidad son la emisión de bonos a partir de ingresos fijos de los clubes (titulizaciones), un método utilizado en enero de 2016 por el Atlético de Madrid, que junto a varios clubes europeos, constituyeron un fondo de titulización de derechos de cobro futuro, que fue colocado a inversores estadounidenses, captando una cantidad cercana a 73 millones de dólares, a cambio de la cesión de parte de sus derechos de televisión e ingresos por posibles traspasos de jugadores (Wharton University of Pennsylvania, 2016). Este producto se suele ofrecer a instituciones como bancos o aseguradoras (Europapress, 2016).

Según Massimo Ceremelli (2016), profesor de economía en la Universidad de Deusto, una de las fórmulas comúnmente difundida en el Reino Unido es la de

intercambiar activos no monetarios (como estadios o edificios) por dinero, teniendo este producto financiero un comportamiento muy similar al de una hipoteca (Wharton University of Pennsylvania, 2016). Esta técnica puede ser ofrecidas a un mayor número de equipos de fútbol, incluidos aquellos que no se encuentran en buenas condiciones financieras (Cao Castro, 2015). Asimismo, presentan menos riesgo que el existente en las titulaciones ya que son a corto plazo, así como otras pequeñas ventajas con respecto a las titulaciones. Destacan por su simplicidad, sencillez, y menor coste de transacción (Bartolomé, 2014).

Según Gerardo Seelinger (2016), profesor del área de Sport Management en IE Business School, cabe también la posibilidad de salir a Bolsa, como más de una veintena de clubes europeos, pese a que ninguno lo ha hecho en España y “la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) tendría dudas de permitir salidas a Bolsa” (Wharton University of Pennsylvania, 2016). Este método también tiene sus riesgos debido a la posible inestabilidad (Europapress, 2016) y oscilaciones por pertenecer a un mercado público.

Otra opción para los clubes de financiarse al margen del sistema tradicional es el crowdlending (plataforma de financiación entre particulares), que supone un préstamo entre particulares y empresas, por la cual los clubes de fútbol reciben financiación por medio de una red con un elevado número de prestamistas o empresas que invierten su capital privado o ahorros a cambio de un interés (Torralba, 2016). "Las plataformas de financiación alternativa estudian cada petición de crédito y sólo aprueban los proyectos que sean solventes. Además, establecen un rating para que el inversor conozca los riesgos de cada proyecto y pueda elegir el que más le interesa para invertir sus ahorros", explica Gonzalo Mateo-Sagasta, director general de Excelend (Medina, 2016).

Una de las herramientas más populares y más ventajosas, según Gerardo Seelinger (2016) para el club necesitado de financiación es la búsqueda de un inversor o socio capitalista, que asume o es consciente de que no va a ganar dinero, pero que lo que busca es reputación y notoriedad (Wharton University of Pennsylvania, 2016). Pese a todo, esta fórmula también es arriesgada, ya que aunque en principio no exija contrapartida, el inversor puede cansarse y dejar de lado su inversión, marcharse o desinvertir y dejar el club en una mala situación. Ese fue el caso del Racing de Santander, club que entró en concurso de acreedores tras el incumplimiento de los compromisos de inversión (2011) del magnate indio Ashan Ali Syed (Gutiérrez, 2014).

Todos estos instrumentos financieros, mecanismos para generar ingresos o fórmulas de financiación anteriormente comentados son herramientas muy necesarias para el logro de los objetivos deportivos de los clubes. Pero a su vez, pueden suponer un peligro, ya que hemos observado en los últimos años como muchos equipos se enzarzaban en una espiral de gasto que supera sus ingresos (Conthe, 2015). Esta espiral de gasto se tradujo en una burbuja futbolística insostenible basada en desmesurados precios pagados por los traspasos y de los salarios de los futbolistas (Úbeda, Molina, 2014). La búsqueda de soluciones para este problema llevo a la UEFA, a implantar el Fair Play Financiero, para buscar que los clubes operen bajo un modelo sostenible (UEFA, 1998-2017).

2.4. El Fair Play Financiero

La situación del fútbol y la burbuja futbolística anteriormente comentada (Úbeda, Molina, 2014), llevó al máximo organismo europeo, la UEFA (Unión de Asociaciones Europeas de Fútbol, 1998-2017), a tomar una serie de medidas, de cara a garantizar la sostenibilidad del modelo de negocio de los clubes de fútbol europeos, dando lugar al Fair Play Financiero o Juego Limpio Financiero.

El *Fair Play* Financiero (Juego Limpio Financiero) engloba la serie de medidas tomadas por la UEFA que tiene como principal objetivo mejorar la salud financiera de los clubes europeos, controlando y limitando sus gastos (2009).

El Comité Ejecutivo de la UEFA aprobó de forma unánime en septiembre de 2009 el concepto de Juego Limpio Financiero por el bienestar del fútbol europeo, aunque hasta el año 2011 no se comenzaron a instaurar las siguientes medidas (El Mundo, 2014):

1. Los clubes clasificados para disputar competiciones UEFA deben demostrar que no tienen deudas pendientes con otros clubes, con sus jugadores o con las autoridades tributarias.
2. Los clubes también tienen que cumplir los requisitos de equilibrio (no gastar más de lo que ganan).
3. El Comité de Control Financiero de Clubes de la UEFA (CFCB) es el que verifica cada año las cifras registradas por los clubes los últimos años.
4. Los clubes pueden gastar hasta cinco millones de euros más de lo que ingresan por un periodo de evaluación (tres años). Sin embargo pueden exceder este nivel

hasta un cierto límite siempre que esté cubierto por una contribución/pago directo del propietario(s) del club o de una parte relacionada. Los límites son: 1) 45 millones de euros para las temporadas 2013/14 y 2014/15; y, 2) 30 millones de euros en 2015/16, 2016/17 y 2017/18. Los siguientes años el límite será menor, aunque la cantidad no está definida. Para promover la inversión en estadios, campos de entrenamiento y desarrollo del fútbol juvenil, todos estos gastos quedan excluidos del cálculo del punto de equilibrio.

5. El incumplimiento de las normas no implica que el club sea excluido de forma automática, pero no habrá excepciones. En función de varios factores (como la tendencia del resultado del punto de equilibrio) se impondrán diferentes medidas disciplinarias que pueden variar entre las siguientes:

a) Advertencia.

b) Amonestación.

c) Multa.

d) Deducción de puntos.

e) Retención de los ingresos obtenidos en competiciones UEFA.

f) Prohibición de registrar a nuevos jugadores en competiciones UEFA.

g) Restricción del número de jugadores que el club puede registrar para participar en competiciones UEFA, incluyendo un límite en el gasto global de los salarios de los jugadores registrados en la lista A.

h) Descalificación de las competiciones en curso y/o de futuras competiciones.

i) Retirada del título o premio.

6. Si el propietario de un club invierte dinero en éste a través de un acuerdo de patrocinio con una empresa con la que él está relacionado, la UEFA investigará y si es necesario adaptará las cantidades pagadas por el patrocinador en el cálculo del resultado del punto de equilibrio en función del valor de mercado real de dicho patrocinio.

7. Todo club clasificado para la Liga de Campeones o la Liga Europa necesita una licencia, que otorgan las federaciones nacionales (o las ligas en algunos casos). Este procedimiento se basa en el Reglamento de Licencias de Clubes y Juego Limpio Financiero de la UEFA, que verifica los datos económicos de todos los clubes registrados en sus competiciones.
8. El sistema de licencias de clubes de la UEFA fue introducido en la temporada 2003/04. Desde entonces, más de 40 clubes que se habían clasificado para la Liga de Campeones o la Liga Europa no fueron admitidos porque no cumplían con los requisitos para obtener una licencia.
9. El Juego Limpio Financiero se añadió a los requisitos de licencias en 2011. Desde entonces se le ha negado el acceso a varios clubes a competiciones UEFA por no pagar a sus jugadores o por no pagar traspasos a otros clubes.
10. Dentro de las regulaciones del Juego Limpio Financiero los clubes tienen la obligación de revelar información sobre acuerdos de propiedad por parte de terceros y cualquier beneficio procedente de estos acuerdos se hace efectivo cuando el jugador es vendido. La UEFA ha pedido a la FIFA que prohíba esto a nivel mundial. De no hacerlo la UEFA podría poner en marcha su propia regulación para prohibir la propiedad por parte de terceros al menos en las competiciones de la UEFA.

El concepto *Fair Play* Financiero ha sido apoyado por la totalidad de federaciones y clubes dependientes de la UEFA (UEFA, 2017), siendo sus principales objetivos:

- Introducir una mayor disciplina y racionalidad en las finanzas de los clubes de fútbol.
- Disminuir la presión sobre los salarios y las transferencias y limitar el efecto inflacionario.
- Alentar a los clubes para competir con (en) sus ingresos.
- Fomentar las inversiones a largo plazo en el sector de la juventud y la infraestructura.
- Proteger la viabilidad a largo plazo del fútbol europeo.
- Garantizar que los clubes resuelven sus pasivos de forma oportuna.

Durante la década de los 2000, muchos clubes han informado a la UEFA de pérdidas financieras, lo que dio lugar a un aumento exponencial de su deuda (UEFA, 2017). De esta forma, con el Fair Play Financiero, la UEFA pretende evitar que continúe este gasto descontrolado y que se reduzca la deuda de los clubes de fútbol, considerando el medio ambiente sistémico del fútbol europeo de clubes en el que compiten los clubes individuales, y el amplio impacto inflacionario del gasto de los clubes en sueldos y transferencias.

El Fair Play Financiero implica una evaluación de varios años, esto permite la formación de una visión a largo plazo en el contexto más amplio del fútbol europeo (UEFA, 2017). El incumplimiento de las medidas que conforman el Fair Play Financiero no implica la exclusión automática de las competiciones europeas, sino que provoca la adopción de medidas disciplinarias que van desde una simple advertencia hasta la citada exclusión de dichas competiciones. Algunos ejemplos de clubes sancionados y sanciones aplicadas desde la entrada en vigor de dichas medidas son (Moñino, 2017):

- El caso del Paris Saint Germain y el Manchester City. Ambos clubes son propiedad de fondos de inversión árabes, como se ha indicado anteriormente. Tras hacer caso omiso a las medidas del Fair Play Financiero se les sancionó en el año 2014 con multas de 60 millones de euros y la limitación para inscribir jugadores.
- En España destaca el caso del Málaga CF. La UEFA impidió al club andaluz participar en competiciones europeas en el año 2012 debido a las importantes deudas que acumulaba. Pese a que el club recurrió dicha sanción ante el Tribunal de Arbitraje Deportivo (TAS) dicho recurso fue desestimado.

El éxito temprano de la implementación del proyecto, con un descenso de las deudas pendientes reducidas al 80%, así como un decremento de las pérdidas de los clubes europeos de más de 900 millones de euros ha producido una situación de apoyo casi universal entre los protagonistas del fútbol (UEFA, 2017).

2.5. El Reparto en los Derechos Televisivos

Los ingresos percibidos en concepto de cesión de derechos televisivos suponen una de las mayores partidas presupuestarias en los clubes europeos de la élite en la actualidad (Ramírez, 2015). Estos ingresos muestran una relación muy estrecha con los obtenidos por la explotación de los estadios o los denominados por LaLiga como ingresos de Match Day (venta de abonos, entradas, y recaudación producida por compras de los asistentes a cada partido), ya que ambos vienen propiciados por la expectación que

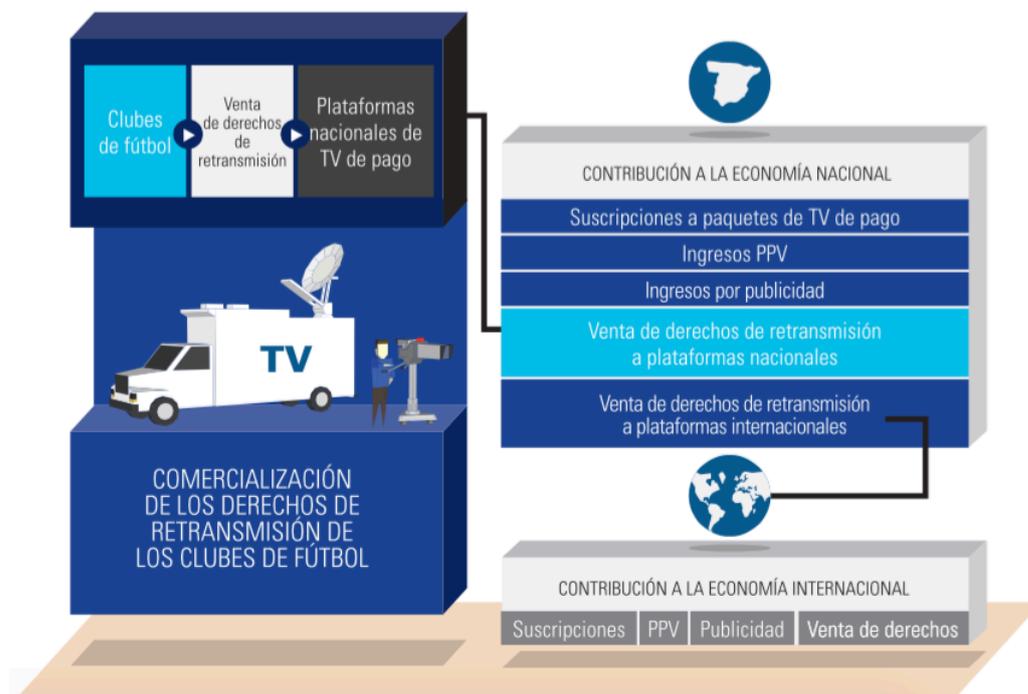
genera cada club (LaLiga, 2016).

Según Camus Vega (2014), los ingresos percibidos por la explotación de los estadios dependen de dos variables fundamentales, el número de asistentes y el precio medio pagado por cada asistente (ya sea abonado o asistente ocasional). Normalmente, en los clubes más modestos, o aquellos que participan en divisiones no profesionales, esta partida suele ser superior a la correspondiente a los ingresos percibidos por cesión de sus derechos televisivos, esto es debido a que la mayoría de sus aficionados se encuentran en la ciudad, pueblo o región a la que pertenecen, por lo que la expectación generada es mucho mayor en su zona que en el resto del mundo (Nicolás, 2015).

Por contrapartida, los clubes más grandes albergan más aficionados y simpatizantes por todo el mundo, por lo que generan una mayor expectación (Deloitte, 2017). Esto, sumado a la imposibilidad de todos ellos a asistir a los partidos, ya sea por lejanía, por elevados precios en los abonos o entradas, por la limitación espacial fruto de la oferta de asientos disponibles en cada estadio, etc., ha generado un incremento gradual en la demanda de servicios audiovisuales consistentes en la retransmisión de partidos de fútbol y la contratación de canales temáticos (LaLiga, 2016).

Según el estudio *Impacto socio-económico del fútbol profesional en España* realizado por KPMG realizado el año 2015, el gasto de aficionados en televisión de pago directamente relacionado con la visualización de contenidos de fútbol profesional ascendieron a 515 millones de euros en el año 2013. En base al análisis interno realizado por KPMG, el 95% de los ingresos totales obtenidos por los operadores de televisión por contenidos de LaLiga correspondieron a suscripciones a canales temáticos, mientras que la modalidad de pago por visión tan solo supuso un 5% de los ingresos totales durante 2013, viéndose reducida esta modalidad, que experimentó una caída sostenida del 30% anual desde el año 2011.

Figura 18.- Esquema del gasto de los aficionados en televisión de pago.



Fuente.: KPMG (2015).

Según el *informe económico-financiero del fútbol profesional 2016* publicado por LaLiga, en el último ejercicio contable, el notable comportamiento del Importe Neto de la Cifra de Negocio (ingresos procedentes de Primera y Segunda División del fútbol profesional español, LaLiga Santander y LaLiga 1|2|3, respectivamente) ha sido sustentado por un crecimiento muy relevante de los ingresos de Retransmisión y de Match Day (ingresos por estadio y de competiciones). Estas partidas son las que más peso tienen en el agregado de ingresos, contribuyendo con un 74,1% del Importe Neto de la Cifra de Negocio (INCN) y con un 62,5% de los ingresos totales. Las otras partidas que componen el Importe Neto de la Cifra de Negocio (INCN) de LaLiga son las correspondientes a Comercialización y Publicidad.

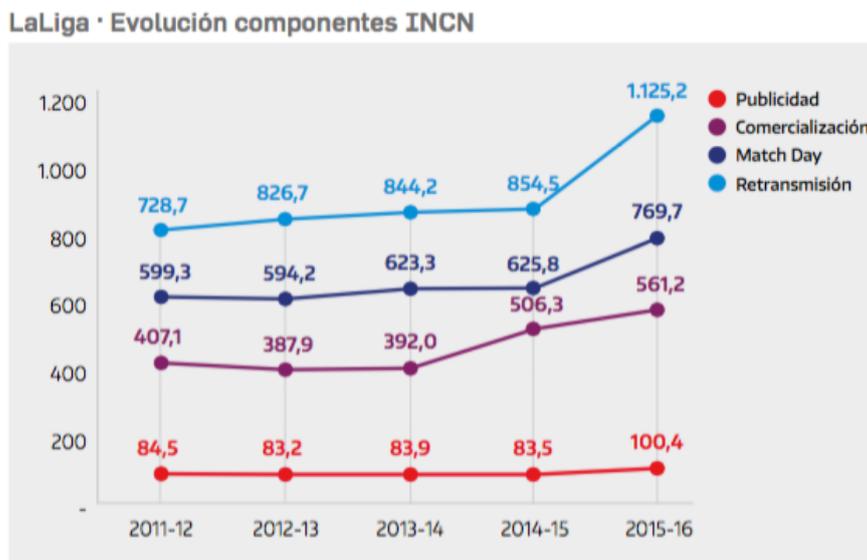
El incremento de los ingresos de Retransmisión tiene su origen en la recompra de los derechos por parte de LaLiga a los clubes, a nivel bilateral, para posibilitar la suscripción de un nuevo acuerdo de venta conjunta de los derechos televisivos. La consecuencia de dicho acuerdo fue una negociación inédita en el fútbol español, formalizada en 2015, que supondrá un incremento de aproximadamente 700 millones de euros en los ingresos por temporada para los clubes a partir de la temporada 2016-2017 (LaLiga, 2016).

A su vez, este acuerdo supone un salto cualitativo por lo que se refiere a la distribución de los ingresos por este concepto entre clubes, y a la fijación de una base de negocio mucho más sólida. Así pues, LaLiga considera que debería contribuir a consolidar la mejora de los resultados de los clubes iniciada en 2011-2012, culminando en su saneamiento patrimonial y financiero.

Analizando la evolución de las partidas que componen el INCN de LaLiga, con respecto al año anterior, se observa un crecimiento en todas ellas. Los incrementos más destacados son los correspondientes a los ingresos por Retransmisión y Match Day, que presentan en el ejercicio 2015-2016 un incremento de 270,7 millones de euros (+31,7%) y de 144 millones de euros (+23%), respectivamente. Los ingresos por Comercialización, principal motor del crecimiento la temporada anterior, logra aumentos más modestos, pero aun así significativos, viéndose incrementados en 54,9 millones de euros (+10,8%). Por último, la partida de Publicidad muestra un crecimiento vigoroso, sumando 16,9 millones de euros de ingresos respecto a la temporada anterior (+20,2%).

Los ingresos por Retransmisión, pueden considerarse actualmente el principal motor de crecimiento del fútbol profesional español, ya son la partida que más contribuye al total (con un peso del 44%). Se prevé que esta tónica se siga acentuando las próximas temporadas, debido al refuerzo que obtendrán los ingresos de este epígrafe con la entrada en vigor del nuevo marco de derechos televisivos a partir de la temporada 2016-2017. LaLiga destaca que la facturación total estimada por este concepto para la citada temporada ascendería a 1.400 millones de euros, con lo que prácticamente se conseguiría duplicar los ingresos provenientes de Retransmisiones en un periodo de seis años.

Figura 19.- Evolución de los componentes del Importe Neto de la Cifra de Negocio (en millones de euros).



Fuente.: LaLiga (2016).

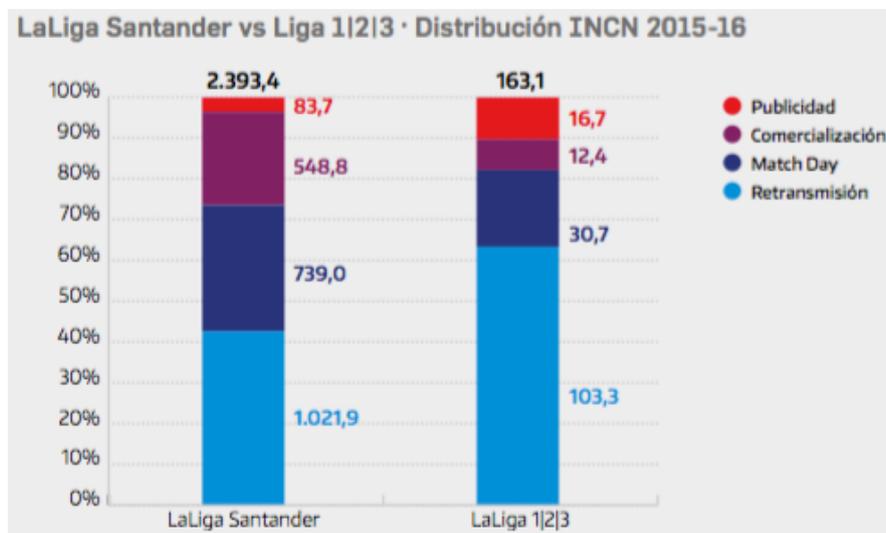
Con respecto al desglose de los ingresos según división del fútbol profesional español, cabe destacar que LaLiga Santander supone un 93,6% del total de INCN de LaLiga, así como un 92,5% de los ingresos totales de la misma, proporcionando el resto de dichos ingresos LaLiga 1|2|3.

Continuando con el análisis que nos ocupa referente a los ingresos por Retransmisión, LaLiga Santander muestra una línea de crecimiento durante todo el periodo pasando de 687,4 millones de euros en la temporada 2011-2012 a 1.021,9 millones de euros en la temporada 2015-2016, resultando un incremento de 334,5 millones de euros en términos absolutos (variación total: +48,7%; tasa de crecimiento anual media: +10,4%).

En el caso de LaLiga 1|2|3, la Segunda División del fútbol profesional español, muestra una evolución muy similar a la de LaLiga y a la de LaLiga Santander. La mayor parte de esta evolución positiva es fruto de la buena marcha de los ingresos por Retransmisión, lo que está posibilitando una gradual convergencia en términos relativos con LaLiga Santander, Primera División del fútbol español. El crecimiento acumulado en los ingresos por Retransmisión es de 62,1 millones de euros (variación total: +150,5%; TACC: +25,8%), tomando como referencia el intervalo entre la temporada 2011-2012 y la temporada 2015-2016, mientras que si analizamos el crecimiento unitario desde la

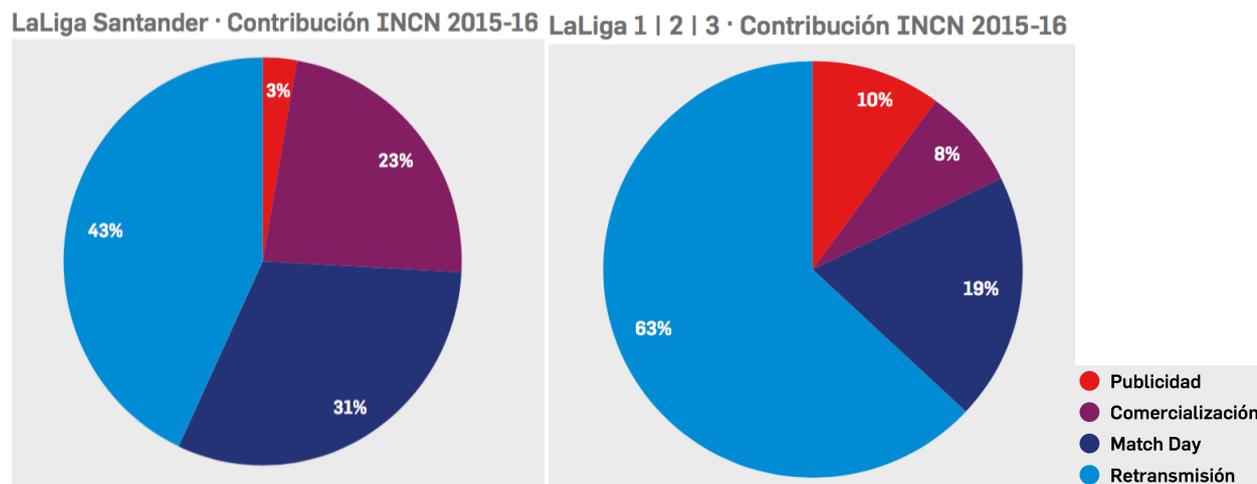
temporada 2014-2015, el crecimiento es de 34,7 millones de euros, lo que supone una variación anual del +50,6%.

Figura 20.- Desglose según Liga de los componentes del Importe Neto de la Cifra de Negocio en la temporada 2015-2016 (en millones de euros).



Fuente.: LaLiga (2016).

Figura 21.- Contribución de los componentes del Importe Neto de la Cifra de Negocio de LaLiga Santander y LaLiga 1|2|3 en la temporada 2015-2016.

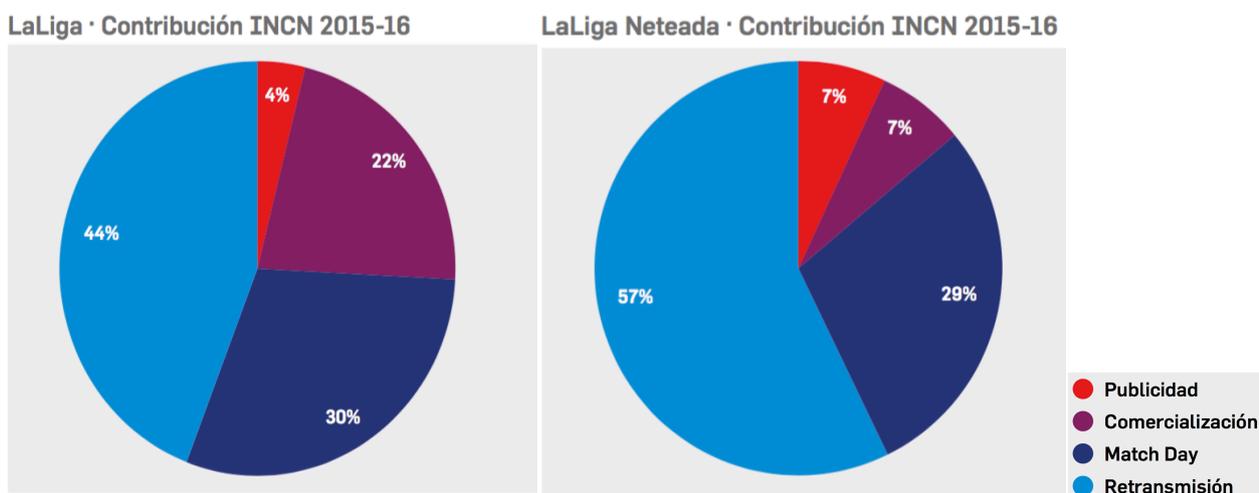


Fuente.: LaLiga (2016).

LaLiga contempla también en dicho informe una óptica que excluye de este análisis al Real Madrid C.F. y al F.C. Barcelona, denominado LaLiga Neteada (40 clubes). Lo que se pretende es ilustrar la evolución de la competición al margen de los dos clubes más grandes y relevantes financieramente ya que su eliminación en dichos análisis permite obtener conclusiones más representativas de la marcha económica del fútbol español. Estas instituciones presentan un volumen de ingresos, un nivel de resultados y un tamaño

del balance ostensiblemente superior al del resto de clubes debido al carácter global de estos equipos y su capacidad para atraer patrocinadores globales. LaLiga espera que, ante la estrategia de internacionalización de LaLiga, en los próximos años se reduzcan la distancia entre estos dos clubes y el resto, por lo que se refiere a la contribución de los diferentes epígrafes.

Figura 22.- Contribución de los componentes del Importe Neto de la Cifra de Negocios de LaLiga y LaLiga Neteada en la temporada 15-16.



Fuente.: LaLiga (2016).

Con respecto al nuevo reparto de los derechos televisivos, comentado anteriormente, el modelo de cesión de derechos televisivos centralizado que va a implantar LaLiga desde la temporada 2016-2017, busca asemejarse al existente en la Premier League inglesa, liga referencia en este aspecto.

Figura 23.- Visión general de los últimos acuerdos de derechos de retransmisión de las cinco grandes ligas europeas (en millones de euros).

	Matches sold (pay TV)	EUR million / season	EUR million / match	Matches sold (pay TV)	EUR million / season	EUR million / match	% Growth per game
	<i>Previous deal</i>			<i>Latest deal</i>			
Premier League		13/14 to 15/16			16/17 to 18/19		
	154	1,295	8.4	168	2,359	14.0	67%
Bundesliga		09/10 to 13/14			14/15 to 16/17		
	306	412	1.4	306	628	2.1	52%
Serie A		12/13 to 14/15			15/16 to 17/18		
	380	840	2.2	380	945	2.5	13%
La Liga		15/16			16/17 to 18/19		
	342	600	1.8	342	983	2.9	64%
Ligue 1		12/13 to 15/16			16/17 to 19/20		
	380	607	1.6	380	727	1.9	20%

Fuente.: KPMG (2016).

Con respecto a la anterior tabla extraída del estudio de KPMG sobre los derechos de Retransmisión en las Ligas Europeas publicado en enero del año 2016, cabe aclarar que los datos correspondientes a los acuerdos de la Premier League se han convertido a euros, considerando el tipo de cambio medio histórico anual. Para el año 2016 y posteriores, KPMG ha aplicado el tipo de cambio medio del año 2015. También cabe señalar que los partidos de segunda división y de copa nacional incluidos en los paquetes de radiodifusión de la Bundesliga y LaLiga no se han tenido en cuenta.

Tras analizar la citada tabla observamos que el acuerdo televisivo en vigor en la Premier League es muy superior al resto, alcanzando unos ingresos de 14 millones de euros por partido retransmitido.

La baja penetración de la televisión de pago en comparación a la sociedad inglesa, así como la falta de competencia entre las empresas propietarias de los medios de comunicación, son algunas de las causas más señaladas por las cuales los ingresos generados por el resto de ligas se encuentran a tanta distancia de los de la Premier League.

Según KPMG, la reciente convergencia de las industrias de telecomunicaciones y de radiodifusión ha cambiado el panorama de los medios, el aumento de la competencia y

la dispersión de los espectadores a través de varios canales de radiodifusión. En consecuencia, los medios de comunicación están dispuestos a pujar más alto que nunca por albergar los derechos de retransmisión de fútbol en exclusiva.

La Premier League ha hecho pública las cantidades que ingresarán todos los equipos participantes en la citada competición inglesa en el reparto de los derechos televisivos de la temporada 2016/2017.

Figura 24.- Pagos realizados por la Premier League (en libras).

Club Name	UK Live	Equal Share	Facility Fees	Merit Payment	Overseas TV	Central Commercial	Total Payment
Chelsea	28	35,301,989	32,827,014	38,832,180	39,090,596	4,759,404	150,811,183
Tottenham Hotspur	25	35,301,989	29,418,765	36,890,571	39,090,596	4,759,404	145,461,325
Manchester City	28	35,301,989	32,827,014	34,948,962	39,090,596	4,759,404	146,927,965
Liverpool	29	35,301,989	33,963,097	33,007,353	39,090,596	4,759,404	146,122,439
Arsenal	25	35,301,989	29,418,765	31,065,744	39,090,596	4,759,404	139,636,498
Manchester United	28	35,301,989	32,827,014	29,124,135	39,090,596	4,759,404	141,103,138
Everton	18	35,301,989	21,466,184	27,182,526	39,090,596	4,759,404	127,800,699
Southampton	15	35,301,989	18,057,935	25,240,917	39,090,596	4,759,404	122,450,841
AFC Bournemouth	13	35,301,989	15,785,769	23,299,308	39,090,596	4,759,404	118,237,066
West Bromwich Albion	11	35,301,989	13,513,603	21,357,699	39,090,596	4,759,404	114,023,291
West Ham United	15	35,301,989	18,057,935	19,416,090	39,090,596	4,759,404	116,626,014
Leicester City	16	35,301,989	19,194,018	17,474,481	39,090,596	4,759,404	115,820,488
Stoke City	10	35,301,989	12,377,520	15,532,872	39,090,596	4,759,404	107,062,381
Crystal Palace	14	35,301,989	16,921,852	13,591,263	39,090,596	4,759,404	109,665,104
Swansea City	10	35,301,989	12,377,520	11,649,654	39,090,596	4,759,404	103,179,163
Burnley	10	35,301,989	12,377,520	9,708,045	39,090,596	4,759,404	101,237,554
Watford	13	35,301,989	15,785,769	7,766,436	39,090,596	4,759,404	102,704,194
Hull City	10	35,301,989	12,377,520	5,824,827	39,090,596	4,759,404	97,354,336
Middlesbrough	13	35,301,989	15,785,769	3,883,218	39,090,596	4,759,404	98,820,976
Sunderland	10	35,301,989	12,377,520	1,941,609	39,090,596	4,759,404	93,471,118
All figures in £		706,039,780	407,738,103	407,737,890	781,811,920	95,188,080	2,398,515,773

Fuente.: Premier League (2017).

Figura 25.- Pagos realizados por la Premier League (en euros).

Ingresos Televisivos de la Premier League en euros					
Equipo	Partidos TV	Ingr. por puesto	Ingr. por partidos	Ingr. fijos *	TOTAL
Chelsea	28	44.657.007	37.751.066	91.024.787	173.432.889
Tottenham	25	42.424.157	33.831.580	91.024.787	167.280.551
Manchester City	28	40.191.306	37.751.066	91.024.787	168.967.191
Liverpool	29	37.958.456	39.057.562	91.024.787	168.040.838
Arsenal	25	35.725.606	33.831.580	91.024.787	160.582.003
Manchester United	28	33.492.755	37.751.066	91.024.787	162.268.643
Everton	18	31.259.905	24.686.112	91.024.787	146.970.829
Southampton	15	29.027.055	20.766.625	91.024.787	140.818.490
Bournemouth	13	26.794.204	18.153.634	91.024.787	135.972.648

West Bromwich	11	24.561.354	15.540.643	91.024.787	131.126.806
West Ham United	15	22.328.504	20.766.625	91.024.787	134.119.942
Leicester City	16	16.645.653	22.073.121	91.024.787	129.743.589
Stoke City	9	17.862.803	14.234.148	91.024.787	123.121.760
Crystal Palace	14	15.629.952	19.460.130	91.024.787	126.114.898
Swansea City	10	13.397.102	14.234.148	91.024.787	118.656.062
Burnley	10	11.164.252	14.234.148	91.024.787	116.423.213
Watford	13	8.931.401	18.153.634	91.024.787	118.109.853
Hull City	8	6.698.551	14.234.148	91.024.787	111.957.512
Middlesbrough	13	4.465.701	18.153.634	91.024.787	113.644.154
Sunderland	8	2.232.850	14.234.148	91.024.787	107.491.814
TOTAL		465.448.574	468.898.818	1.820.495.747	2.754.843.685

Fuente.: Candil para el Diario As (2017). Elaboración propia.

La Figura 25 muestra los datos en euros, habiendo sido aplicado un tipo de cambio aproximado a 1,15 euros por cada libra en la conversión realizada por el Diario As a fecha 1 de junio de 2017 (1,1486 fue el tipo de cambio medio esa jornada).

La columna correspondiente a ingresos fijos mostrados en la segunda tabla está compuesta por la suma de los derechos de retransmisión dentro del Reino Unido (40.597.287,35 €), otra cantidad fija por la parte correspondiente a los derechos de retransmisión en el extranjero (44.954.185,40 €) y una última partida en concepto de ingresos por publicidad (5.473.314,60 €). Estos ingresos fijos son percibidos de manera equitativa entre todos los participantes en la Premier League, suponiendo entorno al 50% de los ingresos repartidos por la citada organización.

El 25% del montante total a distribuir entre los clubes por la Premier League se reparte con un ingreso variable en concepto de los partidos que le hayan sido televisados a cada club a lo largo de la temporada, existiendo una cantidad mínima a percibir por cada club (14.234.148 €) equivalente a 10 partidos disputados o menos, viéndose incrementada en dicha cantidad en 1.306.495,45 euros por cada partido adicional televisado.

El 25% restante es el percibido en concepto al puesto en el que finaliza cada club en la tabla clasificatoria, asignándose 2.323.850,35 euros al club que ocupó la posición número 20, y sumando otros 2.323.850,35 euros al club que quedó en la posición inmediatamente superior a este de manera sucesiva hasta llegar al primer puesto.

El modelo de reparto de los ingresos percibidos por retransmisiones para LaLiga aprobado por el Consejo de Ministros según el último Real Decreto Ley en referencia a esta materia, estipula que desde la temporada 2016/2017 se repartirá el montante total entre los 20 clubes participantes en la Primera División española de la siguiente manera:

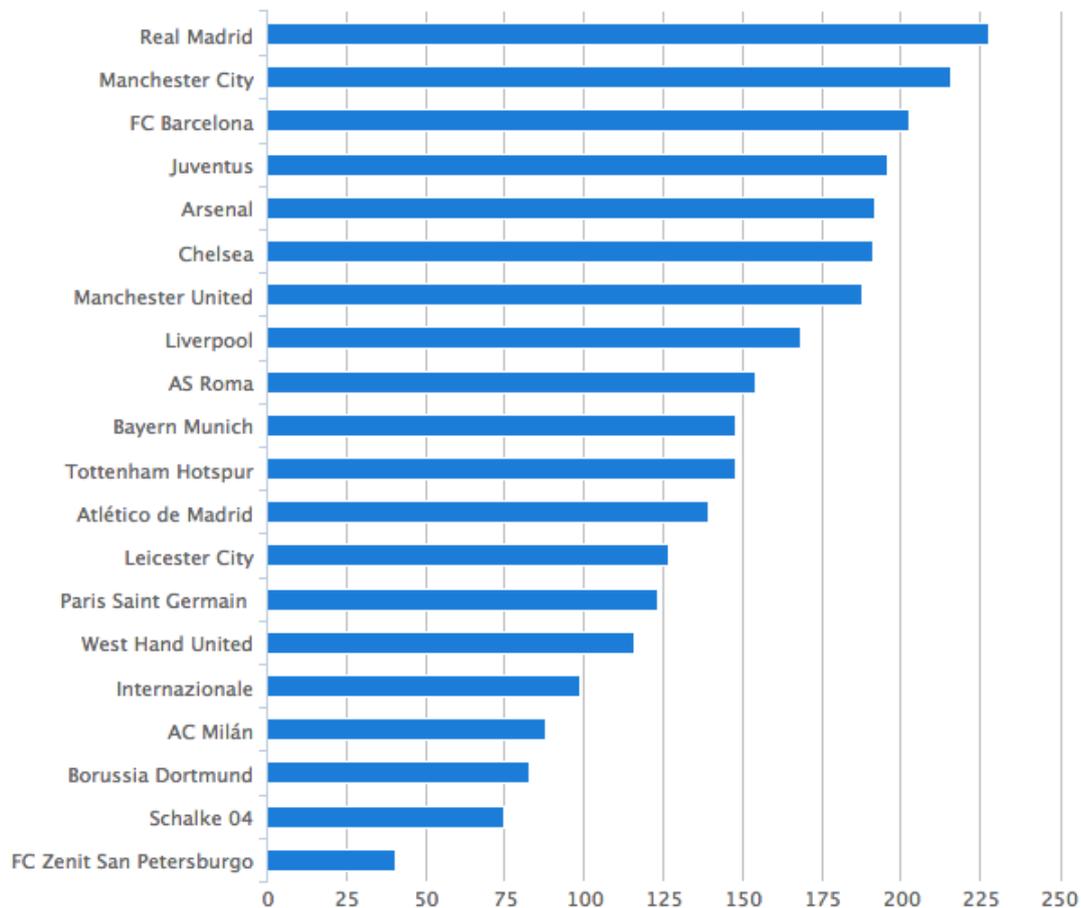
- 50% de manera equitativa entre los 20 equipos de Primera División.
- 25% según la clasificación histórica de los clubes en LaLiga durante las últimas cinco temporadas.
- 25% en concepto de la implantación social de cada club, teniendo en cuenta factores como los ingresos de cada equipo procedentes de taquilla, el número de socios o abonados y el cuidado de sus instalaciones, entre otras.

Este reparto, es más equilibrado que el de temporadas anteriores, lo que sumado a la previsión de LaLiga de alcanzar una cantidad de ingresos superior a los 1.400 millones de euros en concepto de Retransmisión, permitirá un incremento en los ingresos de la mayoría de los clubes españoles, permitiendo disminuir la deuda del fútbol español, así como suponiendo una mejoría en lo referido a la sostenibilidad del sistema.

Cabe destacar también, en materia de venta de derechos televisivos por LaLiga para la retransmisión de competiciones europeas, que según el diario El País (2017), Mediapro ha adquirido los derechos de la Champions League y Europa League, por una cantidad que ronda los 1.100 millones de euros para las temporadas 2017-18, 2018-19 y 2019-20, cantidad que supera las expectativas de LaLiga, por lo que asciende la previsión sobre el montante de ingresos previstos para los próximos años.

Para finalizar este apartado, adjuntamos el gráfico en el que se observa la clasificación de los 20 clubes que mayor cantidad de ingresos han percibido en concepto de ingresos por retransmisiones según el estudio *The Money League* elaborado por Deloitte correspondientes a la temporada 2015-2016.

Figura 26.- Clubes con mayores ingresos por derechos audiovisuales en la temporada 2015-2016 (en millones de euros).



Fuente.: Tejón (2017).

2.6. La Imagen y la Marca de los Clubes

En el mundo del deporte, y más concretamente en el fútbol, en el cual los intereses económicos actualmente tienen mucha más importancia que hace años cuando tan solo importaban aquellos factores carácter deportivo y emocional, parece ineludible afrontar el estudio de la gestión del valor de las marcas de las entidades deportivas (Villarejo-Ramos y Martín-Velicia, 2007). Estas organizaciones se enfrentan en un mercado cada vez más lucrativo y competitivo, por lo que deben tratar de gestionar y administrar sus recursos de la forma más eficiente posible. Uno de estos recursos lo constituye la marca, el nombre o enseña de la entidad deportiva (Villarejo-Ramos y Martín-Velicia, 2007).

La Asociación Americana de Marketing (AMA, 2007) señala que el marketing es la acción, conjunto de instituciones y procesos para crear, comunicar, entregar e intercambiar las ofertas que tienen valor para consumidores, clientes, socios y la sociedad

en general.

Otra definición para este mismo término, es la propuesta por Rojas (2013) que señala que el marketing es una actividad que busca mediante procesos de comunicación, satisfacer necesidades y deseos de un público objetivo mediante procesos de intercambio, brindando un beneficio adicional tangible o intangible en el consumidor, pues este deberá sentir que al adquirir el producto o servicio recibirá una retribución adicional a la compra.

Kotler y Levi (1969), propusieron una ampliación del concepto de marketing a diferentes sectores y actividades.

El año 1978 la revista norteamericana “Advertising Age” empleó esta terminología para describir; las actividades del consumidor, del producto, de la industria y de los responsables del marketing que comenzaban a ver el deporte como un medio para la promoción (Mullin, Hardy, Sutton 1995).

Con respecto al marketing deportivo, según Molina (2009), este es un medio para establecer el propósito de las instituciones en términos de sus objetivos y planificación de largo plazo, planes de marca y prioridades en materia de asignación estratégica de recursos.

Según Campos (1997), el marketing deportivo se puede entender en cuatro categorías:

1. Marketing para promover la participación en programas de actividad físico-deportiva.
2. Marketing para promover la venta de otros productos a través del deporte (patrocinios y promociones).
3. Marketing para promover la asistencia y atención prestada a espectáculos y eventos deportivos.
4. Marketing para promover la venta de productos asociados (todo tipo de material deportivo) a los fans y practicantes.

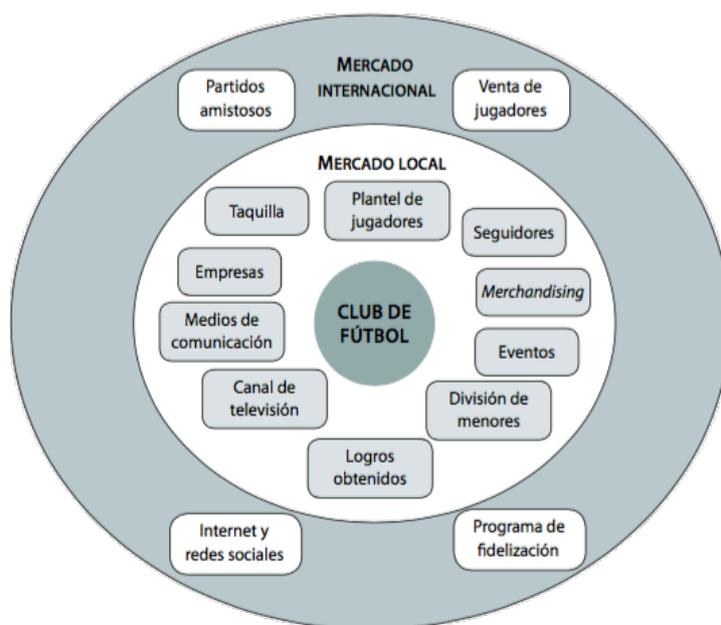
A partir de estas definiciones y categorías se entiende que el marketing deportivo son todas aquellas actividades que se realizan a nivel deportivo con el fin de obtener beneficios, ya sea a través de la comercialización de productos o servicios deportivos con los consumidores del deporte o utilizando el deporte como vehículo promocional para los

productos de consumo o servicios de la organización.

Según Rojas (2013), con respecto al fútbol, debido a la gran cantidad de expectación que genera, múltiples marcas han centrado su atención en este mercado. Estas marcas ven la oportunidad de posicionarse, asociándose al éxito de un club, alcanzando numerosos beneficios debido a dicha vinculación adquirida con clubes que generan pasión en los seguidores de este deporte. Estas marcas buscan que los aficionados al fútbol adopten nuevos hábitos de consumo utilizando a sus estrellas favoritas o clubes de renombre y éxito participantes en las principales ligas mundiales. Las tecnologías de la información y la comunicación han favorecido a que el marketing deportivo sea más masivo, a través de canales como internet, redes sociales o televisión, entre otros.

El marketing en los equipos de fútbol engloba múltiples factores y suele ser enfocado a la captación de consumidores para la práctica de su deporte y a la atracción de espectadores para la visualización de los eventos deportivos disputados por el club (Blanco, Forcadell, 2006). Este enfoque tiene como fin que estos usuarios sean receptores de las marcas publicitadas durante el espectáculo y, de este modo, ofrecer una serie de productos complementarios que refuercen el vínculo del aficionado con el club, pudiendo así generar beneficios económicos.

Figura 27.- Modelo teórico del Marketing Deportivo.



Fuente.: Zapater, Cuervo, Meza, Vargas, Velásquez y Zúñiga (2011).

El marketing deportivo en el ámbito del fútbol se ha identificado como útil:

- En el caso de los jugadores, además de buscar rendimiento deportivo, exploran la posibilidad de explotar su imagen y toman al club como un vehículo que les permitirá mostrarse y aumentar su popularidad mediática (Molina, 2015).
- En el caso de los aficionados, buscan integrarse directa o indirectamente con el equipo, no solo asistiendo a partidos o siendo televidentes de sus encuentros, sino adquiriendo elementos alusivos al club, y participando activamente en los compromisos en que participe el equipo (Agudo y Toyos, 2003).
- Al generar las denominadas alianzas marca-club se producen beneficios para ambas partes, el club consigue más beneficios económicos, ayudado de una buena estrategia de marketing con la cual potenciar sus figuras, y la marca futbolística se posiciona en el mercado; las marcas por su parte generan valor y atractivo no solo en el consumidor sino también en los socios estratégicos actuales y potenciales (Bojalil, 2002).
- En el caso de las entidades deportivas, las asociaciones se sustentan en atributos simbólicos (colores) y en experiencias vividas a la hora de acudir al espectáculo deportivo (antecedentes), lo cual debe servir a los gestores para conocer y comprender cuales son los atributos que definen y diferencian su marca. Estas asociaciones constituyen la imagen del club (Villarejo-Ramos y Martín-Velicia, 2007).

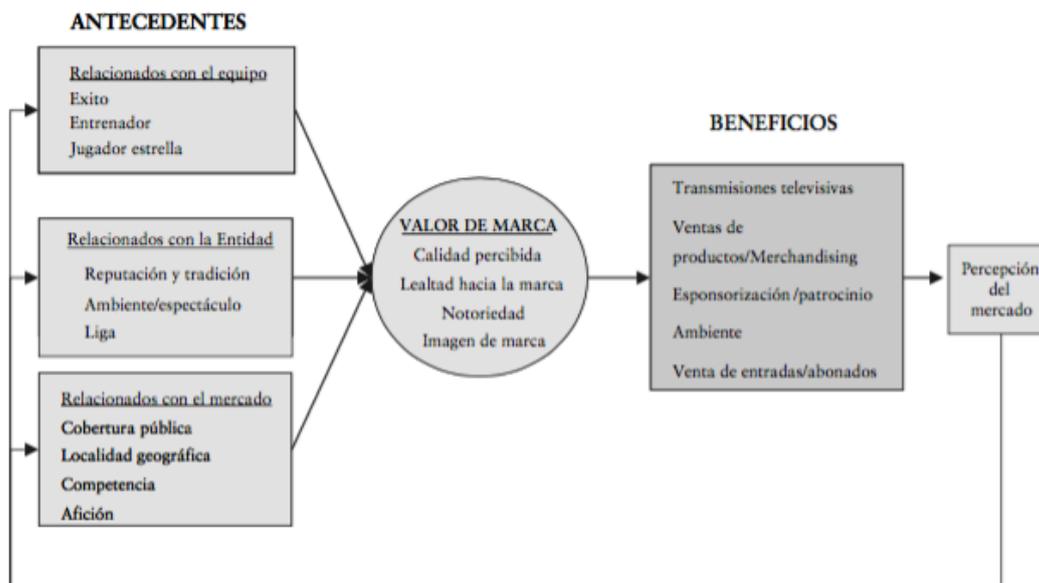
Con la finalidad de profundizar en el marketing deportivo, en este epígrafe se concretan algunos conceptos pertenecientes al mismo, como son la marca y el patrocinio deportivo (*sponsoring*) o la comercialización de reclamos publicitarios (*merchandising*).

En primer lugar, el valor de marca en una entidad deportiva tiene en los éxitos y triunfos de su equipo a su mayor potenciador de marca, pero la gestión administrativa y las estrategias que desarrolle la institución alrededor de su marca, influirán para que estos triunfos lleguen al subconsciente del consumidor y generen un vínculo con el club, fidelizándolo como aficionado. Los éxitos deportivos no presentan una tendencia lineal y constante, por lo que las acciones de marketing pueden ayudar a mantener o incrementar el número de aficionados o simpatizantes en momentos, tanto negativos, como positivos en el club, consiguiendo de esta manera una demanda casi constante de espectáculo futbolístico, lo que genera valor de marca (Zapater *et al.* 2011).

El modelo de Aaker (1991) afirma que el valor de la marca está formado por 5 categorías de activos y pasivos vinculados a una marca, que aumentan o disminuyen el

valor que ofrece un producto o un servicio a una empresa o sus clientes. Las categorías son: lealtad de marca, conciencia de marca, calidad percibida, asociaciones de marca y otros activos de marca (Kotler & Lane, 2006: 279).

Figura 28.- Modelo del Valor de Marca en Entidades Deportivas.



Fuente.: Villarejo-Ramos y Martín-Velicia, adaptado de Gladden, Milne y Sutton (1998).

Según Agudo y Toyos (2003), cada persona escoge la marca con la que más se identifica a la hora de comprar productos y, en el caso del fútbol, el poder de identificación de sus aficionados con la marca del club es tan grande que supone una “relación soñada” para marcas de cualquier otro sector. Esta afirmación permite comprender la capacidad de identificación emocional del consumidor de fútbol con su club, lo que puede ser tomado como una fortaleza si la gestión del club sabe cómo transformarla en estrategias eficaces para conseguir beneficios económicos (Zapater *et al.* 2011).

Según Jean-Noel Kapferer (citado en Jiménez y Calderón, 2004), el posicionamiento de una marca supone enfatizar las características distintivas que la hacen parecer diferente de sus competidoras y la convierten en atractiva para el público. De este modo, posicionar consiste en relacionar una marca con un conjunto de expectativas, necesidades y deseos del consumidor.

Carlos Campos (1997) menciona que el fútbol hace referencia a una cultura popular, lo que proporciona al empresario una alternativa multicultural para poder acceder a diversos target que puedan visualizar y recordar su marca. Estas alianzas entre marcas y clubes deportivos se llevan a cabo mediante diferentes estrategias, una de ellas es el

patrocinio que es usada por las empresas como parte de la promoción, con el fin de utilizar las emociones que existen entre los consumidores y un equipo de fútbol o un jugador determinado para obtener una forma de publicidad diferente a las tradicionales, de esta manera se puede aprovechar el alcance masivo del fútbol a cambio de una suma que beneficie a la institución deportiva por parte de la empresa que hará presencia en el club con su marca.

En segundo lugar, el patrocinio publicitario, regulado en España mediante la Ley 34/1998, General de Publicidad, ha sido definido por Ferrand *et al.* (2007) como una estrategia de comunicación integrada en el marketing que persigue objetivos comerciales y/o institucionales mediante la explotación de la asociación directa entre la organización, una marca o un producto con otra organización, evento o persona e implica una transacción comercial entre los diferentes sujetos participantes. Estas actividades de patrocinio se articulan mediante un contrato publicitario, definido en el artículo 22 de la Ley General de Publicidad (1988) como *“aquél por el que el patrocinado, a cambio de una ayuda económica para la realización de su actividad deportiva, benéfica, cultural, científica o de otra índole, se compromete a colaborar en la publicidad del patrocinador. El contrato de patrocinio publicitario se regirá por las normas del contrato de difusión publicitaria en cuanto le sean aplicables”*.

Según Laura Puertas (2016), algunas de las razones que han propiciado el auge del patrocinio deportivo son las siguientes:

- Las nuevas tecnologías han posibilitado seguir en directo cualquier programa deportivo a través de *smartphones* o *tablets*, esto ha supuesto para los patrocinadores nuevas vías de comunicación.
- Las personas cada vez se involucran más en el deporte como una forma de vida saludable. Es por ello por lo que los patrocinadores ganan más credibilidad de cara al público a la hora de transmitir sus mensajes.
- Los medios de comunicación están más interesados en emitir programas deportivos debido al interés que despiertan en gran parte de la población.
- La globalización de acontecimientos deportivos como el mundial de fútbol, de baloncesto, formula 1 etc., ha permitido a las empresas romper con las barreras culturales, sociales e idiomáticas para asociar sus marcas con dichos eventos.

El patrocinio en el marketing deportivo se ha convertido en algo más que una

estrategia de promoción en la cual una marca se impulsa brindando beneficios a un club. En muchos casos, esta modalidad de marketing que involucra a dos marcas que buscan darse beneficio entre sí, potencializando los beneficios de cada una.

Cabe destacar también el *merchandising*, que según la definición de Amado (1983), está formado por todas las acciones de marketing realizadas en el punto de venta.

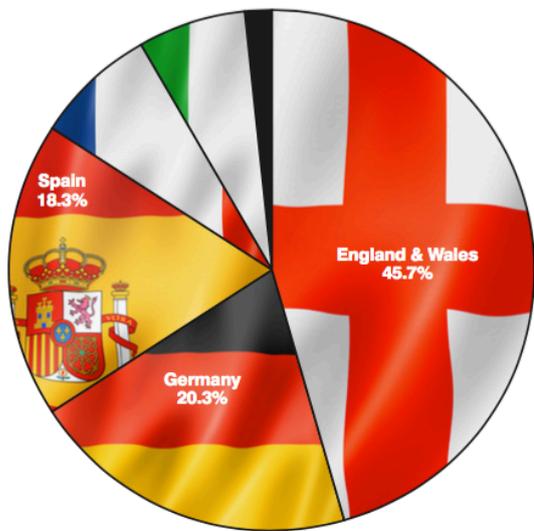
La venta de mercancía oficial constituye sólo una porción del verdadero valor de la marca y en ningún caso refleja el valor de los componentes puramente intangibles y deportivos que conforman una buena parte del valor de marca de la entidad deportiva.

Según Guijarro *et al.* (2000), desde el momento en que los clubes de fútbol empiezan a generar ingresos por conceptos no ligados directamente con el juego, comienza a tener sentido la valoración de las marcas de los equipos.

Pese a que las marcas de los clubes son susceptibles de ser valoradas, Francisco Guijarro (2000) recalca la no idoneidad de los métodos clásicos de valoración de marcas, debido a que los clubes o empresas no buscan una rentabilidad económica, sino que parten de la premisa de que los ingresos y costes presupuestados se igualarán al finalizar la temporada, esto se debe a la hipótesis del beneficio nulo, que será desarrollada más adelante.

Diversos organismos tienen en cuenta el valor de marca de los clubes de cara a su valoración, como es el caso de KPMG, que considera entre otros factores, la popularidad a través del número de seguidores que albergan en sus redes sociales los clubes que valoran anualmente en sus informes *Football Clubs' Valuation: the European Elite*, o *Brand Finance* que valora en su informe anual los 50 clubes con mayor valor de marca del panorama internacional.

Figura 29.- Valor de Marca de los equipos de fútbol por países (año 2017, billones de dólares).



KEY

League	Country	Brand Value (USD billion)	Proportion
 Premier League	England & Wales	9.3	45.7%
 Bundesliga	Germany	4.1	20.3%
 LaLiga	Spain	3.8	18.3%
 Ligue 1	France	1.6	7.6%
 Serie A	Italy	1.4	6.6%
	Others	0.3	1.5%
	Total	20.4	100%

Fuente.: Brand Finance (2017).

Figura 30.- Valor de Marca de los 50 clubes con marcas más valiosas (año 2017, millones de euros).

Rank 2017	Rank 2016	Brand name	Country	Brand Value (EURm) 2017	% change	Brand Value (EURm) 2016	Brand rating 2017	Brand rating 2016
1	1	Manchester United FC	United Kingdom	1551	44%	1077	AAA+	AAA+
2	2	Real Madrid CF	Spain	1271	20%	1056	AAA+	AAA+
3	3	FC Barcelona	Spain	1269	39%	914	AAA+	AAA+
4	8	Chelsea FC	United Kingdom	1117	56%	714	AAA	AAA-
5	5	FC Bayern Munich	Germany	1094	37%	798	AAA+	AAA+
6	4	Manchester City FC	United Kingdom	914	10%	833	AAA	AAA-
7	7	Paris Saint-Germain	France	905	24%	729	AAA-	AAA-
8	6	Arsenal FC	United Kingdom	843	7%	790	AAA	AAA
9	9	Liverpool FC	United Kingdom	813	18%	688	AAA	AAA
10	10	Tottenham Hotspur FC	United Kingdom	623	53%	406	AA+	AA+
11	11	Borussia Dortmund	Germany	465	36%	341	AAA-	AAA-
12	13	Juventus FC	Italy	440	67%	264	AAA+	AAA
13	16	Everton FC	United Kingdom	308	20%	256	AA	AA+
14	14	FC Schalke 04	Germany	303	17%	259	AA+	AA+
15	12	Bayer 04 Leverkusen	Germany	297	11%	267	AA	AA
16	18	Club Atlético de Madrid	Spain	291	19%	245	AAA-	AA+
17	17	West Ham United FC	United Kingdom	271	8%	252	AA	AA
18	22	AC Milan	Italy	256	35%	190	AAA-	AAA-
19	20	Southampton FC	United Kingdom	251	22%	206	AA	AA-
20	19	Leicester City	United Kingdom	230	5%	218	AA-	AA
21	15	VfL Wolfsburg	Germany	229	-11%	258	AA	AA
22	33	Newcastle United FC	United Kingdom	221	87%	119	AA	AA
23	21	Stoke City FC	United Kingdom	203	4%	195	AA-	AA-
24	26	Swansea City	United Kingdom	202	25%	161	AA-	A+
25	23	West Bromwich Albion	United Kingdom	199	17%	170	AA-	AA-
26	New	Bournemouth FC	United Kingdom	197			A+	
27	30	Olympique Lyonnais	France	196	54%	127	AA	AA
28	29	FC Internazionale Milano	Italy	195	40%	139	AAA-	AA+
29	27	Borussia Mönchengladbach	Germany	186	17%	159	AA-	AA-
30	New	1899 Hoffenheim	Germany	174			AA-	
31	31	AS Roma	Italy	161	34%	121	AA+	AA+
32	37	SSC Napoli	Italy	158	46%	108	AA+	AA+
33	25	Crystal Palace	United Kingdom	156	-3%	162	AA-	A+
34	46	VfB Stuttgart	Germany	152	75%	87	AA	AA-
35	34	AS Monaco	France	152	33%	115	AA	AA-
36	32	Olympique De Marseille	France	147	24%	119	AA	AA
37	28	Hamburger SV	Germany	146	4%	140	AA	AA
38	New	1.FC Köln	Germany	145			AA-	
39	35	Hertha BSC Berlin	Germany	142	25%	113	AA-	AA-
40	42	SV Werder Bremen	Germany	138	37%	101	AA	AA-
41	New	FC Zenit St Petersburg	Russia	138			AA-	
42	36	Athletic de Bilbao	Spain	138	22%	113	AA-	AA-
43	43	Villarreal CF	Spain	136	34%	101	AA-	AA-
44	New	Burnley	United Kingdom	132			AA-	
45	New	RasenBallSport Leipzig	Germany	129			AA-	
46	50	Watford	United Kingdom	129	55%	83	A+	A+
47	38	AFC Ajax	Holland	129	21%	107	AA+	AA+
48	48	Valencia CF	Spain	129	50%	86	AA-	AA
49	New	Eintracht Frankfurt	Germany	126			AA-	
50	40	Sevilla FC	Spain	125	18%	106	AA	AA

Fuente.: Brand Finance (2017).

2.7. Las Formas Jurídicas de los Clubes en España

Antes de la Ley del Deporte de 15 de octubre de 1990 (LD), todos los clubes deportivos en España poseían la estructura jurídica de asociación, sin distinción legal entre deporte profesional y resto de práctica deportiva. Estas entidades se encontraban sometidas al régimen general de asociaciones, sin que la legislación especial contuviera previsión alguna en materia de responsabilidad (Varea, 1999). En este contexto la

situación era confusa desde el punto de vista legal y además insostenible desde el punto de vista del endeudamiento de los clubes. De este modo, se concibió a través de la citada Ley del Deporte, la figura de la sociedad anónima deportiva (SAD) en el Derecho español, como un sub-tipo de la sociedad anónima (SA), respondiendo a la pretensión del legislador de establecer un modelo de responsabilidad jurídica y económica (Cazorla, 1990). Más concretamente, la intención de la ley era establecer un sistema de control administrativo sobre el accionariado y la contabilidad de estas sociedades y, subsidiariamente, favorecer su apertura al mercado bursátil (García, 1996).

Como consecuencia de la LD, los clubes que participasen en competiciones deportivas oficiales de carácter profesional y ámbito estatal, tales como Primera y Segunda División del fútbol español, que hasta ese momento eran asociaciones deportivas de primer grado declaradas sin ánimo de lucro, debían reconvertir su forma jurídica a SAD, una figura societaria del Derecho Mercantil, estableciéndose pequeñas singularidades con relación al régimen general de las SA.

A partir de ese momento, las sociedades convertidas tenían la obligación de facilitar información periódica de carácter contable y accionarial, tanto al Consejo Superior de Deportes (CSD) como a las Ligas Profesionales (Ministerio de Educación, Cultura y Deporte, 2013).

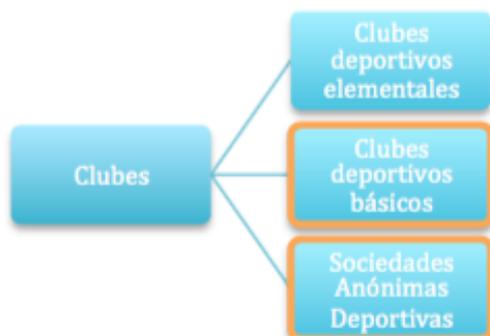
Pese a que la propuesta de la LD incluía la transformación de todos los clubes en SAD, una enmienda a la Ley permitió eximir de esta obligación a aquellas entidades que presentasen un balance patrimonial neto positivo en los años previos a promulgarse la ley. De esta forma 4 clubes de fútbol (Real Madrid Club de Fútbol, Fútbol Club Barcelona, Athletic Club de Bilbao y Club Atlético Osasuna) quedaron exentos de dicha transformación, eso sí, con la misma obligación que el resto de rendir cuentas ante el CSD y de asumir las normas del Plan General de Contabilidad adaptado a las SAD (Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 23 de junio de 1995 y sucesivas; RD 1251/1999 y Orden de 27 de junio de 2000, citado por Martínez-Lemos, 2015).

Según la LD los clubes deportivos son asociaciones privadas integradas por personas físicas o jurídicas que tienen por objeto la promoción de una o varias modalidades deportivas, la práctica de las mismas por sus asociados y la participación en actividades y competiciones deportivas. Estos clubes se clasifican en:

- Clubes deportivos elementales.
- Clubes deportivos básicos.

- Sociedades Anónimas Deportivas.

Figura 31.- Clasificación de los clubes de fútbol profesionales.



Fuente: Oliver (2014: 13).

Por tanto, los clubes deportivos participantes en las competiciones de LaLiga pueden ser sociedades anónimas deportivas, siendo el caso de la mayoría, o clubes deportivos básicos, como es el caso de los cuatro clubes de fútbol citados anteriormente que quedaron exentos. Estos clubes deportivos básicos se consideran asociaciones deportivas privadas sin ánimo de lucro y según Oliver (2014), en estos momentos no tienen previsto su conversión a sociedades anónimas deportivas (Real Madrid C.F., F.C. Barcelona, Athletic C. de Bilbao y C. A. Osasuna).

A continuación, y basándonos en el estudio realizado por Oliver (2014), se realizará una breve explicación sobre las Sociedades Anónimas Deportivas, y posteriormente, se hará lo mismo con los clubes deportivos básicos anteriormente mencionados.

Las Sociedades Anónimas Deportivas son, según la LD, aquellos clubes y sus equipos profesionales que participen en competiciones deportivas oficiales de carácter profesional y ámbito estatal y cuyo objeto social es la participación en competiciones deportivas de carácter profesional y en su caso la promoción y el desarrollo de actividades deportivas, así como otras actividades relacionadas o derivadas de dicha práctica.

Si se analiza el Real Decreto 1251/1999, de 16 de julio, sobre sociedades anónimas deportivas cabe destacar que:

- El capital social de estas sociedades está representado por acciones nominativas, pudiendo estar representadas por títulos o anotaciones en cuenta.
- Cuando una persona física o jurídica desee adquirir o enajenar una participación significativa (igual o superior al 5% del capital social) deberá comunicar al CSD el número y valor nominal de las acciones, plazo y condiciones de la adquisición o

enajenación que estén previstos por ley.

- En cuanto a los términos contables, si la sociedad cuenta con varias secciones deportivas, tiene que llevar a cabo una contabilidad diferenciada e independiente. La normativa contable que se les aplicará será la de la Ley de Sociedades de Capital y el Código de comercio, conjuntamente con la adaptación del Plan General Contable para las Sociedades Anónimas Deportivas dictada por el ICAC. Además, están obligadas a remitir información periódica semestral y anual al CSD. En cuanto a la información anual debe remitirse al Consejo antes de su depósito en el Registro Mercantil.

Aquellas sociedades cuyas acciones coticen en la Bolsa de Valores deberán remitir información periódica de acuerdo a las normas que establezca el Mercados de Valores. Aparte de todo lo mencionado anteriormente el CSD, de oficio o a petición de la liga profesional correspondiente, podrá exigir el sometimiento de una sociedad anónima deportiva a una auditoría complementaria realizada por auditores por él designados con el alcance y el contenido que se determine en el correspondiente acuerdo.

A continuación, se expondrán brevemente algunas de las características comunes de los cuatro equipos de fútbol españoles que no son sociedades anónimas deportivas (Real Madrid, Athletic de Bilbao, Osasuna y Barcelona) (Oliver, 2014):

- Son asociaciones privadas con personalidad jurídica y capacidad de obrar.
- Sin ánimo de lucro.
- Su objetivo es el fomento y la práctica de la actividad física.
- Su propiedad es de los socios.
- Al participar en una competición profesional tendrán que aplicar la adaptación del Plan General de Contabilidad para Sociedades Anónimas Deportivas en vez de la adaptación del Plan General de Contabilidad para entidades sin fines lucrativos.

Marco Contable SAD

Por último, se va a explicar el marco contable de las Sociedades Anónimas Deportivas. Tal y como se ha comentado anteriormente, estas sociedades elaboran sus cuentas anuales de acuerdo a la adaptación sectorial del Plan General de Contabilidad

para Sociedades Anónimas Deportivas. Se va proceder a analizar cada una de las partes del PGC y sus modificaciones especiales para este tipo de entidades (Oliver, 1990).

En primer lugar, el único cambio significativo que se puede destacar en la primera parte del PGC es uno referente a la terminología, y es que cuando se hace referencia a la palabra “empresa” ahora se debe de poner “entidad”. Esta corrección es debida a que esta adaptación del PGC no va exclusivamente dirigida a Sociedades Anónimas Deportivas sino también a otras entidades no mercantiles que participan en competiciones de carácter profesional.

En la segunda parte del PGC, el cuadro de cuentas, se han añadido cuentas específicas pertenecientes a este tipo de entidades y se han eliminado algunas otras. Algunos ejemplos son los referentes a la creación de cuentas especiales para las entidades no mercantiles en relación a los fondos propios como “Fondo social” o “Socios de Clubes, parte no desembolsada”. Por lo tanto, el cuadro de cuentas va a ser diferente tanto en numeración, como en denominación de las cuentas.

En la tercera parte del PGC, definiciones y relaciones contables, se han añadido definiciones específicas de la actividades deportivas realizadas por estas entidades. A continuación se detallan:

- En el grupo 1 se ha introducido la cuenta 133 “Ingresos diferidos por cesión de derechos” utilizada por las entidades para reflejar los ingresos derivados de ciertos contratos en exclusiva que contemplan la cesión de determinados derechos sobre jugadores. En el subgrupo 14 se han añadido cuentas que cubran los riesgos económicos que surjan por circunstancias excepcionales, tanto en lo referente a los estadios u otras instalaciones deportivas, como a la vida deportiva de los jugadores.
- Respecto al grupo 2, cuando se contrate a un jugador, los derechos por adquisición del jugador se van a incluir en una cuenta de inmovilizado material que se va a llamar “Derechos de adquisición de jugadores”. El importe que se paga por ese jugador se llama “*transfer*” y esa cuenta se va a amortizar en función del tiempo de duración del contrato. Cuando las entidades adquieran derechos para participar en diferentes competiciones deportivas, esos derechos se contabilizarán como inmovilizado material, así como los gastos en los que puedan incurrir las entidades para la obtención del derecho a organizar determinados acontecimientos deportivos. Se recomienda que estos gastos sean amortizados en el tiempo más brevemente posible. En cuanto al inmovilizado material, destacar que se ha creado

una cuenta, “Estadios y pabellones deportivos”, en la que se añade el valor de los terrenos a estas construcciones.

- En el grupo 3, existencias, se incluyen bienes adquiridos por estas entidades, destinados tanto para su uso y consumo propio, como para su venta. En este tipo de entidades esos bienes son el material deportivo, los medicamentos, el material de propaganda y comercialización y otros aprovisionamientos. Cabe destacar que como material de propaganda y comercialización, se considera a los objetos adquiridos y destinados a la venta o regalo a socios, peñas deportivas, visitantes, simpatizantes, etc. Algunos ejemplos de estos objetos son banderines, insignias, escudos, fotografías, postales, folletos, etc.
- El grupo 4 va a tener una denominación distinta, pasando a llamarse “Acreedores y deudores de la actividad”. Los cambios más destacables del subgrupo 41 y 44 son relativos a la creación de cuentas específicas que recogen deudas y créditos comerciales con determinadas entidades deportivas como Federaciones, Ligas Profesionales etc., por prestación de servicios propios de la actividad deportiva. El subgrupo 43 se ha reservado para deudas con socios abonados, en el caso de que la entidad sea no mercantil, ya que son considerados los verdaderos clientes de estas entidades.
- En el grupo 5 no ha habido cambios significativos. Las modificaciones realizadas han sido referentes a la creación de cuentas específicas para recoger las relaciones con las Entidades Deportivas.
- En el grupo 6 de los gastos, se tendrán que crear los dígitos necesarios para separar los correspondientes a las distintas actividades deportivas de la entidad. En el subgrupo 64 la modificación más importante realizada ha sido la relativa a la separación de las remuneraciones de la plantilla y el personal deportivo de las remuneraciones del personal no deportivo. En este subgrupo también se van añadir los gastos relativos a remuneraciones fijas, derechos de imagen, primas por partido y primas anuales, dietas, incentivos, etc., de los jugadores y técnicos que componen los equipos de la entidad. También se incluirán en esta cuenta las retribuciones en especie (viajes, viviendas, etc.). En el subgrupo 65 es donde se producen las modificaciones más significativas ya que este subgrupo se utiliza, normalmente, para otros gastos, pero en este tipo de entidades va a ser el que represente los gastos habituales de la entidad. En este subgrupo se van a incluir los gastos correspondientes a los derechos de arbitraje, los gastos por adquisición de jugadores cuando sea por un período inferior al año, los desplazamientos, las

subvenciones a otras Entidades Deportivas y las sanciones deportivas que no se consideren extraordinarias.

- El último grupo, es el grupo 7 ya que estas entidades no tienen grupo 8 ni grupo 9, ha sufrido importantes modificaciones. Lo primero que cabe destacar es que los subgrupos 70 y 71 son los que van a contener los ingresos considerados como su cifra de negocios. En el subgrupo 70 se van a incluir los ingresos obtenidos por la entidad como consecuencia de su actividad principal, que es la participación en competiciones deportivas, entre otros. Se incluirán los ingresos de Liga, de Copa, los ingresos por derechos de retransmisión, los ingresos por publicidad y comercialización (*merchandising*), etc. El subgrupo 71 se ha reservado para los ingresos que tenga la entidad en concepto de cuotas sociales, por carnet de socios en el caso de entidades que no sean sociedades anónimas, por los abonos que no respondan al concepto de entrada o similar, para acceder a los acontecimientos deportivos. Por último, cabe destacar que los resultados procedentes de los traspasos de jugadores serán considerados como resultados extraordinarios ya que proceden de la venta de inmovilizado (los derechos de los jugadores se consideran inmovilizado inmaterial), los cuales tienen carácter permanente en la entidad.

En la cuarta parte del PGC, cuentas anuales, se ha incluido una norma que especifica que si las entidades desarrollan diferentes actividades deportivas, la contabilidad de las mismas tendrá que elaborarse de forma separada. También se ha ampliado el contenido de la memoria para incluir información en apartados específicos sobre participaciones significativas, ingresos diferidos por cesión de derechos y de ingresos futuros, indemnizaciones recibidas de entidades de seguros e información relativa al medio ambiente. Además se exigirá más información sobre la distribución del importe neto de la cifra de negocios de cada sección deportiva, de los derechos de adquisición de jugadores, de las inversiones realizadas en instalaciones deportivas y de los derechos de imagen de jugadores.

En cuanto a la estructura de las cuentas anuales, decir que existe la elaboración normal y abreviada de los estados contables. En el caso de los clubes de fútbol, al ser Sociedades Anónimas Deportivas o equipos participantes en competiciones deportivas de carácter profesional, deberán formular las cuentas anuales con el modelo normal.

La quinta y última parte, normas de valoración, es la que ha sufrido las modificaciones más importantes según Oliver (1990), debido a que incorpora los criterios obligatorios de valoración y contabilización de las operaciones y hechos económicos

realizados por estas entidades.

Una de las modificaciones más importantes, comentada anteriormente, es la relativa a la cuenta "Estadios y pabellones deportivos", en la cual se debe incluir el valor del terreno sobre los que están construidos en su valoración. Respecto a la valoración de los trofeos, para ser contabilizados se exige como condiciones, que el valor venal sea significativo y que además sea el resultado de una tasación pericial. Los derechos de adquisición de los jugadores se registrarán como inmovilizados inmateriales por el importe a pagar a otra entidad por el concepto de "*transfer*", así como por todos aquellos gastos que racionalmente sean necesarios para la adquisición del jugador, con el límite de las condiciones normales de mercado para operaciones de traspaso de jugadores. También se han incluido nuevas normas de valoración relativas a los ingresos diferidos por cesión de derechos y de ingresos futuros.

Además, en todo lo que no se haya modificado expresamente en esta adaptación se aplicará el Plan General de Contabilidad así como las Resoluciones dictadas por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

Lo último que queda por mencionar sobre las Sociedades Anónimas Deportivas es su fiscalidad. Estas entidades tributan en el régimen general del Impuesto de Sociedades, es decir, que sus resultados tributan al 30%.

2.8. Las Competiciones Deportivas

La Ley del Deporte (LD) prevé, además de la existencia de los clubes, la de otras figuras intermedias, creadas para el desarrollo de las actividades deportivas. En este segundo ámbito, cabe destacar las Federaciones, más concretamente, en el caso del fútbol español, la Real Federación Española de Fútbol (RFEF), como figura señera cuyo objetivo es la gestión de los intereses futbolísticos. Pero también se establece en la LD, la obligación de crear las llamadas Ligas Profesionales, como asociaciones de segundo grado dispuestas para controlar, tutelar y velar por la disciplina de sus afiliados, siempre dentro del entorno federativo.

Según Barajas (2004) resulta evidente que la unidad básica de negocio en la industria del fútbol son los clubes. Pero las Ligas son algo más que una simple asociación de clubes, ya que el producto ofrecido (la competición deportiva) no se puede conseguir, sin la necesaria cooperación de los participantes, ni, tampoco, sin la imprescindible coordinación de la liga (Szymanski, Kuypers, 1999: 127).

LaLiga tiene por objeto la organización y promoción de las competiciones oficiales

de carácter profesional en el ámbito estatal, al igual que su explotación comercial. Y, en sus estatutos, se especifica cuáles son los productos y derechos objeto de la referida comercialización (tales como distintivos corporativos de marca, los logotipos, los anagramas y la mascota oficial), los cuales han de estar debidamente protegidos por la correspondiente inscripción en el Registro de la Propiedad Industrial. LaLiga también tiene derecho a la explotación de la utilización conjunta de los nombres, escudos, logotipos y colores oficiales de sus clubes afiliados, y en sus estatutos refleja también, la capacidad otorgada a la propia Liga Nacional de Fútbol Profesional (LaLiga) para gestionar autónomamente sus recursos económicos.

LaLiga tiene potestad para aprobar normas o exigir requisitos de cara a integrarse en sus competiciones. Los clubes españoles para participar en el campeonato nacional de liga, además de poseer el derecho deportivo reconocido por la RFEF, es necesario que reúnan los siguientes requerimientos económicos:

- Abonar la cuota de inscripción exigida por la Liga;
- justificar, mediante la oportuna certificación, que está al corriente del pago de sus obligaciones fiscales y compromisos adquiridos con la Seguridad Social;
- no tener deudas pendientes con sus jugadores y técnicos, la RFEF, la LNFP y las SAD o los clubes afiliados a la LNFP;
- presentar una memoria explicativa de los recursos económicos de la SAD o club y la relación de su Junta Directiva o Consejo de Administración;
- adjuntar una copia de los contratos laborales o de prestación de servicios del equipo deportivo a inscribir en la competición;
- remitir el listado actualizado de accionistas de las SAD; y, por último,
- presentar los avales o fianzas previstos por la LD, junto con (si corresponde) el aval por el déficit de la temporada anterior y, si se dieran, los avales o fianzas que eventualmente fije la Asamblea General.

Las sanciones contempladas pueden llegar a ser tan graves como la pérdida de categoría o la expulsión temporal o definitiva.

Por otro lado, por el simple hecho de estar afiliado a LaLiga, un club, obviamente, además de asumir unas obligaciones, posee unos derechos. En concreto, percibirá los derechos y resultados económicos, mencionados en el apartado anterior, derivados de su participación en la LaLiga.

Respecto a las competiciones europeas, anteriormente, en el apartado Fair Play

Financiero, se han mencionado las directrices y disposiciones económicas establecidas por la UEFA para permitir tomar parte en los torneos que organiza, así como su misión y los objetivos que persigue.

Pero existen otros requisitos básicos de carácter más general, para poder participar en las competiciones UEFA, y debido a la creciente importancia que cobran las competiciones internacionales para los clubes europeos de fútbol profesional en la actualidad, conviene describirlos brevemente.

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

Cabe destacar que quienes pueden tomar parte en las competiciones organizadas por la UEFA, son únicamente aquellos equipos que, o bien constituyan selecciones nacionales, resultando la formación representativa a la federación correspondiente, componiéndose de los jugadores seleccionados para el caso entre los que cumplan los requisitos oportunos, o bien clubes, que competirán previamente en los campeonatos organizados por sus respectivas federaciones.

En el caso de los clubes, estos no son miembros de la UEFA, sin embargo, podrán intervenir en las competiciones internacionales de clubes organizadas por esta asociación obteniendo la oportuna licencia. Dada la dificultad, para la UEFA, de analizar si todos los clubes reúnen los requisitos necesarios para su obtención, se sirve, de las mismas asociaciones nacionales que la integran, delegando en ellas para emitir las licencias UEFA para sus respectivos clubes, en base a las condiciones requeridas por la organización europea anteriormente comentadas.

Según Barajas (2004), la UEFA procura velar por la solidez financiera de los clubes, porque no cabe duda de que el equilibrio económico entre los clubes garantiza, también, la continuidad de la competición. Por otra parte, una competición eficiente (reñida e igualada) supone un aliciente imprescindible para que todos los clubes puedan obtener ingresos suficientes, con los cuales les sea posible mantener una estructura deportiva competitiva.

Un aspecto determinante del sistema europeo es que, debido a su propia estructura piramidal, la organización se articula a distintos niveles, de forma que un club participante en competiciones locales o regionales puede clasificarse para campeonatos de carácter nacional e, incluso, internacional. Pero también se produce el efecto contrario,

los equipos peor clasificados pueden perder la categoría.

A continuación, enunciaremos las diferentes competiciones deportivas en las que pueden participar los equipos de fútbol profesional españoles. Pese a que solo mencionemos ciertos torneos, hay que tener en cuenta que existen múltiples competiciones deportivas profesionales que varían según el país en el cual se disputen, como las ligas y copas promovidas por cada federación nacional, o los torneos internacionales de selecciones nacionales organizados por la UEFA o la FIFA, entre otros.

Dado que todas las competiciones de fútbol oficiales de ámbito estatal dependen de la RFEF, su Reglamento de Competiciones Nacionales especifica, cuales son las competiciones en las que, con carácter oficial participarán los clubes de fútbol españoles. En lo que atañe al fútbol profesional son el Campeonato Nacional de Liga de Primera (LaLiga Santander) y Segunda División (LaLiga 1|2|3), el Campeonato de España (Copa de Su Majestad el Rey) y la Supercopa (que enfrenta a los campeones de Liga y Copa de la temporada precedente).

El campeonato de liga, como lo define Murphy (1998: 13), citado por Barajas (2004), es un sistema de competición que se reanuda temporada a temporada, en la que los equipos que la componen juegan entre sí dos veces a lo largo de la temporada, una ocasión en casa y otra fuera, que el resultado se mide por puntos y, el total acumulado, determina la posición del club al final de la competición. El sistema de clasificación vigente en el Campeonato de LaLiga depende de los puntos obtenidos, a razón de tres por partido ganado, uno por empatado y ninguno en caso de derrota.

Actualmente, LaLiga Santander (LaLiga, 2016) está compuesta por 20 equipos, mientras que en LaLiga 1|2|3 los participantes son 22. Cada equipo de LaLiga Santander disputa 38 encuentros, 19 en casa y otros tantos fuera. Mientras que los de LaLiga 1|2|3 juegan 21 partidos en su estadio y los mismos en los de los equipos rivales, sumando un total de 42 en la temporada. Por lo tanto, y de acuerdo con lo dispuesto en el Reglamento de Competiciones de la RFEF, en los campeonatos de liga, al disputarse dos encuentros entre cada componente (uno como local y otro como visitante), cada equipo de Primera tendrá asegurado el importe de la recaudación líquida de 19 partidos y 21 los de Segunda.

La otra competición en la que participan todos los clubes de fútbol profesional es el Campeonato de España, más comúnmente conocida como Copa de S. M. el Rey o, simplemente, la Copa. El formato de esta competición es de carácter eliminatorio. Participan en ella equipos de categorías inferiores, disputando entre ellos una fase previa

con partido de ida y vuelta. Con la incorporación a la competición de los equipos profesionales, se inician dos eliminatorias a partido único a celebrar en el campo del club de menor categoría. Desde octavos de final hasta semifinales, el torneo se transforma pasando a disputar los clubes eliminatorias con doble enfrentamiento. La Final se compondrá de un solo encuentro disputado en terreno neutral. Conviene considerar que, para los casos celebrados a partido único, la recaudación, deducidos los gastos (de arbitraje, impuestos, personal del servicio del campo y billeteaje) se reparte al 50% entre los dos contendientes. Además, en la Final de la Copa de S.M. el Rey, los beneficios económicos líquidos obtenidos se distribuyen a partes iguales entre los dos clubes y la RFEF. De esta manera, un club profesional, que alcance la final, obtendrá los ingresos de taquilla por el total de tres encuentros, la mitad de otros dos (probablemente contra un equipo de menor categoría y disputados en un estadio de reducido aforo) y un tercio del partido de la final. Es decir, el efecto directo en los ingresos de los clubes profesionales derivados de esta competición es reducido en comparación a otras competiciones (Barajas, 2004).

Otras consideraciones como el prestigio logrado por avanzar en las fases del torneo o conseguir el título, así como suponer el acceso para participar en competiciones europeas (el campeón tiene derecho a participar en la Copa de la UEFA) son otros de los alicientes de esta competición, que pueden justificar los costes ocasionados a los clubes profesionales, así como su estrategia deportiva de la temporada (LaLiga, 2016).

La otra competición organizada por la RFEF es la Supercopa, pese a que en ella participan únicamente dos equipos, enfrentándose anualmente el último vencedor de la Copa de S.M. el Rey con el campeón de LaLiga Santander.

Esta competición que se resuelve a doble partido, siendo los mismos administrados directamente por la RFEF fijando entre otros parámetros, los precios de las entradas. Según Ángel Barajas (2004), esta competición no tiene trascendencia económica para los clubes, puesto que pesa a que en el Reglamento no especifica la forma de realizarse el reparto de los ingresos, estos no serán muy elevados, puesto que lo máximo sería el importe completo del partido celebrado como local. Además hay que tener en cuenta que, por las fechas cuando se celebra, al comienzo de temporada, no suele tener gran atractivo. Suponiendo una desventaja adicional que esta competición no otorgue el derecho a participar en competiciones internacionales, pese a que los disputantes ya participen en alguna competición europea al haber conquistado los títulos que les dan acceso a este torneo.

En lo que atañe a las competiciones internacionales de clubes, se puede hablar de dos grupos de competiciones: las continentales y las intercontinentales. Dentro de las primeras destaca la UEFA Champions League (UCL), le siguen en importancia la UEFA Europa League, y por último la Supercopa de Europa. Cabe mencionar también la recientemente extinguida Copa Intertoto disputada hasta el año 2008, ya que a partir de 2009 los equipos que accedían a la UEFA Europa League (anteriormente denominada Copa de la UEFA), se clasifican a través de las eliminatorias previas del citado torneo europeo. Por su parte, con carácter intercontinental, la principal competición es la Copa Mundial de Clubes de la FIFA, también denominado “Mundialito de Clubes”. Esta competición de carácter anual, reúne a los equipos campeones de las competiciones continentales de las seis confederaciones internacionales: la Confederación Asiática de Fútbol (AFC), la Confederación Africana de Fútbol (CAF), la Confederación de Norteamérica, Centroamérica, y el Caribe de Fútbol (Concacaf), la Confederación Sudamericana de Fútbol (Conmebol), la UEFA y la Confederación de Fútbol de Oceanía (OFC); a partir de la edición de 2007 se suma el campeón del país organizador para disputar el título que designa al mejor club del mundo. Esta competición se considera la sucesora de la Copa Intercontinental que dejó de disputarse en el año 2005 (FIFA, 1994-2017, Federaciones).

La clasificación para disputar la UEFA Champions League (UCL) se puede lograr directamente o a través de unas rondas previas clasificatorias. En el caso de España, con la clasificación UEFA actual, en función de los resultados de los clubes españoles en las últimas temporadas, tienen derecho a la participación, de forma directa, el campeón, subcampeón y tercer clasificado de LaLiga Santander. El cuarto clasificado de nuestra liga se incorporan a la tercera ronda de la fase previa donde tienen que ganar para conseguir su participación en la UCL. Dado que el sistema de clasificación es tipo copa, en caso de ser eliminados, participarían en la primera ronda de la copa de la UEFA (UEFA, 1998-2017).

Esta competición es la más prestigiosa y rentable en lo que respecta a los ingresos que los clubes perciben por participar en ella. Cabe distinguir los ingresos obtenidos de taquilla de los provenientes de la venta de derechos televisivos (KPMG, 2015), explicados con anterioridad en el apartado correspondiente. Los ingresos por venta de entradas, tanto de la fases previas como de las ligullas, cuartos de final y semifinal, pertenecen al club local. Puesto que en cada grupo de la fase final de la UCL hay cuatro equipos y cada uno de ellos juega un partido en casa y otro fuera contra el resto de los componentes del

grupo, cada equipo obtendrá ingresos de taquilla por tres partidos, que serían seis en el caso de pasar a la segunda fase, añadiría uno por cuartos de final y otro por la semifinal. De forma que, un club español, que participe en la UCL sin fase previa y llegue a la final, cuenta con ingresos de taquilla de 8 partidos más lo que le corresponda de la final. Aquellos eliminados en la ronda previa o en la primera fase, pueden seguir ingresando lo correspondiente a los partidos de la UEFA Europa League que disputen como locales (UEFA, 1998-2017).

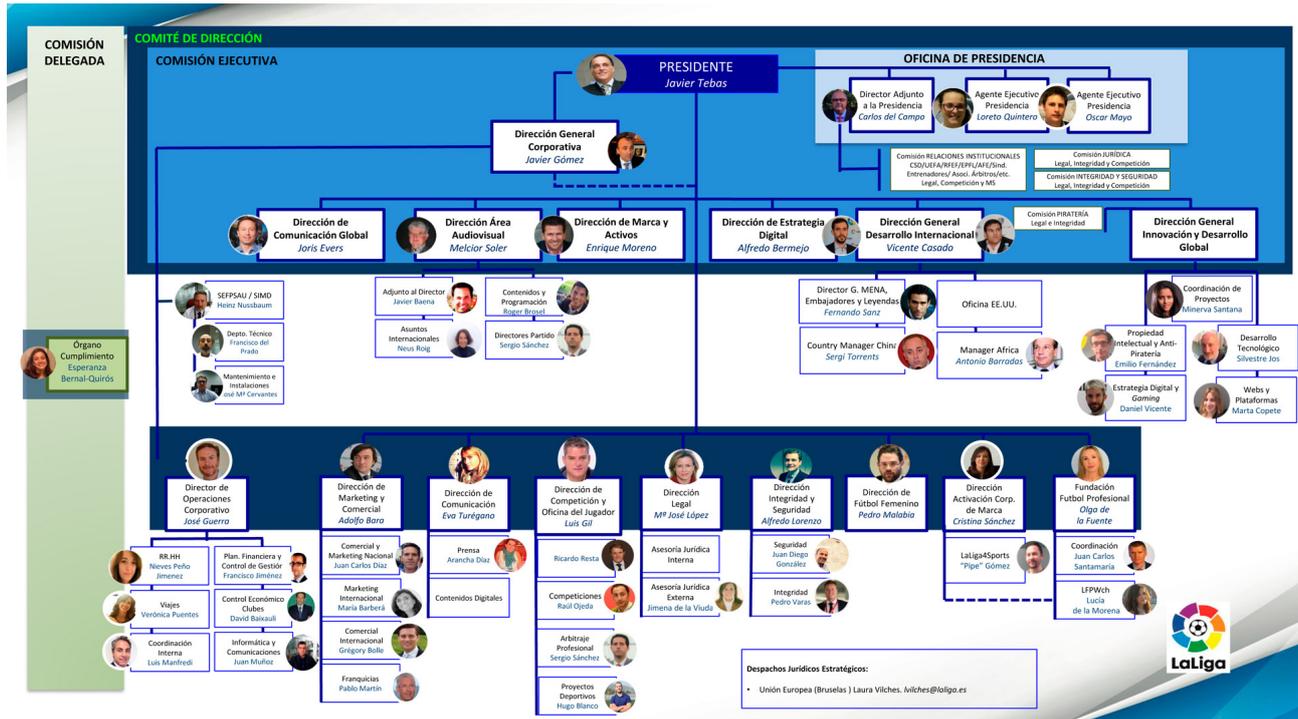
La UEFA Europa League posee un formato similar al de su “hermana mayor”, la UEFA Champions League, en el cual se alternan un sistema de eliminatorias a dos encuentros para obtener la clasificación a la liguilla, una fase de grupos o liguilla a superar, y posteriormente, rondas clasificatorias desde dieciseisavos hasta alcanzar la final del torneo. De modo que, los ingresos que un club obtendrá por venta de entradas, van a depender de lo lejos que lleguen en la competición. La consecución del título, va aparejado de la clasificación del club ganador para participar en la edición de la UCL disputada la temporada siguiente (Barajas, 2004).

2.9. La Liga de Fútbol Profesional

Según la RFEF (2016), la Liga Nacional de Fútbol Profesional, más conocida como LaLiga, es una asociación deportiva de carácter privado que a tenor de lo establecido en los artículos 12 y 41 de la Ley 10/1990, de 15 de octubre, del Deporte, (LD) está integrada exclusiva y obligatoriamente por todas las sociedades anónimas deportivas y clubes de Primera y Segunda División, que participan en competiciones oficiales de carácter profesional y ámbito estatal.

LaLiga tiene personalidad jurídica propia y goza de autonomía, para su organización interna y funcionamiento, respecto de la RFEF, de la que forma parte. Organiza y gestiona sus propias competiciones, si bien en coordinación con la RFEF, lo cual se instrumenta a través del Convenio suscrito entre ambos organismos. Fue fundada en la temporada 1984-1985, hasta entonces el Campeonato Nacional de Liga dependía y era organizado por la RFEF. Su sede social está radicada en la calle Hernández de Tejada número 10, Madrid (España), y su actual Presidente es D. Javier Tebas Medrano.

Figura 32.- Organigrama LaLiga.



Fuente.: LaLiga (2017)

Algunas de sus funciones ya han sido anticipadas en el capítulo anterior con la finalidad de servir como marco conceptual al apartado relativo a las competiciones deportivas. Procedemos a citar algunas de las principales, pese a que existen más:

- Controlar, tutelar y velar por la disciplina de sus afiliados, siempre dentro del entorno federativo.
- La organización y promoción de las competiciones oficiales de carácter profesional en el ámbito estatal.
- La explotación comercial de las marcas pertenecientes a LaLiga o sus afiliados.
- Ejercer la potestad disciplinaria sobre sus afiliados y sus miembros.
- Evitar y prevenir la violencia en espectáculos deportivos.
- Organizar la publicidad dentro de los estadios.
- Aprobar normas sobre publicidad en prendas deportivas.
- Alcanzar acuerdos comerciales como giras de pretemporada de algunos clubes por Asia o América.
- Control de los límites establecidos del capital social de las Sociedades Anónimas Deportivas.
- Regulación de la recaudación de las apuestas deportivas del Estado.

- Control de que las condiciones de los estadios sean las apropiadas.
- Supervisión de la venta de entradas.
- Fijación de horarios y demás.
- Distribuir los beneficios recaudados entre los clubes de LaLiga.

Según Ángel Barajas (2004), en su tesis doctoral, modelo de valoración de los clubes de fútbol basado en los factores clave de su negocio, la Sociedad Española del Fútbol Profesional S.A.U., es una sociedad creada como vehículo con objeto de facilitar la explotación económica de LaLiga, ya que, como se ha explicado anteriormente, en los estatutos de LaLiga se contempla la explotación comercial de las competiciones que organiza, así como se reconoce el paralelo derecho de los clubes afiliados a participar en los resultados económicos de su intervención en las competiciones.

Esta sociedad pretende que los clubes afiliados a LaLiga puedan acceder a determinados proyectos para algunos de ellos considerados de forma individual, ya que en otro caso no serían viables, ni financiera, ni tecnológicamente. De este modo, los clubes disponen de lo que Ángel Barajas denomina como una central de compras y ventas, pudiendo conseguir mejores precios, al existir una negociación única y homogénea, así como todos los clubes podrán acceder a canales de distribución y comercialización que, difícilmente podrían disfrutar individualmente. Paralelamente, se negocian de este modo, también, los derechos de los clubes en su conjunto.

La Sociedad Española de Fútbol Profesional (SEFPSAU) estructura los servicios que presta a través de estas tres áreas, Comunicación y Marketing; Informática e Ingeniería; e Infraestructuras. A continuación detallaremos las funciones más destacadas de cada área:

En los departamentos pertenecientes al área de Comunicación y Marketing tiene lugar la planificación, entre otras, de las actividades publicitarias que van desde el diseño de espectáculos para eventos como pueden ser los aniversarios de los clubes, hasta la explotación de los videomarcadores.

También comprende el diseño de productos audiovisuales basados en la imagen de los clubes, albergando un área de diseño gráfico destinada a plasmar aquellos elementos dispuestos para transmitir la imagen corporativa, tales como el diseño de las entradas empleadas en los encuentros oficiales de LaLiga.

Estos departamentos también son los encargados de contratación de proveedores y búsqueda de patrocinadores para los clubes, facilitando a los candidatos información

relevante y datos como la audiencia de televisión, el nivel de asistencia a los estadios o la información sobre los hábitos de consumo de los aficionados.

Finalmente se crean y diseñan elementos de imagen, merchandising y herramientas promocionales para los clubes, tales como banderas, escudos, pines, relojes, perfumes o material de papelería entre otros.

Con respecto al área de Infraestructuras, la propia SEFPSAU se puede convertir en la empresa encargada de implantar y poner en marcha los proyectos desarrollados por medio de sus departamentos de ingeniería e informática, realizando instalaciones y configurando oportunamente redes de área local.

A su vez, este área ofrece un servicio de asistencia telefónica y de mantenimiento, que supone una garantía para los clubes por estar disponible las veinticuatro horas del día. También está en sus manos el diseño de las campañas de abonos que tan importantes son para los clubes.

Con respecto al área de informática e ingeniería, la SEFPSAU pretende generar un valor añadido para los clubes, a través de la aplicación de la tecnología al servicio del espectáculo deportivo. Por ello, las tareas que tiene encomendadas este departamento se centra en todo lo referente a telecomunicaciones, ingeniería informática, desarrollo de software y preparación de documentación.

Otra línea de actuación, es facilitar la puesta a punto de las infraestructuras, así como, el desarrollo de complejos proyectos de alumbrado, cableado, instalación de videomarcadores e iluminación tanto general como de emergencia.

En este departamento cobra una especial importancia los servicios de consultoría prestados a los clubes, determinando cuáles son las limitaciones y necesidades de los sistemas productivos de los clubes para orientar la evolución del negocio.

Además de lo anteriormente destacado, en este departamento también se desarrollan proyectos de conectividad, telefonía y comunicación vía Intranet/Internet, así como desarrollo de software adaptado para cada uno de los clubes usuarios.

2.10. Factores Deportivos, Sociales y Transparencia

Las sociedades anónimas deportivas no se rigen por los mismos objetivos que otros tipos de sociedades mercantiles (Gujarro *et al.* 2000). Según el estudio elaborado y publicado en el año 2000 por Guijarro, Blasco, Ribal y Rodríguez citado anteriormente, en los clubes de fútbol no se intenta maximizar el rendimiento de sus activos de cara a

incrementar continua y establemente los dividendos percibidos por los socios. Ni los socios, ni los directivos buscan lograr esa meta. El objetivo real de estos es conseguir la denominada rentabilidad deportiva, basada en la obtención de éxitos y títulos de cara a que el prestigio del club se vea incrementado dentro del mercado futbolístico, lo que a su vez da lugar al incremento del valor de su activo máspreciado, los derechos sobre los futbolistas que militan en el club.

Este objetivo, basado en la anteposición del éxito deportivo al económico, resulta esclarecedor de cara a comprender la política seguida por la mayoría de los clubes de fútbol, la del beneficio nulo. Esta política supone igualar sus gastos a sus ingresos, de manera que al final de la temporada todos los resultados económicos de la entidad hayan sido dispuestos a favor del éxito deportivo.

Según Sandalio Gómez y Magdalena Opazo (2007), en su investigación relativa a las características estructurales de los clubes de fútbol profesional de élite, para crear valor en este deporte, y conseguir evaluar el desempeño de un club de fútbol profesional de élite es necesario también conseguir una cuenta de resultados saneada, una afición fiel y comprometida, y encarnar los valores del deporte en la sociedad.

Estos tres objetivos complementarios al deportivo anteriormente citado se refieren a las tres formas de capital que una entidad deportiva debe producir en el mundo del deporte moderno, componiendo el conocido como círculo virtuoso de creación de valor. Este círculo virtuoso se refiere a la creación de valor a partir del producto central que ofrece un club de fútbol, así como las relaciones existentes entre los diversos actores que se interactúan con dicho producto.

El círculo virtuoso de creación de valor en el deporte se relaciona con los tres tipos de capital con los que opera una entidad deportiva: el capital económico, el capital histórico y el capital social.

- El capital económico hace referencia a los resultados económicos del club, de manera que en la medida que consiga ser solvente (patrimonio del club) y rentable (cuenta de resultados anual) podrá reproducir y asegurar lo que la entidad necesita para su supervivencia.
- El capital histórico se asocia a los resultados deportivos que el club ha conseguido a lo largo de su historia (antecedentes) y a la ilusión que los éxitos transmiten a la masa de socios y aficionados identificados con el club, lo que consigue reproducir y reforzar la identidad del club en función del capital histórico acumulado.

- El capital social se relaciona con los valores que se fomentan en el deporte, los cuales, al ser promovidos por el club, aumentan el impacto y la importancia que la sociedad otorga al deporte que los promueve.

El principal motor de este círculo es el aficionado, y tanto la entidad deportiva, como las empresas patrocinadoras, los medios de comunicación y el resto de actores relacionados con la entidad se ven beneficiados por la consecución de un incremento en el número de aficionados, socios o espectadores. El espectáculo deportivo ofrece ocio para conseguir entretener y apasionar al aficionado, consiguiendo compromiso y fidelización si el club colma sus expectativas. Esta satisfacción produce una reacción en cadena ya que con cada incremento de aficionados, mayor será el número de empresas interesadas en patrocinar al club, los medios de comunicación proporcionarán mayor cobertura de la actualidad y eventos deportivos relacionados con el club, incrementando su exposición mediática, más personas acudirán a la ciudad y en definitiva, la entidad conseguirá aumentar sus aficionados potenciales. Por tanto, si se consigue el compromiso y la fidelización del aficionado, se contribuye a asegurar la supervivencia y el crecimiento de la entidad deportiva, así como a crear valor para el resto de actores relacionados con el club y con el deporte.

Existen diversas fórmulas para conseguir el éxito, ya que apasionar a los aficionados puede producirse a través de la consecución de títulos o buenos resultados deportivos, o a través de la adquisición de fichajes ilusionantes, o acciones sociales puntuales que permitan incrementar los diversos tipos de capital existentes en el club (Gómez, Opazo, 2007).

Desde la perspectiva anteriormente comentada, los clubes de fútbol profesionales de élite adquieren, en la actualidad, un enfoque global, y pese a que el ámbito deportivo siga suponiendo su principal actividad, no descuidan otros como el ámbito económico-financiero o el ámbito social, adquiriendo políticas empresariales en lo referente a las actividades propias del club.

Las medidas sociales implantadas en las entidades son múltiples, abarcando desde la preocupación y el cuidado de sus aficionados a través de medidas beneficiosas para los mismos, hasta otras de carácter humanitario como colaboración con ONGs, visita de jugadores de la plantilla a hospitales de cara a hacer regalos a niños enfermos, donativos, etc (Trueba, 2016).

En España, históricamente, los clubes centraban su atención únicamente en temas deportivos, como se ha comentado anteriormente, llegando a acumular cuantiosas deudas, sobretodo en concepto de altos traspasos y nóminas de jugadores, que pusieron en jaque a todo el sistema futbolístico en una situación insostenible (Úbeda, Molina, 2014).

Según la versión española del informe de Especulación urbanística en clubes de fútbol en España publicado dentro del Informe Global de la Corrupción en el Deporte de *Transparency International España* (TI-España, 2014), la corrupción y el fútbol siempre han ido de la mano. Esta corrupción se vio iniciada con entregas de sobornos perpetrados por parte de los propios clubes de fútbol, llegando a diversificarse en muchas otras fórmulas.

El informe de Europol (2013), destapó la mayor red de corrupción internacional en el fútbol profesional, con unos beneficios de 8 millones de euros, implicando a más de 425 personas y a 15 países de todo el mundo.

En España, algunos de los clubes de fútbol se han visto involucrados en los últimos años en entramados de corrupción inmobiliaria a través de recalificaciones de terrenos, debido a la época de auge inmobiliario que atravesábamos hace algunos años. Incluso en ocasiones, los clubes contaban con la colaboración de instituciones gubernamentales (TI-España, 2014).

La solución a estos problemas vino de la mano de la regulación contenida en la nueva Ley del Deporte (1990), por las medidas relativas al Fair Play Financiero impuestas por la UEFA, o por el compromiso social de los clubes y organismos de incrementar las medidas de transparencia aplicadas a todo lo referente al mundo del fútbol, entre otros.

Con respecto a la transparencia, TI-España desarrolla un Índice de Transparencia de los Clubs de Fútbol (INFUT), a través del cual se evalúan cinco áreas de transparencia anualmente, en base a un conjunto de 60 indicadores de cara a ofrecer la información de la manera más clara posible tanto a instituciones, patrocinadores, aficionados, y en definitiva a todos los actores relacionados con el fútbol en España.

Las cinco áreas de transparencia evaluadas en INFUT (TI-España, 2014) son las siguientes:

A) Información sobre el Club de Fútbol.

- B) Relaciones con los socios, aficionados y público en general.
- C) Transparencia económico-financiera.
- D) Transparencia en las contrataciones y suministros.
- E) Indicadores de la Ley de Transparencia.

Figura 33.- Datos INFUT para los clubes de LaLiga Santander.

CLUBS/SAD PRIMERA DIVISIÓN

VALORACIÓN GLOBAL
(MEDIA GENERAL: 71,8)

	CLUBS DE FÚTBOL	PUNTUACIÓN (Entre 1 y 100)
1	BETIS R.B.	100
2	EIBAR S.D.	99,2
3	REAL MADRID C.F.	95,8
4	BARCELONA F.C.	93,3
5	LEGANÉS C.D.	93,3
6	CORUÑA R.C.D.	87,5
7	ESPANYOL C.D.	85,8
8	SEVILLA F.C.	83,3
9	GRANADA C.F.	76,7
10	LAS PALMAS U.D.	70,8
11	SPORTING DE GIJÓN	70,8
12	ATHLETIC CLUB DE BILBAO	70,0
13	REAL SOCIEDAD	63,3
14	VALENCIA C.F.	60,8
15	ALAVÉS D.	58,3
16	CELTA DE VIGO R.C.	58,3
17	ATLÉTICO MADRID	51,7
18	OSASUNA C.A.	46,7
19	MÁLAGA C.F.	38,3
20	VILLARREAL C.F.	30,8

Fuente.: TI-España (2014).

2.11. Valencia Club de Fútbol

Según el Valencia C.F. (2017), el fútbol llegó a la ciudad de València de la mano de los que, vinculados a la exportación de cítricos, habían estado en Gran Bretaña, cuna del balompié. De la misma manera, también era bastante común ver a los marineros británicos en los puertos valencianos jugando con un balón.

Una década después, el 1 de marzo de 1919, según se recoge en el acta de constitución, se reunió en pleno centro de la capital del Turia un grupo de entusiastas de este deporte y decidieron crear un equipo que llevase el nombre de la ciudad: el Valencia Football Club. El 18 de marzo de 1919 se presentó la documentación necesaria en el Registro de Sociedades, pasando esta fecha a la historia como el día de la Fundación oficial del Valencia CF. La primera sede que tuvo esta nueva sociedad fue el Bar Torino.

El primer campo propio del Valencia fue el desaparecido *Camp d'Algirós*, inaugurado el 7 de diciembre de 1919. Algirós fue escenario de los partidos de los valencianista hasta 1923, fecha en la que se empezó a jugar en el Camp de Mestalla.

El 25 de febrero de 1923, el Valencia se proclamó campeón regional y pudo participar, por primera vez en su historia, en la Copa de España.

En España se promovía, en esos momentos, la creación de una liga nacional que integrara a los mejores conjuntos del país. La Liga quedó dividida en una Primera y en una Segunda división. En su tercera temporada en Segunda división (1930-1931) el Valencia consiguió el ascenso a Primera.

El siguiente hito de importancia en la historia del Valencia fue la conquista del primer gran título nacional para el club: la Copa de 1941. Una Copa, un tercer puesto en Liga, varios internacionales en el equipo y una gran visión de futuro del club, posibilitaron que el Valencia se hiciera un hueco entre los "grandes" del fútbol español. La guinda se puso en la temporada 41-42, en la que el club de Mestalla ganó por primera vez en su historia el campeonato liguero. Tras un paréntesis de una campaña (42-43), en la temporada 43-44 el Valencia volvió a hacerse con el título de Liga. La tercera liga conseguida por el Valencia fue en la campaña 46-47, mientras que en 1949 fue conquistada la Copa.

Con los éxitos de la década se acometieron las obras de remodelación y ampliación del estadio, para dar cobijo a 45.000 espectadores, que supuso una inversión próxima a los cien millones de pesetas. Tras esta remodelación en la temporada 53-54 se conquistó la Copa.

En la década de 1960, en el fútbol español se imponía una nueva necesidad: competir en los torneos continentales. Uno de los éxitos de esta década fue que aceptaran al Valencia en la Copa de Ciudades en Feria (61-62), competición en la que por aquel entonces se participaba por invitación, y no por una buena clasificación liguera. Esa

misma temporada se alcanzó la final del citado torneo europeo, ganando al Fútbol Club Barcelona. La temporada siguiente se reeditó el título contra el Dynamo de Zagreb.

En los años posteriores se consiguieron nuevos títulos, la Copa de 1967, la Liga de 1970 (que dio la oportunidad de estrenarse en la Copa de Europa, máxima competición del fútbol continental), la Copa en 1979, la Recopa en 1980, la Supercopa en 1981.

A partir de entonces, la situación social y deportiva del Valencia Club de Fútbol comenzó a empeorar. La celebración del Mundial en España supuso un fuerte endeudamiento para la entidad, cuya deuda ascendía a más de 2.000 millones. En la temporada 85-86, se consumó el descenso de categoría, pero el Valencia fue campeón de Segunda, por lo que retornó a Primera un año después.

Tras el ascenso, el Valencia buscó consolidarse en las temporadas siguientes. En 1992 se inauguró la Ciudad Deportiva de Paterna y se transformó del club en Sociedad Anónima Deportiva.

Entre finales la temporada 98-99 y la 2003/04 se lograron cinco títulos de primer nivel, la Copa del Rey (98-99), dos Ligas (2001/02 y 2003/04), una UEFA Cup (2003/04) y una Supercopa de Europa (2004), y dos subcampeonatos de UEFA Champions League (1999/2000 y 2000/01). Como puntilla a estos éxitos, el 11 de enero de 2005 se nombró al equipo como el mejor del mundo.

El último título sumado por la entidad se logró la temporada 2007/08 con la conquista de su séptima Copa del Rey.

En este momento nos disponemos a realizar una breve pausa en el hilo histórico de la entidad, debido a que es necesario, de cara a la valoración, para poder apreciar los acontecimientos que han tenido lugar en la última década, más concretamente en lo referente a la compra del club por parte del magnate Peter Lim.

Tras esta breve descripción histórica hasta la fecha de la consecución del último título deportivo por el Valencia C.F. detallaremos otros datos de interés de cara a la posterior valoración de la sociedad anónima deportiva Valencia C.F.

El Palmarés de la entidad está compuesto por 6 Ligas, 7 Copas de S.M. el Rey, 1 Supercopa de España, 3 Copas de la UEFA, 2 Supercopas de Europa, 1 Recopa de Europa.

Con respecto a las instalaciones más importantes del Valencia C.F. cabe destacar el estadio, la ciudad deportiva y las tiendas físicas.

- Mestalla – El estadio del Valencia C.F. cuenta con capacidad para 49.500 espectadores, y fue inaugurado el 19 de Febrero de 1992. Actualmente es el estadio más antiguo en albergar partidos de LaLiga Santander (LaLiga, 2017). Cabe destacar que el Valencia posee otro estadio cuyas obras se encuentran paralizadas desde el año 2009 por falta de liquidez (Martí, 2008).
- Ciudad Deportiva de Paterna – Se encuentra ubicada en la Carretera de Mascamarena (Paterna). Su inauguración tuvo lugar el 19 de febrero de 1992. Sus dimensiones superan los 180.000m², dando cabida a 6 campos de fútbol 8, y 8 campos de fútbol 11, entre los que destaca el Estadio Antonio Puchades, con capacidad para 2.250 espectadores, en el que juega el filial llamado Mestalla.

Figura 34.- Ciudad Deportiva de Paterna.



Fuente.: Valencia C.F. (2017)

- Tiendas – El Valencia C.F. cuenta actualmente con 2 tiendas físicas. La *Megastore* ubicada en el chafán de la Avda./ Marqués de Sotelo, 1; y la que se encuentra ubicada en la plaza Valencia CF, junto al estadio de Mestalla. Además de estas dos tiendas físicas, todos los productos oficiales del club se pueden adquirir a

cualquier hora y desde cualquier lugar en VCFSHOP, una plataforma online oficial, operada por “Fanatics”, una sociedad anónima radicada en Manchester.

Cabe mencionar a los principales patrocinadores del Valencia C.F.:

- BLU – Bold Like Us – *Main Sponsor*
- Adidas
- Bein Sports
- Estrella Damm
- Alfa Romeo
- LaCaixa
- Coca-Cola
- Bwin
- Reale Seguros
- Prozis
- PES2016
- Prozis
- Trolli
- Makarthy

Figura 35.- Principales patrocinadores del Valencia C.F.



Fuente.: Valencia C.F. (2017)

Otro punto a destacar es el compromiso social del club, tanto con la ciudad de Valencia, como con el resto del mundo. Los Valencia CF Soccer Programs ayudan a expandir mundialmente la marca Valencia CF y lo que simbolizan sus colores. Los Valencia CF Soccer Camps, Training Stages y las Soccer Schools son solo tres ejemplos de este gran proyecto.

El objetivo principal de los VCF Soccer Programs, además de expandir la imagen del Valencia CF y su filosofía por todo el mundo es llevar los métodos de entrenamiento del Valencia CF a cualquier parte del planeta y difundir los valores que siempre acompañan a este Club, haciendo que los participantes disfruten y aprendan de la mano de los mejores profesionales de la Escuela del Valencia CF.

Figura 36.- Países con implantación de Valencia Soccer Programs.



Fuente.: Valencia C.F. (2017).

Según lo comentado anteriormente, una de las más relevantes fuentes generadoras de ingresos para los clubes de fútbol es la obtenida por los traspasos de futbolistas, por lo que es necesario tener en cuenta la valoración aproximada de los jugadores que componen la plantilla del Valencia C.F. (Transfermarkt, 2017).

Figura 37.- Valoración de la plantilla del Valencia CF (1).

#	Jugadores	Nacido / edad	Nac.	Contrato hasta:	Valor de mercado
13	 Neto Portero	19/07/1989 (28)		30.06.2021	6,00 mill. €
1	 Jaume Doménech Portero	05/11/1990 (26)		30.06.2022	2,50 mill. € ↓
24	 Ezequiel Garay Defensa central	10/10/1986 (30)		30.06.2020	15,00 mill. €
4	 Jeison Murillo Defensa central	27/05/1992 (25)		30.06.2019	13,00 mill. € ↓
5	 Gabriel Paulista Defensa central	26/11/1990 (26)		30.06.2022	13,00 mill. € ↑
23	 Aymen Abdennour Defensa central	06/08/1989 (28)		30.06.2020	6,00 mill. €
3	 Rúben Vezo Defensa central	25/04/1994 (23)		30.06.2018	1,50 mill. € ↓
14	 José Gayá Lateral izquierdo	25/05/1995 (22)		30.06.2020	18,00 mill. €
26	 Toni Lato Lateral izquierdo	21/11/1997 (19)		30.06.2021	3,00 mill. € ↑
21	 Martín Montoya Lateral derecho	14/04/1991 (26)		30.06.2020	10,00 mill. € ↑
16	 Geoffrey Kondogbia Medio centro	15/02/1993 (24)		30.06.2018	18,00 mill. € ↓

Fuente.: Transfermarkt (2017).

Figura 38.- Valoración de la plantilla del Valencia CF (2).

10	 Dani Parejo Medio centro	16/04/1989 (28)		30.06.2020	15,00 mill. €
18	 Carlos Soler Medio centro	02/01/1997 (20)		30.06.2021	7,50 mill. € ↑
6	 Nemanja Maksimovic Medio centro	26/01/1995 (22)		30.06.2022	3,00 mill. €
8	 Álvaro Medrán Medio centro	15/03/1994 (23)		30.06.2020	2,50 mill. €
17	 Nani Extremo izquierdo	17/11/1986 (30)		30.06.2019	10,00 mill. € ↓
22	 Santi Mina Extremo izquierdo	07/12/1995 (21)		30.06.2021	6,00 mill. € ↓
15	 Fabián Orellana Extremo derecho	27/01/1986 (31)		30.06.2019	3,00 mill. € ↓
20	 Robert Ibáñez Extremo derecho	22/03/1993 (24)		30.06.2018	1,50 mill. €
11	 Nando Extremo derecho	13/06/1994 (23)		30.06.2021	400 miles €
9	 Simone Zaza Delantero centro	25/06/1991 (26)		30.06.2021	16,00 mill. € ↑
19	 Rodrigo Delantero centro	06/03/1991 (26)		30.06.2019	7,50 mill. €
12	 Vinícius Araújo Delantero centro	22/02/1993 (24)		30.06.2019	700 miles €

Fuente.: Transfermarkt (2017).

Con respecto a la última década de la historia del Valencia, se ha diferido en el epígrafe debido al distinto carácter de los dos resúmenes. El anterior (Valencia CF, 2017) alberga un enfoque histórico centrado en los hitos relacionados con la consecución de éxitos deportivos, esta segunda parte del resumen se centra en la gestión del club desde el año 2016.

En la temporada 2016-2017 llega a la presidencia del club Juan Bautista Soler, iniciando una política de fichajes millonarios y de salarios desorbitados para los jugadores. Todo este proceso va generando un gran endeudamiento del club y culmina con la presentación del proyecto del nuevo estadio de Mestalla, que se construiría con el dinero que el Valencia obtuviese por la venta del solar de Mestalla, recalificado por el Ayuntamiento de Valencia como terreno urbanizable. De este modo, las obras del nuevo estadio, con capacidad para 75.100 espectadores, comienzan el 1 de agosto de 2007. Pero en medio de este proceso, estalla la burbuja inmobiliaria y todo el proceso se hunde, ya que esta crisis hace que el precio del suelo vaya disminuyendo, con la consiguiente devaluación del solar de Mestalla, por el que esperaban obtener inicialmente 400 millones de euros. El año 2009 se paralizaron definitivamente las obras del nuevo estadio de Mestalla, de ese modo, el Valencia se encuentra con un estadio a medio construir, las parcelas de Mestalla sin comprador, y una gran deuda con la entidad financiera Bancaja (actualmente Bankia), que fue quien avanzó el dinero para la construcción del nuevo estadio (Úbeda, Molina, 2014).

Ante la imposibilidad de solucionar estos problemas económicos, se decide llevar a cabo una ampliación de capital para evitar que cualquier “tiburón” pueda apoderarse del Valencia CF con fines especulativos. No obstante, en la primera fase solo se consiguen cubrir unos 19 millones de euros, de los 92 en que se había aprobado dicha ampliación, de modo que, como los accionistas no han suscrito todos los nuevos títulos, se crea la Fundación VCF, que gracias a un préstamo con Bankia, adquiere el capital restante, y pasa a ser el accionista mayoritario del club.

En ese momento comienza una nueva etapa en la que la Generalitat y Bankia pasan a marcar la hoja de ruta que debe seguir el club de Mestalla. Ponen al frente de la presidencia a Manuel Llorente, que iniciará una gestión marcada por la venta de los activos del club, los jugadores.

Pero el préstamo de Bankia fue avalado por la Generalitat Valenciana, a través del Instituto Valenciano de Finanzas, de modo que si la fundación no es capaz de pagar el

préstamo, mediante el cual se ha apoderado de la mayoría accionarial, será la Generalitat, quien deberá hacerse cargo del préstamo de 75 millones de euros, más los correspondientes intereses, con dinero público.

El reto es encontrar una fórmula que permita que sea el Valencia CF quien asuma la deuda de la Fundación, sin caer en la asistencia financiera, que es ilegal (según Úbeda y Molina, 2014, la citada información apareció en Las Provincias el 28 de marzo de 2013). Ante la dificultad de encontrar dicha fórmula, y la negativa de Bankia al refinanciamiento de la deuda, llega inevitablemente el proceso de venta del Valencia CF.

Se abre de este modo un plazo de presentación de ofertas por parte de los inversores interesados cuya expiración data del 1 de abril de 2014. Una vez transcurrido el plazo, la Comisión Gestora creada para el proceso de venta, compuesta por Bankia, el Valencia CF, la Fundación VCF y el Instituto Valenciano de Finanzas (en nombre de la Generalitat Valenciana) anuncia que se han recibido siete ofertas para la adquisición del club, siendo los candidatos:

- *The Unique Premier 54 Limited*.- Fondo de inversión inglés con capital árabe.
- *Cerberus Capital Management*.- Fondo de capital riesgo americano que tiene como uno de sus representantes en España al hijo de Jose María Aznar.
- *Zolotaya Zvezda*.- Fondo de capital ruso del empresario Mikhail Bosco.
- *Global Emerging Markets*.- Fondo americano.
- *Meriton Holdings*.- La empresa del magnate de Singapur Peter Lim.
- *Dalian Wanda*.- La firma china del empresario Wang Jianlin.
- Y otra firma que parece ser otro inversor árabe (según Úbeda y Molina, 2014, la citada información apareció en el periódico El Mundo y en el periódico Las Provincias el 1 de abril de 2014).

El clima desarrollado durante el proceso de venta es tenso, con multitud de críticas hacia la opacidad imperante y con recelo por si realmente se va a buscar la mejor oferta valorando el aspecto social, el deportivo y el económico, o si solamente se va a atender al económico primando los intereses de Bankia.

El 17 de mayo de 2014 se anuncia que la oferta del magnate de Singapur, Peter Lim, se ha alzado vencedora y consigue la compra del Valencia CF. De este modo, y tras las pertinentes negociaciones referentes al formato y los plazos de pago, Lim adquiere el paquete accionarial de la Fundación, que supone el 70% del total de acciones, y se

convierte en el nuevo dueño del club (Molina, Úbeda, 2014).

Según Ros (2014) y Cosín (2014), la cantidad pagada por Peter Lim ascendió a una cantidad cercana a los 94 millones de euros por el paquete accionario que contiene el 70,06% de las acciones del club, asumiendo a su vez la deuda financiera neta que asciende a una cifra que ronda los 230 millones de euros.

Desde ese momento, el Valencia CF no ha cosechado éxitos deportivos, en términos de:

- No situarse en las primeras posiciones de la Liga.
- No obtener el título en Copa de S.M. el Rey.
- Quedar en dos ocasiones fuera de competiciones europeas.
- Caer eliminado en fases muy tempranas el año que se participó en competición europea.

Figura 39.- Resultados deportivos desde la llegada de Peter Lim.

	LIGA SANTANDER	COPA S.M. EL REY	UEFA CHAMPIONS LEAGUE	UEFA EUROPA LEAGUE
2014/2015	4	OCTAVOS	-	-
2015/2016	12	SEMIFINAL	FASE DE GRUPOS	OCTAVOS
2016/2017	12	OCTAVOS	-	-

Fuente.: ResultadosFútbol.com (2017).

CAPITULO 3. MÉTODOS DE VALORACIÓN

3.1. Valoración de Empresas

Según la definición de Caballer (1998), se entiende por valoración de empresas a “aquella parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa con arreglo a unas determinadas hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico”.

De esta definición se obtienen 4 ideas básicas (López, 2014):

1. La valoración de empresas es parte de la economía.
2. Se apoya en hipótesis concretas. Estas hipótesis son aceptadas pese a no estar sustentadas por una demostración previa, aunque conviene que reflejen una realidad concreta.
3. La valoración persigue unos fines dados. Es conveniente especificar la finalidad de la valoración.
4. Utiliza procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico.

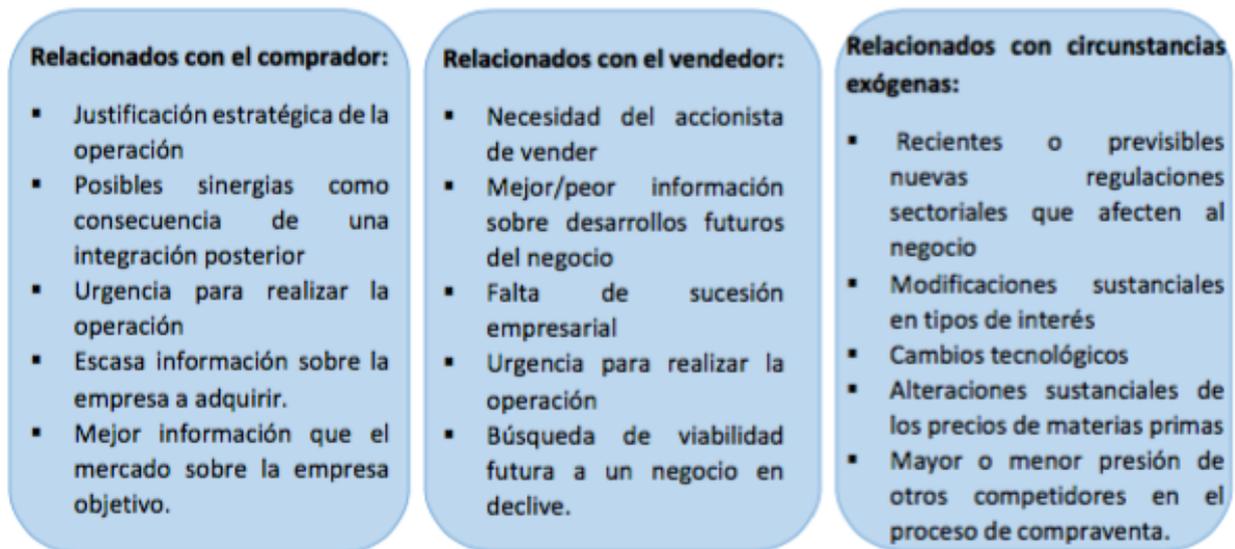
En general, una empresa tiene distinto valor para distintos compradores y vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y el comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa. Por lo tanto, una empresa puede tener distintos valores, pero un único precio (López, 2013).

Sin embargo, el valor viene definido, por la aplicación de determinadas hipótesis, que no tienen porque ser, necesariamente, las que concurren en la resolución del precio a pagar.

Algunos de los factores que influyen habitualmente en la determinación del precio de una compañía se pueden agrupar en tres bloques (Morcillo, 2016):

- Relacionados con el comprador
- Relacionados con el vendedor
- Relacionados con circunstancias exógenas

Figura 40.- Factores influyentes en el precio de una empresa.



Fuente.: Morcillo (2016).

A continuación se detallan los distintos tipos de valor existentes en el ámbito de la valoración de empresas, en función de la situación en la que se produzca la necesidad de valoración, podemos diferenciar al menos los siguientes tipos de valor (Sanjurjo, 2003):

- Valor de mercado: es el precio que se puede esperar obtener de una sociedad en una operación de venta en un mercado libre, ambos con un conocimiento similar sobre los negocios y los mercados en los que opera la empresa. Obviamente el valor de mercado asume que el negocio se encuentra en una situación de “empresa en funcionamiento”.
- Valor justo o razonable: es aquel en el que un experto considera un conjunto de condiciones que se producen en el contexto de la transacción, tratando de ser equitativo y justo para ambas partes.
- Valor económico: es el valor del negocio para el propietario actual. Representa la compensación que éste requeriría por no poseer el negocio. El valor económico se encuentra determinado desde la parte del vendedor.
- Valor de liquidación: es una estimación a partir del proceso de liquidación de una empresa, asumiendo que cesará la actividad. El enfoque de este valor es puramente estático, puesto que considera la situación de activos y pasivos en el momento de la valoración y no en su evolución futura.
- Valor acordado: normalmente las fórmulas utilizadas para determinar este tipo de valor parten de variables fundamentales del negocio, como son las ventas, el

beneficio neto o el flujo de caja, sobre las que se aplican determinados factores (por ejemplo, múltiplos).

Una vez aclarados los diferentes tipos de valor, procederemos a mencionar los principios sobre los que se debe sustentar toda valoración empresarial, cuyo objetivo es potenciar y fomentar la calidad, formal y técnica, de la valoración, con el fin de proteger los intereses de terceros, inversores o asegurados (Morcillo, 2016). Estos principios se encuentran recogidos en la orden ministerial ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras (BOE, 2003).

1. Principio de anticipación, según el cual el valor de un determinado bien inmueble que se encuentre en explotación económica es función de las expectativas de renta que previsiblemente proporcionará en el futuro.
2. Principio de finalidad, según el cual la finalidad de la valoración determina el método y las técnicas de valoración a emplear. Por tanto, los métodos y criterios valorativos utilizados deberán ser coherentes con el propósito de la valoración.
3. Principio de mayor y mejor uso, según el cual el valor de un inmueble dedicado a diferentes usos será el que resulte de destinarlo dentro de las posibilidades legales y físicas, al económicamente más aconsejable o el que permite obtener el mayor valor.
4. Principio de probabilidad, según el cual ante distintos escenarios razonables de elección, se elegirán los estimados como más probables.
5. Principio de proporcionalidad, según el cual los informes de valoración se elaborarán con una amplitud adecuada considerando el uso y la valoración del objeto de valoración, así como su singularidad en el mercado.
6. Principio de prudencia, según el cual ante diversos escenarios o posibilidades de elección igualmente probables se seleccionará aquella que muestre un valor menor en sus resultados.
7. Principio de sustitución, según el cual el valor de un inmueble es equivalente al de otros activos de características similares y sustitutivos de este.
8. Principio de temporalidad, según el cual el valor de un inmueble se considera

variable en el tiempo.

9. Principio de transparencia, según el cual el informe de valoración de una compañía deberá mostrar la información suficiente y necesaria para su fácil comprensión, detallando tanto las hipótesis de partida como la documentación utilizada.

10. Principio del valor residual, según el cual el valor que se atribuye a cada factor de producción de un inmueble es el resultante de la diferencia entre el valor total del activo y los valores que se atribuyen a los demás factores productivos.

Según Fernández (2005) existen una gran variedad de métodos de valoración que se pueden clasificar en seis grupos:

Figura 41.- Métodos de Valoración.

METODOS VALORACIÓN					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACIÓN DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de beneficio: PER	Clásico	Free cash flow	EVA	Black Sholes
Valor contable ajustado	Ventas	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	EBITDA	Contables europeos	Dividendos	Cash value added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Otros múltiplos	Renta abreviada	Capital cash flow	CFROI	Aplazar la inversión
		Otros	APV		Usos alternativos

Fuente.: Fernández (2005).

Siguiendo a Fernández (2005), a se desarrollan los cuatro primeros grupos de métodos de valoración de empresas, presentados en la Figura 40.

Métodos basados en el balance (valor patrimonial):

Estos métodos se basan en datos que aparecen en el balance de la empresa, es decir, que se obtienen conforme a las normas de registro y valoración contable donde, por ejemplo, las inversiones en inmovilizado material se efectúan a precio de adquisición, valor que muy difícilmente coincidirá con el valor de mercado, ya que los inmuebles se suelen revalorizar. No obstante es una forma rápida de obtener el valor de la empresa de manera aproximada si se realizan ciertos ajustes y por ello es descrito (Fernández, 2005). En este grupo encontramos los siguientes métodos:

- Método basado en el valor contable: El valor de la empresa es el valor del Patrimonio Neto. Al basarse en criterios de registro y valoración contables casi nunca coincidirá con el verdadero valor de mercado.
- Método basado en el valor contable ajustado: Partiendo, al igual que en el método anterior, de las partidas que figuran en el balance, se ajustarán sus valores a situaciones más realistas como obsolescencias, precios de mercado, etc.
- Método basado en el valor de liquidación: Representa el valor mínimo de una empresa, se obtiene como diferencia del valor de venta de sus activos y la cancelación de las deudas.
- Método basado en el valor substancial: Es el valor de reposición de los activos, es decir, la inversión necesaria para llegar a tener una empresa en idénticas condiciones.

Métodos basados en la cuenta de resultados:

Estos métodos buscan hallar el valor de la empresa en función de los beneficios genera, dato que podemos encontrar en la contabilidad de la empresa, así como las ventas u otras partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias. Al igual que el grupo anterior se basa sobre todo en datos contables, sin tener en cuenta el macroentorno ni el futuro. Son métodos rápidos de aplicar (Siscar, 2014).

- Método Múltiplo de los beneficios. PER (*Price Earning Ratio*): El valor de una acción se calcula multiplicando el beneficio por el PER, que indica el dividendo que se paga en función de la cotización de la acción.
- Método Múltiplo de las ventas: El valor se obtiene en función de las ventas, al multiplicarlo por un número.
- Otros múltiplos: En estos métodos es necesario utilizar múltiplos de empresas comparables:
 - Valor empresa/EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*).
 - Valor empresa/EBITDA (*EBIT, Before Depreciations and Amortizations*).
 - Valor empresa/Cash Flow Operativo.
 - Valor acciones/Valor contable.
 - Precio/Ventas.
 - Precio/Suscriptor.
 - Precio/Páginas visitadas.
 - Precio/habitante.

Figura 42.- Múltiplos más utilizados.

Clasificación	Múltiplo	Cálculo
Múltiplos basados en la capitalización	PER P/CF PTB P/Clientes P/S P/Output	Precio/Beneficio Precio/ <i>Cash Flow</i> Capitalización/Recursos Propios Precio/Clientes Precio/Ventas Precio/ <i>Output</i>
Múltiplos basados en el valor de la empresa	EV/EBITDA EV/S EV/CF	Valor empresa/Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones. Valor empresa/Ventas Valor empresa/ <i>Cash Flow</i>
Múltiplos basados en el crecimiento	EV/EG PEG	Valor empresa/Crecimiento del beneficio Precio/Crecimiento del Beneficio

Fuente.: Elaboración propia a partir de Fernández (2005).

Métodos Mixtos, basados en el Goodwill (Fondo de Comercio):

En este grupo se engloba una serie de métodos que tratan de calcular el valor de la empresa a partir de los activos netos y luego añadiendo el valor que representará los beneficios futuros. Estos beneficios se generan gracias a los activos intangibles que no son registrados en los balances de las empresas y forman el llamado fondo de comercio. Algunos de estos métodos que simplemente nombraremos son:

- Método de valoración “clásico”.
- Método de la Unión de Expertos Contables Europeos.

- Método de la renta abreviada del *Goodwill*.
- Método indirecto o método “de los prácticos”.

Métodos basados en el Descuento de Flujos de Fondos (*cash flow*):

Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (*cash flows*) que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Los métodos mixtos descritos anteriormente han sido muy utilizados en el pasado, sin embargo, cada vez se emplean menos y se puede decir que actualmente se recurre a la utilización del método del descuento de los flujos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto (Morcillo, 2016). En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la misma se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa (suponiendo su continuidad) proviene de su capacidad para generar flujos para los propietarios de las acciones. Por lo tanto, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados.

Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada período, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los *cash flows* correspondientes a las operaciones de la empresa, como por ejemplo, el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, etc., y la evolución de créditos entre otros.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados (compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.).

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

$$V = \frac{CF1}{1 + K} + \frac{CF2}{(1 + K)^2} + \frac{CF3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CFn + VRn}{(1 + K)^n}$$

Siendo:

- ✓ CF_i = flujo de fondos generado por la empresa en el periodo i
- ✓ VR_n = valor residual de la empresa en el año n
- ✓ K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

Aunque a simple vista pueda parecer que la fórmula anterior está considerando una duración temporal de los flujos, esto no es necesariamente así, ya que el valor residual de la empresa en el año n (VR_n) se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese periodo.

Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$VR_n = CF_n (1 + g) / (K - g)$$

A pesar de que los flujos pueden tener una duración indefinida, puede ser admisible desprestigiar su valor a partir de un determinado período, dado que su valor actual es menor cuanto más lejano es el horizonte temporal. Por otro lado, la ventaja competitiva de muchos negocios tiende a desaparecer al cabo de unos años.

Antes de desarrollar los diferentes métodos de valoración basados en los descuento de flujos de fondos es importante definir los distintos tipos de flujos de fondos que pueden considerarse para la valoración. En la siguiente tabla se muestra un esquema de las distintas corrientes de fondos que genera una empresa y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo. Existen tres flujos de fondos básicos: el flujo de fondos libre, el flujo de fondos para los accionistas y el flujo de fondos para los proveedores de deuda.

Figura 43.- Flujos de fondos generados por la empresa.

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (<i>free cash flow</i>)	WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. <i>Capital cash flow</i>	WACC antes de impuestos

Fuente.: Fernández (2005).

El más sencillo de comprender es el flujo de fondos para la deuda, que es la suma de los intereses que corresponde pagar por la deuda más las devoluciones de principal. Con el objeto de determinar el valor de mercado actual de la deuda existente, este flujo debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (coste de la deuda). En muchos casos, el valor de mercado de la deuda será equivalente a su valor contable, de ahí que muchas veces se tome su valor contable (o valor en libros) como una aproximación suficientemente buena y rápida al valor de mercado (esto solo es válido si la rentabilidad exigida a la deuda es igual al coste de la misma).

El flujo de fondos libre (FCF) permite obtener directamente el valor total de la empresa (entendido como la suma del valor de las acciones más la suma de la deuda financiera). El flujo de fondos para los accionistas (CFac) permite obtener el valor de las acciones, que unido al valor de la deuda, permitirá también establecer el valor total de la empresa. Las tasas de descuento que deben utilizarse para estos dos flujos se detallan más adelante.

El *free cash flow* (FCF), también llamado flujo de fondos libre, es el flujo de fondos operativo, es decir, el generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto, no hay cargas financieras (Fernández, 2005).

Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los períodos, es decir, que se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería. Sin embargo, para la valoración de empresas esta tarea exige prever flujos de fondos a mayor distancia en el tiempo que la que habitualmente se realiza en cualquier presupuesto de tesorería.

La contabilidad no puede proveernos directamente de dichos datos porque, por una parte, utiliza el enfoque de lo devengado, y por otra asigna sus ingresos, costes y gastos basándose en criterios que no dejan de ser arbitrarios. Estas dos características de la contabilidad distorsionan la percepción del enfoque relevante a la hora de calcular flujos de fondos, que debe ser el enfoque de “caja”, dinero efectivamente recibido o entregado

(cobros y pagos). Sin embargo ajustando la contabilidad según esta última perspectiva se puede calcular el flujo de fondos que nos interese.

La obtención del *free cash flow* supone prescindir de la financiación de la empresa, para centrarnos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, visto desde una perspectiva de empresa en marcha y teniendo en cuenta en cada período las inversiones necesarias para la continuidad del negocio. Cabe destacar que si la empresa no tuviese deuda, el flujo de fondos libre sería idéntico al flujo de fondos para los accionistas (CFac). Éste se calcula restando al flujo de fondos libre los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada período a los poseedores de deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en Necesidades Operativas de Fondos (NOF), y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda, si existiese.

Las NOF son los fondos necesarios para financiar las operaciones corrientes de la empresa. Para el desarrollo de sus operaciones habituales la empresa debe financiar su activo circulante. El propio proceso productivo (o de explotación) genera automáticamente financiación a través, básicamente, de proveedores. Si la empresa paga sus aprovisionamientos a 30 días, al comprar “automáticamente” obtiene crédito. Ocurre lo mismo, por ejemplo, con Hacienda y Seguridad Social o las minutas de profesionales. Este tipo de pasivo a corto plazo que se genera automáticamente recibe el nombre de pasivo espontáneo. El volumen de pasivo espontáneo varía automática y proporcionalmente con el momento del ciclo productivo y del ciclo económico en que se encuentre. En momentos de expansión crece y se reduce en épocas de crisis. Para el desarrollo de las operaciones habituales la empresa debe invertir en:

- *Stock* de Existencias: debe tener los stocks necesarios para la producción y venta.
- *Stock* de Clientes: Si cobra a 30 días, debe financiar 30 días a sus clientes.
- *Stock* de Tesorería: en economías desarrolladas tiende a desaparecer.

El pasivo espontáneo permite financiar sin coste una parte de estas inversiones, pero para el resto se debe buscar financiación expresa.

La financiación expresa o deuda es aquella que sí tiene coste y cuyos vencimientos son “independientes” del propio ciclo de explotación. Los pagos de la deuda vencen en

función de la periodicidad contratada. Esta necesidad de financiación que generan los activos corrientes recibe el nombre de Necesidades Operativas de Fondos (López, 2013). Esta deuda puede contratarse con vencimiento a largo plazo y/o corto plazo. Si se financian con largo plazo, ya sean fondos propios o ajenos, se dice que se financian con Fondo de Maniobra. La financiación restante será a corto plazo.

Por tanto las NOF se financian con Fondo de Maniobra + crédito (que es deuda a corto plazo). Matemáticamente sería:

$$\text{NOF} = \text{Existencias} + \text{Clientes} + \text{Tesorería} - \text{Pasivo Espontáneo}$$

En la medida en que $\text{Existencias} + \text{Clientes} + \text{Tesorería} > \text{Pasivo Espontáneo}$

Las NOF se financian con Fondo de Maniobra y deuda financiera a corto plazo, por tanto, cuanto mayor sea el Fondo de Maniobra, menor será la necesidad de deuda financiera a corto plazo. Dicho de otra forma, se puede expresar el activo neto como la suma del activo fijo más las NOF. Este activo neto se financia o bien con fondos propios o bien con deuda. Esta acepción se basa en la idea de que la parte del Activo Circulante que se financia con Pasivo Espontáneo no requiere gestiones de financiación específicas ya que como se ha visto, su financiación es automática (o espontánea). Bajo esta perspectiva sólo es necesario obtener financiación para las inversiones en Activo Fijo y en Activo Circulante no financiado por el Pasivo Espontáneo.

Con todo ello se puede representar el flujo de fondos disponibles para las acciones (CFac) como:

$$\text{CFac} = \text{FCF} - [\text{intereses pagados} \times (1-T)] - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}$$

Al realizar proyecciones, los dividendos y pagos a accionistas esperados deben coincidir con los flujos de fondos disponibles para los accionistas. Este *cash flow* supone la existencia de una determinada estructura financiera en cada período, por la cual se abonan los intereses de las deudas existentes, se pagan los vencimientos de principal que correspondan y se reciben los fondos provenientes de nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que queda disponible para los accionistas y que se destinará a dividendos o a recompra de acciones.

Al actualizar el flujo de fondos para los accionistas estamos valorando las acciones de la empresa, por lo que la tasa de descuento apropiada será la rentabilidad exigida por

los accionistas (K_e). Para hallar el valor de la empresa en su conjunto ($D+E$), es preciso sumar al valor de las acciones (E), el valor de la deuda existente (D).

Por otro lado, se denomina *capital cash flow* (CCF) a la suma del *cash flow* para los poseedores de deuda más el *cash flow* para las acciones. El *cash flow* para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal.

$$CCF = CF_{\text{Fac}} + CF_{\text{d}} = CF_{\text{Fac}} + I - \Delta D \quad I = D \times K_d$$

Para calcular el valor de la empresa mediante el método del *free cash flow* se realiza el descuento de los *free cash flows* utilizando el coste promedio ponderado de deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (WACC):

$$E + D = \text{Valor actual [FCF; WACC]} \quad \text{donde} \quad WACC = \frac{E K_e + D K_d (1-T)}{E+D}$$

Siendo:

- ✓ D = Valor de mercado de la deuda.
- ✓ E = Valor de mercado de las acciones.
- ✓ K_d = Coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda
- ✓ T = Tasa impositiva.
- ✓ K_e = Rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas.

El WACC se calcula ponderando el coste de la deuda (K_d) y el coste de las acciones (K_e), en función de la estructura financiera de la empresa. Esta es la tasa relevante para este caso, ya que como se está valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa.

Con el cálculo del valor de la empresa como el valor sin apalancamiento más el valor de los ahorros fiscales debidos a la deuda (método APV, López, 2013), el cálculo se realiza sumando dos valores: el valor de la empresa suponiendo que la empresa no tiene deuda, y el valor de los ahorros fiscales que se obtienen por el hecho de que la empresa se esté financiando con deuda.

El valor de la empresa sin deuda se obtiene mediante el descuento del *cash flow* libre, utilizando la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas para la empresa bajo el supuesto de considerarla como si no tuviera deuda. Esta tasa (K_u) es conocida como tasa

unlevered (no apalancada) y es menor que la rentabilidad que exigirían los accionistas en el caso de que la empresa tuviera deuda en su estructura de capital, ya que en ese caso los accionistas soportarían el riesgo financiero que supone la existencia de la deuda y requerirían una prima de riesgo adicional superior. Para los casos en que no existe deuda, la rentabilidad exigida a las acciones (K_u) es equivalente al coste promedio ponderado de los recursos (WACC), ya que la única fuente de financiación que se está utilizando es capital.

El valor actual de los ahorros fiscales tiene su origen en el hecho de financiar la empresa con deuda, y se produce específicamente por el menor pago de los impuestos que realiza la empresa debido a los intereses correspondientes a la deuda en cada período. Para hallar el valor actual de los ahorros fiscales (del ahorro de impuestos debido a los intereses), habrá que calcular primero los ahorros por este concepto para cada uno de los años, multiplicando los intereses de la deuda por la tasa impositiva. Una vez se tienen estos flujos, habrá que descontarlos a la tasa que se considere apropiada. Aunque la tasa de descuento a utilizar en este caso es un tema algo conflictivo, muchos autores proponen utilizar el coste de mercado de la deuda, que no tiene por qué coincidir con el tipo de interés al que la empresa haya contratado su deuda. Así pues el APV se expresa:

$$D + E = VA [FCF; K_u] + \text{valor del escudo fiscal de la deuda}$$

El valor de mercado de las acciones de la empresa se obtiene descontando el *cash flow* disponible para las acciones a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas a la empresa (K_e). Sumando este valor de las acciones y el valor de mercado de la deuda se determina el valor de la empresa.

La rentabilidad exigida para los accionistas puede estimarse a través de alguno de los siguientes métodos:

- A partir del método de valoración de crecimiento constante de Gordon y Shapiro:

$$K_e = (\text{Div}_1 / P_0) + g$$

Siendo:

- ✓ Div_1 = dividendos a percibir en el periodo siguiente = $\text{Div}_0 (1+g)$
 - ✓ P_0 = precio actual de la acción
 - ✓ g = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos
- A partir del modelo de equilibrio de activos financieros (CAPM) que define así la rentabilidad exigida por los accionistas:

$$K_e = R_F + \beta PM$$

Siendo:

- ✓ R_F = tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo (bonos del Estado).
- ✓ β = beta de la acción (mide el riesgo, indicando la sensibilidad de la rentabilidad de la acción a los movimientos del mercado).
- ✓ PM = prima de riesgo del mercado.

Y así partiendo de un determinado valor de la beta de las acciones, de la tasa sin riesgo y de la prima de riesgo del mercado, se puede calcular la rentabilidad exigida de las acciones.

Una vez mencionados los métodos que se emplean para la valoración de empresas, en el próximo epígrafe se procede a indicar cuales son los métodos más correctos y comúnmente utilizados en la valoración de las Sociedades Anónimas Deportivas que rigen los clubes de fútbol profesional de LaLiga Santander.

3.2. Métodos de Valoración empleados en los Clubes de Fútbol

Tras la enumeración de los distintos métodos empleados para la valoración de empresas, en este epígrafe se mencionan algunos de los métodos o aproximaciones valorativas que se utilizan en relación a los clubes de fútbol.

En primer lugar, hay que matizar que no abundan los trabajos teóricos que aborden la valoración de los clubes de fútbol en su totalidad, sin embargo, según Barajas (2004) cabe destacar ciertas similitudes con la valoración de franquicias deportivas en los Estados Unidos, aunque no se corresponde exactamente con las figura y características del fútbol.

De cara a la correcta valoración de una franquicia deportiva (en nuestro caso de un club de fútbol), Kane (2000: 372) afirma que el analista debería investigar y comprender, entre otras cosas:

- La contribución de cada jugador al equipo.
- Los términos y condiciones de los contratos de los jugadores.
- La categoría de los jugadores en función de su rendimiento en el terreno de juego.

Con esto, Kane (2000) pone de manifiesto la necesidad de conocer las particularidades del negocio con la finalidad de determinar adecuadamente los flujos de

caja.

Cabe destacar que la valoración de una franquicia deportiva o club de fútbol requiere una valoración especializada debido a los siguientes factores (Damodaran, 1996):

- Las franquicias o clubes tienden a ser más valiosos que otros negocios con elevados valores.
- El éxito no se mide exclusivamente en términos económicos, sino en términos de victorias y derrotas.
- Las fuertes conexiones locales y las intensas emociones que evocan en sus aficionados convierten a los clubes o franquicias en algo diferente a un negocio ordinario.

Según diversos expertos como Barajas (2004) y Kane (2000), los métodos de valoración basados en los activos de la sociedad (sobre datos financieros) no tienen mucha relevancia debido a que el valor de este tipo de empresas se deriva de numerosos activos intangibles de la empresa, resultando los métodos más adecuados para la valoración de los clubes de fútbol los de renta (principalmente el Descuento de Flujos de Caja), y los de mercado, que toman como referencia las empresas cotizadas o transacciones de empresas comparables.

Cabe también destacar que existen también valoraciones relativas a aspectos parciales de los clubes de fútbol, entre las que cabe destacar la valoración de los principales activos de los clubes de fútbol:

- La valoración de las marcas de los clubes de fútbol, estudiadas por Guijarro *et al.* (2000) o Blasco *et al.* (2002)
- Las valoraciones de jugadores de fútbol, estudiado por expertos como Jimeno y Redondo (2002), Guzmán *et al.* (2002) o Dobson *et al.* (2000).

Estas valoraciones parciales (de jugadores o de marca) presentan la problemática de asignación del porcentaje del valor del club de fútbol en su conjunto al que corresponde la valoración parcial, o dicho de otro modo, “¿qué proporción del valor del club corresponde a la marca?” (Barajas, 2004: 89), pudiéndose hacer extensible esta cuestión también a los jugadores. Debido a este motivo, y ya que el objetivo del presente estudio, es la valoración global de un club de fútbol (Valencia CF), no profundizaremos en

la explicación de estas técnicas.

CAPÍTULO 4. METODOLOGÍA

En este capítulo nos centraremos en la explicación de la metodología utilizada de cara a realizar la valoración del Valencia C.F.

La elaboración de este trabajo de final de carrera comenzó con la recopilación de información estratégica e histórica relativa al sector del fútbol profesional en España, para comprobar como se encuentra en la actualidad, realizando ciertas comparaciones a nivel europeo y detallando los principales factores que afectan a esta valoración. Para ello se han utilizado diversas fuentes de información, las cuales se encuentran detalladas en referencias.

Según Cubiles (2013), a la hora de realizar cualquier valoración se han de utilizar al menos dos métodos distintos de valoración con el fin de contrastar los resultados obtenidos.

Tras analizar las características principales de diversos trabajos comparables relacionados con la temática del presente estudio, que se encuentran recogidos en la Figura 43, observamos que los métodos más utilizados para la valoración de empresas son la valoración por libros (patrimonial), la valoración por múltiplos (más concretamente EV/EBITDA), y el método de descuento de flujos de caja utilizando el *Free Cash Flow*.

Figura 44.- Análisis de las principales características de diversos trabajos comparables.

AUTOR	TIPO DE TRABAJO	UNIVERSIDAD O EMPRESA	AÑO	CLUB SAD	DESCUENTOS FLUJOS DE CAJA	VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	VALORACION POR LIBROS (patrimonial)
Barajas Alonso, Ángel Antonio	Tesis doctoral	Universidad de Navarra	2004	20 Clubes LFP	X		
García Lama, María	Trabajo Fin de Grado FYC	Universidad de Sevilla	2015	Real Betis Balompié	X		X
Gila Martínez-Conde, Pedro	Trabajo Fin de Grado Ciencias Económicas y Empresariales	Universidad Pontificia ICADE Comillas Madrid	2014	Real Madrid Club de Fútbol	X		
Cubiles Vázquez, L. Eduardo	Trabajo elaborado por encargo a analista de inversiones	Tu Fe Nunca Decaiga	2013	Real Sporting de Gijón S.A.D	X	X	X

Anónimo	Trabajo Fin de Grado Ciencias Empresariales	Universidad Pablo Olavide de Sevilla	2013	Sevilla Club de Fútbol	X		
KPMG	Trabajo de investigación	KPMG	2017	32 Clubes Europeos		X	

Fuente.: Elaboración Propia.

En este caso, valoraremos la sociedad anónima deportiva Valencia C.F. por estos tres métodos para alcanzar el objetivo de este trabajo: obtener la valoración más aproximada posible a la realidad y a las hipótesis asumidas.

Cabe destacar las diversas finalidades que pueden llevar a realizar una valoración empresarial, siendo según Pablo Fernández (2005) algunos de los propósitos más habituales:

- Servir de herramienta en operaciones de compraventa.
- Valoraciones de empresas que cotizan en bolsa, con el fin de descubrir cotizaciones infravaloradas.
- Salidas a bolsa.
- Herencias y testamentos.
- Sistemas de remuneración basados en la creación de valor.
- Jerarquización e identificadores de impulsores de valor (*value drivers*).
- Tomar decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa.
- Planificación estratégica.
- Procesos de arbitraje y pleitos.

No obstante, a pesar de la subjetividad subyacente en la valoración de una empresa, y reconociendo la asimetría en la información necesaria para valorar los activos o negocios, se debe señalar que existe un alto grado de similitud en los principios básicos de valoración de una empresa o negocio, ya que los activos financieros se valoran por los flujos de caja que se esperan obtener por poseerlos.

El objetivo de este informe es valorar la capacidad que dichos activos tienen en la creación de valor, por lo que la finalidad de este informe es encontrar un valor objetivo para el Valencia C.F. que bien pudiera ser utilizado como base para el establecimiento del precio en una negociación entre partes. Cabe destacar que no se pretende realizar una

valoración de los activos de la empresa (tasación), por lo que tomamos los datos facilitados por el Valencia CF en sus estados financieros.

En el próximo capítulo se reflejan las motivaciones de cada uno de los métodos utilizados, así como los procedimientos de realización de cada uno de ellos, pero antes, conviene referir las fuentes de información utilizada.

Fuentes de información utilizada

Para el desarrollo de este informe se han utilizado los informes económico-financieros y memorias del Valencia C.F. correspondientes a las temporadas 2013-14, 2014-15, y 2015-2016. De estos informes se ha extraído la siguiente información:

- Balance de Situación.
- Cuenta de Resultados.
- Estado de Cambios en el Patrimonio Neto.
- Estado de Flujos de Efectivo.
- Memoria con desglose en mayor o menor medida de las partidas que componen las masas patrimoniales.
- Informe de gestión.

Este epígrafe debe contener, el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias correspondientes a los últimos ejercicios (*Figuras 44, 45, 46, 47, 48 y 49*), con el fin de poder observar la situación económico-financiera de la entidad, necesaria para la posterior realización de la valoración del Valencia CF.

En base a toda la información obtenida, se ha procedido a elaborar la proyección esperada de la cuenta de resultados para el periodo 2017-2021. A continuación se presenta un resumen de la información obtenida (*Figuras 50 y 51*):

Figura 45.- Activo correspondiente al Balance de Situación a 30 de junio de 2014 y 30 de junio de 2013 (en euros).

BALANCES DE SITUACIÓN AL 30 DE JUNIO DE 2014 Y 30 DE JUNIO DE 2013			
(Euros)			
ACTIVO	Nota	30/06/2014	30/06/2013
A) ACTIVO NO CORRIENTE		358.434.909,27	365.519.452,91
I. Inmovilizado intangible	7	48.822.869,11	55.957.559,32
3. Patentes, licencias, marcas y similares		78.840,19	104.749,41
5. Aplicaciones informáticas		80.899,19	91.316,03
6. Derechos de adquisición de jugadores		31.040.250,62	55.761.493,88
7. Otro inmovilizado intangible		17.622.879,11	0,00
II. Inmovilizado material	5	269.845.098,37	269.838.228,94
1. Estadios y pabellones deportivos		113.657.529,02	114.386.022,82
2. Terrenos y construcciones		27.279.222,68	27.297.382,52
3. Instalaciones técnicas, y otro inmovilizado material		3.279.497,25	2.601.549,18
4. Inmovilizado en curso y anticipos		125.628.849,42	125.553.274,42
IV. Inversiones en emp del grupo y asoc a l. p.	9.5	294.899,36	623.949,41
1. Instrumentos de patrimonio		294.899,36	623.949,41
V. Inversiones financieras a largo plazo	9.1	701.739,41	690.107,28
1. Instrumentos de patrimonio		26.037,82	14.405,69
5. Otros activos financieros		675.701,59	675.701,59
VI. Activos por impuesto diferido	12	38.770.303,02	38.409.607,96
B) ACTIVO CORRIENTE		56.941.140,79	46.543.254,65
II. Existencias	10	3.520,49	4.347,63
2. Materias primas y otros aprovisionamientos		3.520,49	4.347,63
III. Deudores comerc y otras cuentas a cobrar	9.1	30.012.197,53	26.633.260,76
1. Abonados y socios por cuotas		2.300,13	194.469,58
2. Deudores empresas del grupo y asociadas		92.694,14	45.827,66
3. Entidades deportivas, deudores		22.885.351,31	17.276.907,08
4. Deudores varios		5.867.761,72	6.573.909,04
5. Personal		46.757,41	29.203,08
6. Activos por impuesto corriente		1.116.395,91	2.503.388,26
7. Otros créditos con las Administraciones Públicas		936,91	9.556,06
IV. Inversiones en empresas del grupo y asoc.	23	18.753.064,71	17.955.153,04
2. Créditos a empresas		18.753.064,71	17.955.153,04
V. Inversiones financieras a corto plazo	9.1	44.340,94	1.032.649,69
5. Otros activos financieros		44.340,94	1.032.649,69
VI. Periodificaciones a corto plazo		2.515.222,86	503.378,75
VII. Efectivo y otros activos líquidos equival.		5.612.794,26	414.464,78
1. Tesorería		5.612.794,26	414.464,78
TOTAL ACTIVO		415.376.050,06	412.062.707,56

Fuente.: Valencia CF (2014).

Figura 46.- Patrimonio Neto y Pasivo correspondiente al Balance de Situación a 30 de junio de 2014 y 30 de junio de 2013 (en euros).

BALANCES DE SITUACIÓN CONSOLIDADOS AL 30 DE JUNIO DE 2014 Y 2013			
(Euros)			
PATRIMONIO NETO Y PASIVO	Nota	30/06/2014	30/06/2013
A) PATRIMONIO NETO		59.416.250,47	59.375.677,87
A-1) Fondos propios	9.7	56.537.156,79	56.415.263,43
I. Capital		51.085.716,00	51.085.716,00
1. Capital escriturado		51.085.716,00	51.085.716,00
III. Reservas		5.329.547,43	194.791,09
1. Legal y estatutarias		5.681.758,71	5.108.082,53
2. Otras reservas		(352.211,28)	(4.913.291,44)
VII. Resultado del ejercicio	3	121.893,36	5.134.756,33
A-3) Subvenc, donaciones y legados recibidos	18	2.879.093,68	2.960.414,44
B) PASIVO NO CORRIENTE		45.753.956,48	41.438.288,94
I. Provisiones a largo plazo		29.389,53	29.389,53
4. Otras provisiones		29.389,53	29.389,53
II. Deudas a largo plazo	9.2	43.497.819,71	39.565.420,33
2. Deudas con entidades de crédito		41.387.184,07	33.744.973,63
5. Deudas con entidades deportivas		1.562.480,78	4.253.408,85
6. Otros pasivos financieros		548.154,86	1.567.037,85
IV. Pasivos por impuesto diferido	12	2.226.747,24	1.843.479,08
C) PASIVO CORRIENTE		310.205.843,11	311.248.740,75
III. Deudas a corto plazo	9.2	249.596.641,80	246.381.652,66
2. Deudas con entidades de crédito		213.685.895,30	204.746.071,63
5. Deudas con entidades deportivas		17.843.428,01	16.949.919,38
6. Otros pasivos financieros		18.067.318,49	24.685.661,65
IV. Deudas con emp del grupo y asoc a c. p.	23	524.168,46	482.020,88
V. Acreedores comerc y otras cuentas a pagar	9.2	58.597.533,41	58.983.582,98
1. Proveedores		6.702.061,10	4.954.228,28
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas		1.243.832,20	83.470,61
3. Acreedores varios		5.252.616,39	1.858.378,59
4. Personal deportivo (remunerac. pend. de pago)		39.084.107,11	34.941.861,78
5. Personal no deportivo (remunerac. pend. de pago)		317.120,94	297.923,18
7. Otras deudas con las Administraciones Públicas		5.997.795,67	16.847.720,54
VI. Periodificaciones a corto plazo		1.487.499,44	5.401.484,23
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO		415.376.050,06	412.062.707,56

Fuente.: Valencia CF (2014).

Figura 47.- Cuenta de Resultados a 30 de junio de 2014 y 30 de junio de 2013 (en euros).

CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CORRESPONDIENTES A 30 DE JUNIO DE 2014 Y 2013			
(Euros)			
	Nota	30/06/2014	30/06/2013
A) OPERACIONES CONTINUADAS			
1. Importe neto de la cifra de negocios	25	85.946.770,00	110.410.696,69
a) Ingresos por competiciones		13.331.986,07	35.113.579,78
b) Ingresos por abonados y socios		11.066.703,24	14.844.258,74
c) Ingresos por retransmisión		48.000.000,00	45.500.000,00
d) Ingresos de comercialización y publicidad		13.548.080,69	14.952.858,17
4. Aprovisionamientos	13	(947.036,07)	(734.557,43)
a) Consumo de material deportivo		(391.604,57)	(546.500,75)
b) Otros consumos		(495.613,44)	(275.096,74)
d) Deterioro de material deportivo, comercialización y otros		(59.818,06)	87.040,06
5. Otros ingresos de explotación		4.911.854,09	2.772.805,74
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente		4.702.619,50	2.772.805,74
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio		209.234,59	0,00
6. Gastos de personal		(57.516.341,91)	(60.703.643,09)
a) Sueldos y salarios plantilla deportiva		(49.635.284,30)	(53.395.640,97)
b) Otros sueldos, salarios y asimilados		(5.373.181,47)	(5.358.692,64)
c) Cargas sociales	13	(2.507.876,14)	(2.102.705,96)
d) Provisiones		0,00	153.396,48
7. Otros gastos de explotación		(20.267.844,83)	(18.352.093,52)
a) Servicios exteriores		(15.801.009,10)	(14.094.678,09)
b) Tributos		(482.261,36)	(445.267,91)
c) Desplazamientos		(1.767.557,27)	(1.369.462,80)
e) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales		56.420,69	348.625,80
f) Otros gastos de gestión corriente		(2.273.437,79)	(2.791.310,52)
8. Amortización del inmovilizado	5 y 7	(22.717.558,72)	(25.350.674,42)
a) Amortización de derechos de adquisición de jugadores		(21.171.020,88)	(23.831.600,76)
b) Otras amortizaciones		(1.546.537,84)	(1.519.073,66)
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	18	116.172,48	116.172,48
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	5 y 7	23.225.669,57	10.975.313,85
a) Deterioros y pérdidas		1.077.582,17	(6.709.768,52)
b) Resultados por enajenaciones y otras de jugadores		22.150.989,14	18.317.999,52
c) Resultados por enajenaciones y otras de otro inmovilizado		(2.901,74)	(632.917,15)
13. Otros resultados	13	(406.175,39)	(212.821,83)
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN		12.345.509,22	18.921.198,47
14. Ingresos financieros	9	1.840.768,26	1.970.811,93
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros		1.840.768,26	1.970.811,93
b1) De empresas del grupo y asociadas		837.911,67	798.294,02
b2) De terceros		1.002.856,59	1.172.517,91
15. Gastos financieros	9	(11.099.926,28)	(12.853.370,04)
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas		(10.278,23)	(11.172,22)
b) Por deudas con terceros		(11.089.648,05)	(12.842.197,82)
17. Diferencias de cambio	11	(82.303,69)	(475,23)
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros		(317.417,92)	(129.287,53)
a) Deterioros y pérdidas		(317.417,92)	(129.287,53)
A.2) RESULTADO FINANCIERO		(9.658.879,63)	(11.012.320,87)
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS		2.686.629,59	7.908.877,60
19. Impuestos sobre beneficios	12	(2.564.736,23)	(2.774.121,27)
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCED DE OPERAC CONTINUADAS		121.893,36	5.134.756,33
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO	3	121.893,36	5.134.756,33

Fuente.: Valencia CF (2014).

Figura 48.- Activo correspondiente al Balance de Situación al 30 de junio de 2016 y 30 de junio de 2015 (en miles de euros).

BALANCES DE SITUACIÓN AL 30 DE JUNIO DE 2016 Y 30 DE JUNIO DE 2015
(Miles de euros)

ACTIVO	Nota	30/06/16	30/06/15
A) ACTIVO NO CORRIENTE		453.372	406.673
I. Inmovilizado intangible	6	141.801	94.549
3. Patentes, licencias, marcas y similares		51	63
5. Aplicaciones informáticas		32	44
6. Derechos de adquisición de jugadores		141.718	94.442
II. Inmovilizado material	5	263.611	262.850
1. Estadios y pabellones deportivos		113.378	113.687
2. Terrenos y construcciones		28.745	28.763
3. Instalaciones técnicas, y otro inmovilizado material		5.689	4.315
4. Inmovilizado en curso y anticipos		115.799	116.085
IV. Inversiones en emp del grupo y asoci a l. p.	8.5	3.961	4.257
1. Instrumentos de patrimonio		3.961	4.257
V. Inversiones financieras a largo plazo		1.206	1.533
1. Instrumentos de patrimonio		15	22
5. Otros activos financieros	8.1.1	1.191	1.511
VI. Activos por impuesto diferido	11	42.792	37.951
VII. Deudores comerciales no corrientes	8.1.2	1	5.533
B) ACTIVO CORRIENTE		28.727	28.669
II. Existencias	9	220	24
2. Materias primas y otros aprovisionamientos		220	24
III. Deudores comerc y otras cuentas a cobrar		22.548	24.411
1. Abonados y socios por cuotas	8.1.2	185	215
2. Deudores empresas del grupo y asociadas	8.1.2	-	65
3. Entidades deportivas, deudores	8.1.2	13.353	15.443
4. Deudores varios	8.1.2	6.992	6.605
5. Personal	8.1.2	23	31
6. Activos por impuesto corriente	11	1.797	1.076
7. Otros créditos con las Administraciones Públicas	11	198	976
IV. Inversiones en empresas del grupo y asoci.	16	-	1.918
5. Otros activos financieros	8.1.3	-	1.918
V. Inversiones financieras a corto plazo	8.1.1	82	175
5. Otros activos financieros		82	175
VI. Periodificaciones a corto plazo	8.1.4	495	1.825
VII. Efectivo y otros activos líquidos equival.		5.382	316
1. Tesorería		5.382	316
TOTAL ACTIVO		482.099	435.342

Fuente.: Valencia CF (2016).

Figura 49.- Patrimonio Neto y Pasivo correspondientes al Balance de Situación a 30 de junio de 2016 y 30 de junio de 2015 (en miles de euros).

BALANCES DE SITUACIÓN AL 30 DE JUNIO DE 2016 Y 30 DE JUNIO DE 2015

(Miles de euros)

PATRIMONIO NETO Y PASIVO	Nota	30/06/16	30/06/15
A) PATRIMONIO NETO		112.051	47.636
A-1) Fondos propios	8.8	109.141	44.642
I. Capital		86.942	51.086
1. Capital escriturado		86.942	51.086
II. Prima de emisión		64.329	-
III. Reservas		(8.965)	(4.723)
1. Legal y estatutarias		5.694	5.694
2. Otras reservas		(14.659)	(10.417)
V. Resultados de ejercicios anteriores		(1.721)	-
VII. Resultado del ejercicio	3	(31.444)	(1.721)
A-3) Subvenc, donaciones y legados recibidos	8.6	2.910	2.994
B) PASIVO NO CORRIENTE		280.403	272.386
I. Provisiones a largo plazo	13	31.660	329
4. Otras provisiones		31.660	329
II. Deudas a largo plazo		223.731	229.007
2. Deudas con entidades de crédito	8.2.1	195.468	196.205
3. Acreedores por arrendamiento financiero	8.2.1	258	341
5. Deudas con entidades deportivas	8.2.3	5.354	2.888
6. Otros pasivos financieros	8.2.3	22.651	29.573
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas	8.2.2	22.972	40.000
IV. Pasivos por impuesto diferido	11	2.040	3.050
C) PASIVO CORRIENTE		89.645	115.320
III. Deudas a corto plazo		42.762	70.007
2. Deudas con entidades de crédito	8.2.1	6.044	5.750
3. Acreedores por arrendamiento financiero	8.2.1	83	79
5. Deudas con entidades deportivas	8.2.3	27.146	55.870
6. Otros pasivos financieros	8.2.3	9.489	8.308
IV. Deudas con emp del grupo y asoc a c. p.	8.2.2	2.748	2.264
V. Acreedores comerc y otras cuentas a pagar		41.731	37.110
1. Proveedores	8.2.4	5.012	3.414
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	8.2.4	507	69
3. Acreedores varios	8.2.4	1.236	1.123
4. Personal deportivo (remunerac. pend. de pago)	8.2.4	18.339	21.233
5. Personal no deportivo (remunerac. pend. de pago)	8.2.4	736	864
7. Otras deudas con las Administraciones Públicas	11	15.901	10.407
VI. Periodificaciones a corto plazo	8.1.4	2.404	5.939
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO		482.099	435.342

Fuente.: Valencia CF (2016).

Figura 50.- Cuenta de Resultados a 30 de junio de 2016 y 30 de junio de 2015 (en miles de euros).

**CUENTAS DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CORRESPONDIENTES
A 30 DE JUNIO DE 2016 Y 30 DE JUNIO DE 2015
(Miles de euros)**

	Nota	30/06/16	30/06/15
A) OPERACIONES CONTINUADAS			
1. Importe neto de la cifra de negocios	12.1	107.952	77.032
a) Ingresos por competiciones		33.831	5.671
b) Ingresos por abonados y socios		13.728	11.984
c) Ingresos por retransmisión		48.000	48.000
d) Ingresos de comercialización y publicidad		12.393	11.377
4. Aprovisionamientos		(1.519)	(1.512)
a) Consumo de material deportivo	12.2	(758)	(1.155)
b) Otros consumos	12.2	(709)	(498)
d) Deterioro de material deportivo, comercialización y otros	9	(52)	141
5. Otros ingresos de explotación		6.778	533
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente		6.550	297
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio		228	236
6. Gastos de personal	12.3	(77.062)	(63.763)
a) Sueldos y salarios plantilla deportiva		(67.564)	(53.127)
b) Otros sueldos, salarios y asimilados		(6.500)	(7.921)
c) Cargas sociales		(3.052)	(2.715)
d) Provisiones		54	-
7. Otros gastos de explotación		(19.850)	(22.606)
a) Servicios exteriores	12.4	(15.622)	(15.904)
b) Tributos		(645)	(635)
c) Desplazamientos		(2.045)	(1.022)
e) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	8.1.2	1.822	(1.995)
f) Otros gastos de gestión corriente		(3.360)	(3.050)
8. Amortización del inmovilizado	5 y 6	(48.436)	(29.173)
a) Amortización de derechos de adquisición de jugadores		(46.409)	(27.330)
b) Otras amortizaciones		(2.027)	(1.843)
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	8.6	116	116
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	5 y 6	33.940	14.507
a) Deterioros y pérdidas		-	(18.997)
b) Resultados por enajenaciones y otras de jugadores		33.955	33.944
c) Resultados por enajenaciones y otras de otro inmovilizado		(15)	(440)
13. Otros resultados	12.5	(28.225)	(269)
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN		(26.306)	(25.135)
14. Ingresos financieros	8.4 y 12.6	5.378	55.602
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio		1	-
a2) En terceros		1	-
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros		5.377	55.602
b1) De empresas del grupo y asociadas		20	573
b2) De terceros		5.357	55.029
15. Gastos financieros	8.4 y 12.6	(16.133)	(12.281)
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas		(670)	(322)
b) Por deudas con terceros		(15.463)	(11.959)
17. Diferencias de cambio	10	101	208
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	8.4	(303)	(13.449)
a) Deterioros y pérdidas		(303)	(13.449)
A.2) RESULTADO FINANCIERO		(10.957)	30.080
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS		(37.263)	4.945
19. Impuestos sobre beneficios	11	5.819	(6.666)
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCED DE OPERAC CONTINUADAS		(31.444)	(1.721)
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO	3	(31.444)	(1.721)

Fuente.: Valencia CF (2016).

Figura 51.- Cuenta de Resultados 2013-2016 Valencia C.F. (en euros).

Cuenta de Resultados - Individual en euros	2013®	2014®	2015®	2016®
Importe neto cifra negocios	110.410.697	85.946.770	77.032.000	107.952.000
- Ingresos por competiciones	35.113.580	13.331.986	5.671.000	33.831.000
- Ingresos por abonados y socios	14.844.259	11.066.703	11.984.000	13.728.000
- Ingresos por retransmisión	45.500.000	48.000.000	48.000.000	48.000.000
- Ingresos por comercialización y publicidad	14.952.858	13.548.081	11.377.000	12.393.000
Ingresos Operativos	124.274.989	114.200.466	92.188.000	148.786.000
% crecimiento		-8,1%	-19,3%	61,4%
Coste de Ventas	947.379	1.353.211	1.781.000	29.744.000
- Aprovisionamientos	734.557	947.036	1.512.000	1.519.000
% Coste vs Ingresos	0,8%	1,2%	1,9%	20,0%
Margen Bruto	123.327.610	112.847.255	90.407.000	119.042.000
% margen sobre ingresos	99,2%	98,8%	98,1%	80,0%
% gastos de estructura sobre ingresos	63,6%	68,1%	93,7%	65,1%
- Gastos de Personal	60.703.643	57.516.342	63.763.000	77.062.000
- Otros Gastos de Explotación	18.352.094	20.267.845	22.606.000	19.850.000
Gastos de Estructura	79.055.737	77.784.187	86.369.000	96.912.000
Ebitda	44.271.873	35.063.068	4.038.000	22.130.000
% EBITDA sobre ingresos	35,6%	30,7%	4,4%	14,9%
Provisiones	0	0	0	0
Dotación amortizaciones	25.350.674	22.717.559	29.173.000	48.436.000
Ebit	18.921.198	12.345.509	-25.135.000	-26.306.000
% EBIT sobre ingresos	15,2%	10,8%	-27,3%	-17,7%
Resultado financiero	-11.012.321	-9.658.880	30.080.000	-10.957.000
- Ingreso financiero	1.970.812	1.840.768	55.810.000	5.479.000
- Gasto financiero	12.983.133	11.499.648	25.730.000	16.436.000
Resultado extraordinario	0	0	0	0
Resultado antes de impuestos	7.908.878	2.686.630	4.945.000	-37.263.000
% margen sobre ingresos	6,4%	2,4%	5,4%	-25,0%
Tipo impositivo	-35,1%	-95,5%	-134,8%	-15,6%
Impuesto sociedades	-2.774.121	-2.564.736	-6.666.000	5.819.000
Resultado después de impuestos	5.134.756	121.893	-1.721.000	-31.444.000
% margen sobre ingresos	4,1%	0,1%	-1,9%	-21,1%

Fuente.: Elaboración propia.

Figura 52.- Balance de Situación 2013-2016 Valencia C.F. (en euros).

Balance de Situación - Individual en euros	2013®	2014®	2015 ®	2016 ®
Inmovilizado inmaterial neto	55.957.559	48.822.869	94.549.000	141.801.000
Inmovilizado material neto	269.838.229	269.845.098	262.850.000	263.611.000
Total Inmovilizado	325.795.788	318.667.967	357.399.000	405.412.000
Inmovilizado financiero	0	0	0	0
Participaciones en empresas del grupo	623.949	294.899	4.257.000	3.961.000
Participaciones en empresas del asociadas	0	0	0	0
Otros créditos	0	0	5.533.000	1.000
Depósitos a LP	690.107	701.739	1.533.000	1.206.000
Activos por impuestos diferidos	38.409.608	38.770.303	37.951.000	42.792.000
Total Activo No Corriente	365.519.453	358.434.909	406.673.000	453.372.000
Existencias	4.348	3.520	24.000	220.000
Deudores	26.633.261	30.012.198	24.411.000	22.548.000
Tesorería operativa	5.067.207	4.838.593	5.387.178	8.778.575
Inversiones en empresas del grupo y asociadas	17.955.153	18.753.065	1.918.000	0
Inversiones Financieras Temporales	1.032.650	44.341	175.000	82.000
Periodificaciones a CP	503.379	2.515.223	1.825.000	495.000
Excedentes de fondos / Necesidades de fondos	-4.652.743	774.201	-5.071.178	-3.396.575
Total Activo Corriente	46.543.255	56.941.141	28.669.000	28.727.000
Total Activo	412.062.708	415.376.050	435.342.000	482.099.000
% crecimiento de balance		0,8%	4,8%	10,7%
Balance de Situación - Individual en euros	2013®	2014®	2015 ®	2016 ®
Capital	51.085.716	51.085.716	51.085.716	86.942.000
Subvenciones + (Prima de Emisión 2016)	2.960.414	2.879.094	2.994.284	67.239.000
Reservas + Resultado ejercicios anteriores	194.791	5.329.547	-4.723.000	-10.686.000
Resultado ejercicio	5.134.756	121.893	-1.721.000	-31.444.000
Total Patrimonio Neto	59.375.678	59.416.250	47.636.000	112.051.000
% fondos propios vs balance	14,4%	14,3%	10,9%	23,2%
Deuda financiera LP / Otras deudas	39.594.810	43.527.209	229.336.000	255.391.000
Pasivos impuestos diferidos a LP / Deudas grupo y asociadas	1.843.479	2.226.747	43.050.000	25.012.000
Deuda financiera CP / Otras deudas	252.265.158	251.608.310	78.210.000	47.914.000
Acreedores a corto plazo	58.983.583	58.597.533	37.110.000	41.731.000
Total Pasivo Corriente	311.248.741	310.205.843	115.320.000	89.645.000
Total Pasivo y PN	412.062.708	415.376.050	435.342.000	482.099.000
% crecimiento de balance		0,8%	4,8%	10,7%

Fuente.: Elaboración propia.

CAPITULO 5. VALORACIÓN DEL VALENCIA CLUB DE FÚTBOL

A continuación se valorará la S.A.D Valencia C.F. empleando los tres métodos de valoración mencionados en el capítulo de metodología de este trabajo:

- Valor según libros (patrimonial).
- Valoración según múltiplos comparables (EV/EBITDA).
- Valoración según descuento de flujos de caja (*Free Cash Flow*).

Valoración según libros

Tal y como se ha presentado en el capítulo en que se desarrollaba la metodología de este trabajo, este método se basa en la obtención del valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Este método considera que el valor de la empresa radica en su balance, proporcionando una óptica estática debido a que no tiene en cuenta las proyecciones futuras del club.

El valor contable de las acciones (también llamado valor en libros), es el valor de los Recursos Propios que aparecen en el Balance (Capital + Reservas). También puede calcularse como la diferencia entre el Activo Real y el Pasivo Exigible, es decir, el excedente entre el total de bienes y derechos de la empresa frente a las obligaciones contraídas con terceros.

Figura 53.- Valor en libros Valencia CF (en euros).



	2016
PATRIMONIO NETO	112.051.000
ACTIVO REAL	482.099.000
PASIVO EXIGIBLE	370.048.000
VALOR EN LIBROS VALENCIA CF	112.051.000

Fuente.: *Elaboración Propia.*

Recordando la referencia a Barajas (2004) y Kane (2000), citados en el epígrafe dos del tercer capítulo, los métodos de valoración patrimoniales no tienen mucha relevancia debido a los numerosos activos intangibles de la empresa, en este caso del Valencia CF, por lo que procederemos a aplicar el siguiente método de los elegidos.

Valoración según múltiplos

La valoración según múltiplos es un método de valoración basado en la cuenta de resultados, de modo que la aplicación de estos métodos consiste en determinar el valor de la compañía mediante un multiplicador de un parámetro de la cuenta de resultados de la misma.

A la hora de realizar una valoración por múltiplos, la escasez de equipos cotizados provoca un problema cuando se buscan clubes de referencia. De este modo, para valorar la Juventus FC, se buscan referencias del AC Milán, o viceversa, o se compara con otros clubes de características financieras diferentes como el Manchester United FC, sin embargo diversos analistas prefieren estos métodos frente al descuento de flujos de caja debido a su simplicidad (Cubiles, 2013).

En nuestro caso, siguiendo a Cubiles (2013), el múltiplo elegido para la valoración del Valencia CF es el de EV/EBITDA, que mide la relación entre el valor de empresa y los beneficios brutos de explotación generados por la compañía.

Para la evaluación de este método se ha de estudiar un horizonte temporal mínimo, ya que, como se puede observar en los estados financieros del Valencia CF presentados con anterioridad, las empresas van a sufrir alteraciones en sus flujos de explotación anuales, en este caso, por la consecución del objetivo deportivo de conseguir clasificarse para la UEFA Champions League o no, por lo que realizaremos el promedio del EBITDA de los últimos cuatro años de cara a poder aplicarle un multiplicador (tal y como realiza Cubiles, 2013), y asumir que el resultado provenga de un parámetro de referencia válido.

A este EBITDA promedio lo denominaremos EBITDA Recurrente (Cubiles, 2013), y lo calculamos de la siguiente manera:

- $\text{EBITDA Recurrente} = (\text{EBITDA}'_{13} + \text{EBITDA}_{14} + \text{EBITDA}'_{15} + \text{EBITDA}'_{16}) / (\text{N}^{\circ} \text{ de años tenidos en cuenta})$
- $\text{EBITDA Recurrente Valencia CF} = (44.271.873 + 35.063.068 + 4.038.000 + 22.130.000) / 4 = 105.502.941 / 4 = \mathbf{26.375.735}$

Una vez calculado el EBITDA recurrente, se procede a calcular el multiplicador, que se ha de obtener de transacciones comparables, mediante la observación de operaciones similares, en un entorno geográfico similar, en clubes de tamaño equivalente, y con unas características de liquidez y solvencia similares.

En este caso, el mejor comparable posible supone la venta del mismo club al magnate Peter Lim en el año 2014, por lo que tomaremos los datos facilitados por Úbeda y Molina (2014), Cosín (2014) y Ros (2014).

Figura 54.- Cálculo múltiplo EV/EBITDA compra Valencia CF año 2014 (en euros).



	2014
VALOR DE COMPRA PETER LIM (EQUITY VALUE 70,06%)	94.000.000
VALOR CORRESPONDIENTE (EQUITY VALUE 100%)	134.170.711
DFN	230.000.000
ENTERPRISE VALUE	364.170.711
EBITDA 2014 VALENCIA CF	35.063.068
EV/EBITDA (MÚLTIPLO)	x10,39

Fuente.: Elaboración Propia.

La obtención de otros múltiplos comparables mediante la observación de operaciones similares conlleva dificultad, debido a que en España no se han producido demasiadas operaciones relativas a clubes de fútbol que reúnan las características requeridas, o en las que se han realizado no se han hecho públicos los parámetros de las mismas.

Debido a esta dificultad, de cara a la obtención de otros múltiplos comparables, se tomarán los datos extraídos del estudio de Cubiles (2013) siendo el primero de ellos el múltiplo de EBITDA aplicado en la valoración del Liverpool FC inglés en el proceso de compra por parte de Henry & Werner.

Figura 55.- Posible equivalencia Liverpool FC (en euros).



	2012
VALOR COMPRA HENRY & WERNER (EQUITY VALUE)	152.950.000,00
DFN	75.000.000,00
ENTERPRISE VALUE	227.950.000,00
EBITDA LIVERPOOL	21.500.000,00
EV / EBITDA	10,60x

Fuente.: Cubiles (2013).

El dato que será utilizado como alternativa a la obtención de múltiplos comparables por medio del análisis de operaciones similares, es extraído del estudio de Cubiles (2013), quien propone el uso de un múltiplo obtenido en un estudio extraído del promedio de las cotizaciones en bolsa de 21 clubes europeos el año 2012.

Figura 56.- Estudio clubes europeos cotizados.



Fuente.: Cubiles (2013).

Por lo tanto, en vista de los múltiplos presentados, se opta por adoptar un múltiplo de **9,5 EV/EBITDA**, debido a que este queda comprendido entre el 8 y el 10,60, siendo más próximo al 10, como nos indican dos de los tres múltiplos obtenidos.

Tras aplicar el multiplicador (9,5) al EBITDA Recurrente (26.375.735) obtenemos el *Enterprise Value* o Valor de Empresa del Valencia CF.

$$\text{Enterprise Value} = 26.375.735 \times 9,5 = \mathbf{250.569.483 \text{ €.}}$$

Para obtener el *Equity Value* correspondiente a esta valoración tan solo hay que corregir esta cantidad restando la Deuda Financiera Neta, así como los Activos no Afectos del Valencia CF en el momento de realizar una posible operación. Siendo (Cubiles, 2013):

- Deuda Financiera Neta = Deuda Financiera con Coste – Activos Líquidos
- Activos no Afectos = Aquellos activos del Balance, de los cuales sin ser propietario de ellos, la empresa podría desarrollar su actividad. Algunos ejemplos son las marcas, locales y derechos de uso del estadio, entre otros.

Valoración según Descuento de Flujos de Caja

El tercer método de valoración que se va a aplicar es la valoración por descuento de flujos de caja. La mayoría de analistas y expertos consideran que este es el método más adecuado para la valoración de cualquier empresa, al tener en cuenta los flujos de caja futuros (Fernández, 2005).

En este caso, siguiendo a Fernández (2005), se utilizará el flujo de caja libre o *Free Cash Flow*, que es el flujo que se obtiene de operaciones llevadas a cabo por la entidad sin tener en cuenta el endeudamiento y tomado después del impuesto, es decir, es el dinero disponible después de reinvertir en activos fijos y otras necesidades operativas, suponiendo que no existe deuda y que, por lo tanto, no hay cargas financieras.

La primera parte de este método se basa en el estudio tanto histórico como estratégico de las magnitudes de sus Estados Financieros. A partir de este análisis, se observan elementos significativas que condicionan la generación de ingresos y los costes asociados a esa generación de ingresos (*drivers*) para el periodo 2012-2016, y su aplicación práctica en el periodo 2017-2021. El *driver* principal para la estimación de los flujos de caja en este caso es si el Valencia CF participa en competiciones europeas, o no participa, debido a diferencias significativas centradas principalmente en los ingresos por competiciones, tal y como se ha presentado en el capítulo 2.3. en que se ha analizado las fuentes de ingresos de los clubes y sociedades anónimas deportivas en el fútbol.

Para realizar una valoración mediante este método y de acuerdo con (García Lama, 2015), se debe determinar el horizonte temporal de la proyección financiera, así como estimar todas las variables necesarias que formarán parte de los flujos de caja (Anónimo, 2013). También habrá que realizar distintos escenarios sobre las proyecciones realizadas con el fin de analizar la sensibilidad de las variables. Se asume la hipótesis básica de que la vida de la compañía es indefinida, debido a que no es posible estimar los flujos de caja siempre (Anónimo, 2013), es necesario definir un horizonte temporal limitado de estimación de flujos de caja y determinar un valor residual que refleje todos los flujos de caja libre más allá del horizonte temporal. En este caso el horizonte temporal será de 5 años.

A continuación se va a realizar la valoración del Valencia C.F. S.A.D. en función de tres escenarios vinculados con diferentes hipótesis relacionadas con los resultados deportivos en el período de proyección explícito definido anteriormente.

Escenario 1.- Óptica pesimista

En este escenario asumimos las siguientes hipótesis:

H1: Que el Valencia CF no se clasificará para jugar competición europea los próximos 5 años (2017-2021), porque en los últimos 50 años no se ha clasificado en 15 ocasiones (Resultados Fútbol, 2017).

H2: Los ingresos anuales por competiciones serán de 6 millones de euros, basándonos en los que obtuvo el club la última temporada que no disputó competición europea (2015).

H3: El gasto de personal relativo a los salarios de los jugadores, así como la amortización que contiene la partida correspondiente a derechos de jugadores (traspasos), se verán mermadas año a año debido a la necesidad de abaratamiento del coste de la plantilla, de cara a poder cumplir con la normativa del *Fair Play* Financiero detallada en el capítulo 2.4.

H4: Los ingresos en concepto de retransmisiones incrementan hasta los 65 millones, debido al nuevo acuerdo de venta conjunta de derechos televisivos aplicado por LaLiga a partir de la temporada 2016/2017 detallada en el capítulo 2.5.

H5: Los ingresos por abonados y comercialización se mantendrán próximos a los obtenidos durante la última temporada que el club no disputó competición europea (2015).

A continuación se exponen las proyecciones de la cuenta de resultados, así como los flujos de caja correspondientes:

Figura 57.- Proyecciones cuenta de resultados óptica pesimista (en euros).

Cuenta de Resultados - Individual en euros	2017(p)	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)
Importe neto cifra negocios	94.000.000	94.000.000	94.000.000	94.000.000	94.000.000
- Ingresos por competiciones	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000
- Ingresos por abonados y socios	12.000.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000
- Ingresos por retransmisión	65.000.000	65.000.000	65.000.000	65.000.000	65.000.000
- Ingresos por comercialización y publicidad	11.000.000	11.000.000	11.000.000	11.000.000	11.000.000
Ingresos Operativos	109.000.000	109.000.000	109.000.000	109.000.000	109.000.000
% crecimiento	-26,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Coste de Ventas	1.800.000	1.800.000	1.800.000	1.800.000	1.800.000
- Aprovisionamientos	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000
% Coste vs Ingresos	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Margen Bruto	107.200.000	107.200.000	107.200.000	107.200.000	107.200.000
% margen sobre ingresos	98,3%	98,3%	98,3%	98,3%	98,3%
% gastos de estructura sobre ingresos	78,0%	73,4%	68,8%	64,2%	59,6%
- Gastos de Personal	65.000.000	60.000.000	55.000.000	50.000.000	45.000.000
- Otros Gastos de Explotación	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
Gastos de Estructura	85.000.000	80.000.000	75.000.000	70.000.000	65.000.000
Ebitda	22.200.000	27.200.000	32.200.000	37.200.000	42.200.000
% EBITDA sobre ingresos	20,4%	25,0%	29,5%	34,1%	38,7%
Provisiones	0	0	0	0	0
Dotación amortizaciones	45.000.000	40.000.000	35.000.000	30.000.000	25.000.000
Ebit	-22.800.000	-12.800.000	-2.800.000	7.200.000	17.200.000
% EBIT sobre ingresos	-20,9%	-11,7%	-2,6%	6,6%	15,8%
Resultado financiero	-9.500.000	-9.500.000	-9.500.000	-9.500.000	-9.500.000
- Ingreso financiero	5.500.000	5.500.000	5.500.000	5.500.000	5.500.000
- Gasto financiero	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000
Resultado extraordinario	0	0	0	0	0
Resultado antes de impuestos	-32.300.000	-22.300.000	-12.300.000	-2.300.000	7.700.000
% margen sobre ingresos	-29,6%	-20,5%	-11,3%	-2,1%	7,1%
Tipo impositivo	-15,5%	-22,4%	-40,7%	-217,4%	64,9%
Impuesto sociedades	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Resultado después de impuestos	-27.300.000	-17.300.000	-7.300.000	2.700.000	12.700.000
% margen sobre ingresos	-25,0%	-15,9%	-6,7%	2,5%	11,7%

Fuente.: Elaboración Propia.

Figura 58.- Flujos de caja correspondiente a la óptica pesimista (en euros).

Flujos de Caja en euros	2017(p)	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	VR
EBIT	(22.800.000)	(12.800.000)	(2.800.000)	7.200.000	17.200.000	17.200.000
Amortización	45.000.000	40.000.000	35.000.000	30.000.000	25.000.000	25.000.000
EBITDA	22.200.000	27.200.000	32.200.000	37.200.000	42.200.000	42.200.000
Movimientos - Impuestos Diferidos	147.000	2.633.000	2.633.000	2.633.000	2.633.000	2.633.000
Movimientos Activo - Existencias	0	0	0	0	0	0
Movimientos Activo - Clientes	7.095.945	0	0	0	0	0
Movimientos Activo - Inversiones del grupo	0	0	0	0	0	0
Movimientos Pasivo - Proveedores	(18.169.356)	0	0	0	0	0
var. NOF	(10.926.411)	2.633.000	2.633.000	2.633.000	2.633.000	2.633.000
Capex	(23.960.000)	(20.000.000)	(35.000.000)	(20.000.000)	(25.000.000)	(25.000.000)
Inmovilizado financiero	623.000	425.000	425.000	425.000	425.000	425.000
Impuesto de sociedades	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Gastos a distribuir en varios ejercicios	0	0	0	0	0	0
Resultados extraordinarios	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	(7.063.411)	15.258.000	5.258.000	25.258.000	25.258.000	25.258.000

Fuente.: Elaboración Propia.

Escenario 2.- Óptica neutral

En este escenario asumimos las siguientes hipótesis:

H1: Que el Valencia CF no se clasificará para jugar competición europea en dos de las 5 temporadas (2017-2018), que se clasificará para participar en la UEFA Europa League una temporadas (2020) y que se clasificará para jugar la UEFA Champions League las dos temporadas restantes (2019-2021). Cabe destacar que las dos primeras temporadas no se jugará competición europea debido a que, pese a ser proyecciones, debido a que todavía no son oficiales los datos económico-financieros, la temporada 2016-2017 ya se ha disputado, y el Valencia CF no ha participado en competición europea, así como ya se conoce la posición final en la clasificación del Valencia CF durante esa temporada, no habiéndose clasificado para disputar competición europea la temporada 2017-2018 que corresponde al segundo año de proyecciones.

H2: Respecto a los ingresos anuales por competiciones serán de 6 millones de euros cuando no haya competición europea, de 13 millones de euros la temporada que se participa en la UEFA Europa League, y de 35 millones de euros las temporadas que se juega la UEFA Champions League, basándonos en los que obtuvo el club la última temporada que no disputó competición europea (2015), disputó UEFA Europa League (2014), o en las que disputó UEFA Champions League (2013 y 2016).

H3: Con respecto a la partida de ingresos por retransmisión, observamos un incremento independiente de si se juega competición europea o no, esto es debido a los nuevos acuerdos de televisión vigentes desde la temporada 2016-2017 (LaLiga, 2016; Muñoz, 2017).

H4: El gasto de personal relativo a los salarios de los jugadores, así como la amortización que contiene la partida correspondiente a derechos de jugadores (traspasos), se verán ajustadas anualmente debido a la necesidad de abaratamiento del coste de la plantilla, o de incremento con la finalidad de aumentar la competitividad del equipo (Hipótesis Nula, Guijarro *et al.* 2002), y a su vez poder cumplir con la normativa del *Fair Play* Financiero detallada en el capítulo 2.4.

H5: Los ingresos por abonados y comercialización se mantendrán próximos a los obtenidos durante la última temporada que el club tuvo la misma situación.

A continuación se exponen las proyecciones de la cuenta de resultados, así como los flujos de caja correspondientes:

Figura 59.- Proyecciones cuenta de resultados óptica neutral (en euros).

Cuenta de Resultados - Individual en euros	2017(p)	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)
Importe neto cifra negocios	94.000.000	94.000.000	140.000.000	110.000.000	140.000.000
- Ingresos por competiciones	6.000.000	6.000.000	35.000.000	13.000.000	35.000.000
- Ingresos por abonados y socios	12.000.000	12.000.000	15.000.000	13.000.000	15.000.000
- Ingresos por retransmisión	65.000.000	65.000.000	75.000.000	70.000.000	75.000.000
- Ingresos por comercialización y publicidad	11.000.000	11.000.000	15.000.000	14.000.000	15.000.000
Ingresos Operativos	109.000.000	109.000.000	165.000.000	130.000.000	165.000.000
% crecimiento	-26,7%	0,0%	51,4%	-21,2%	26,9%
Coste de Ventas	1.800.000	1.800.000	1.800.000	1.800.000	1.800.000
- Aprovisionamientos	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000
% Coste vs Ingresos	1,7%	1,7%	1,1%	1,4%	1,1%
Margen Bruto	107.200.000	107.200.000	163.200.000	128.200.000	163.200.000
% margen sobre ingresos	98,3%	98,3%	98,9%	98,6%	98,9%
% gastos de estructura sobre ingresos	78,0%	73,4%	51,5%	69,2%	54,5%
- Gastos de Personal	65.000.000	60.000.000	65.000.000	70.000.000	70.000.000
- Otros Gastos de Explotación	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
Gastos de Estructura	85.000.000	80.000.000	85.000.000	90.000.000	90.000.000
Ebitda	22.200.000	27.200.000	78.200.000	38.200.000	73.200.000
% EBITDA sobre ingresos	20,4%	25,0%	47,4%	29,4%	44,4%
Provisiones	0	0	0	0	0
Dotación amortizaciones	45.000.000	40.000.000	35.000.000	30.000.000	25.000.000
Ebit	-22.800.000	-12.800.000	43.200.000	8.200.000	48.200.000
% EBIT sobre ingresos	-20,9%	-11,7%	26,2%	6,3%	29,2%
Resultado financiero	-9.500.000	-9.500.000	-9.500.000	-9.500.000	-9.500.000
- Ingreso financiero	5.500.000	5.500.000	5.500.000	5.500.000	5.500.000
- Gasto financiero	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000
Resultado extraordinario	0	0	0	0	0
Resultado antes de impuestos	-32.300.000	-22.300.000	33.700.000	-1.300.000	38.700.000
% margen sobre ingresos	-29,6%	-20,5%	20,4%	-1,0%	23,5%
Tipo impositivo	-15,5%	-22,4%	-14,8%	-384,6%	-12,9%
Impuesto sociedades	5.000.000	5.000.000	-5.000.000	5.000.000	-5.000.000
Resultado después de impuestos	-27.300.000	-17.300.000	28.700.000	3.700.000	33.700.000
% margen sobre ingresos	-25,0%	-15,9%	17,4%	2,8%	20,4%

Fuente.: Elaboración Propia.

Figura 60.- Flujos de caja correspondientes a la óptica pesimista (en euros).

Flujos de Caja en euros	2017(p)	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	VR
EBIT	(22.800.000)	(12.800.000)	43.200.000	8.200.000	48.200.000	48.200.000
Amortización	45.000.000	40.000.000	35.000.000	30.000.000	25.000.000	25.000.000
EBITDA	22.200.000	27.200.000	78.200.000	38.200.000	73.200.000	73.200.000
Movimientos - Impuestos Diferidos	147.000	2.633.000	(2.367.000)	(2.367.000)	2.633.000	2.633.000
Movimientos Activo - Existencias	0	0	0	0	0	0
Movimientos Activo - Clientes	7.095.945	0	(7.561.644)	4.931.507	(4.931.507)	(4.931.507)
Movimientos Activo - Inversiones del grupo	0	0	0	0	0	0
Movimientos Pasivo - Proveedores	(20.231.000)	0	0	0	0	0
var. NOF	(12.988.055)	2.633.000	(9.928.644)	2.564.507	(2.298.507)	(2.298.507)
Capex	(23.960.000)	(40.000.000)	(35.000.000)	(30.000.000)	(25.000.000)	(25.000.000)
Inmovilizado financiero	623.000	425.000	425.000	425.000	425.000	425.000
Impuesto de sociedades	5.000.000	5.000.000	(5.000.000)	5.000.000	(5.000.000)	(5.000.000)
Gastos a distribuir en varios ejercicios	0	0	0	0	0	0
Resultados extraordinarios	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	(9.125.055)	(4.742.000)	28.696.356	16.189.507	41.326.493	41.326.493

Fuente.: Elaboración Propia.

Escenario 3.- Óptica optimista

En esta proyección asumimos las siguientes hipótesis:

H1: El Valencia CF no se clasificará para jugar competición europea en dos de las 5 temporadas (2017-2018), mientras que se clasificará para participar en la UEFA Champions las tres temporadas restantes (2019-2021), alcanzando la final de la misma en la edición de 2020, lo que conllevará un incremento de ingresos por competiciones durante la siguiente temporada (Conthe, 2015). Igual que en el caso anterior, cabe destacar que las dos primeras temporadas no se jugará competición europea debido a que, pese a ser proyecciones, debido a que todavía no son oficiales los datos económico-financieros, la temporada 2016-2017 ya se ha disputado, y el Valencia CF no ha participado en competición europea, así como ya se conoce la posición final en la clasificación del Valencia CF durante esa temporada, no habiéndose clasificado para disputar competición europea la temporada 2017-2018 que corresponde al segundo año de proyecciones.

H2: Respecto a los ingresos anuales por competiciones serán de 6 millones de euros cuando no haya competición europea, de 35 millones de euros las dos temporadas en las que se participa en la UEFA Champions League, y de 55 millones de euros la temporada siguiente a la que se disputa la final de la UEFA Champions League, basándonos en los que obtuvo el club la última temporada que no disputó competición europea (2015), en los que disputó UEFA Champions League (2013 y 2016) y en el reparto obtenido por los clubes que disputaron la final de la UEFA Champions League 2016/2017 (Blanco, 2017).

H3: Con respecto a la partida de ingresos por retransmisión, observamos un incremento independiente de si se juega competición europea o no, esto es debido a los nuevos acuerdos de televisión vigentes desde la temporada 2016-2017 (LaLiga, 2016; Muñoz, 2017).

H4: El gasto de personal relativo a los salarios de los jugadores, así como la amortización que contiene la partida correspondiente a derechos de jugadores (traspasos), se verán ajustadas anualmente debido a la necesidad de abaratamiento del coste de la plantilla, o de incremento con la finalidad de aumentar la competitividad del equipo (Hipótesis Nula, Guijarro *et al.* 2002), y a su vez poder cumplir con la normativa del *Fair Play* Financiero detallada en el capítulo 2.4.

H5: Los ingresos por abonados y comercialización se mantendrán próximos a los obtenidos durante la última temporada que el club tuvo la misma situación.

A continuación se exponen las proyecciones de la cuenta de resultados, así como los flujos de caja correspondientes:

Figura 61.- Proyecciones cuenta de resultados óptica pesimista (en euros).

Cuenta de Resultados - Individual en euros	2017(p)	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)
Importe neto cifra negocios	94.000.000	94.000.000	140.000.000	140.000.000	160.000.000
- Ingresos por competiciones	6.000.000	6.000.000	35.000.000	35.000.000	55.000.000
- Ingresos por abonados y socios	12.000.000	12.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000
- Ingresos por retransmisión	65.000.000	65.000.000	75.000.000	75.000.000	75.000.000
- Ingresos por comercialización y publicidad	11.000.000	11.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000
Ingresos Operativos	109.000.000	109.000.000	165.000.000	165.000.000	185.000.000
% crecimiento	-26,7%	0,0%	51,4%	0,0%	12,1%
Coste de Ventas	1.800.000	1.800.000	1.800.000	1.800.000	1.800.000
- Aprovisionamientos	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000
% Coste vs Ingresos	1,7%	1,7%	1,1%	1,1%	1,0%
Margen Bruto	107.200.000	107.200.000	163.200.000	163.200.000	183.200.000
% margen sobre ingresos	98,3%	98,3%	98,9%	98,9%	99,0%
% gastos de estructura sobre ingresos	78,0%	73,4%	54,5%	54,5%	48,6%
- Gastos de Personal	65.000.000	60.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000
- Otros Gastos de Explotación	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
Gastos de Estructura	85.000.000	80.000.000	90.000.000	90.000.000	90.000.000
Ebitda	22.200.000	27.200.000	73.200.000	73.200.000	93.200.000
% EBITDA sobre ingresos	20,4%	25,0%	44,4%	44,4%	50,4%
Provisiones	0	0	0	0	0
Dotación amortizaciones	45.000.000	40.000.000	35.000.000	30.000.000	25.000.000
Ebit	-22.800.000	-12.800.000	38.200.000	43.200.000	68.200.000
% EBIT sobre ingresos	-20,9%	-11,7%	23,2%	26,2%	36,9%
Resultado financiero	-9.500.000	-9.500.000	-9.500.000	-9.500.000	-9.500.000
- Ingreso financiero	5.500.000	5.500.000	5.500.000	5.500.000	5.500.000
- Gasto financiero	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000
Resultado extraordinario	0	0	0	0	0
Resultado antes de impuestos	-32.300.000	-22.300.000	28.700.000	33.700.000	58.700.000
% margen sobre ingresos	-29,6%	-20,5%	17,4%	20,4%	31,7%
Tipo impositivo	-15,5%	-22,4%	-17,4%	-14,8%	-8,5%
Impuesto sociedades	5.000.000	5.000.000	-5.000.000	-5.000.000	-5.000.000
Resultado después de impuestos	-27.300.000	-17.300.000	23.700.000	28.700.000	53.700.000
% margen sobre ingresos	-25,0%	-15,9%	14,4%	17,4%	29,0%

Fuente.: Elaboración Propia.

Figura 62.- Flujos de caja correspondientes a la óptica pesimista (en euros).

Flujos de Caja en euros	2017(p)	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	VR
EBIT	(22.800.000)	(12.800.000)	38.200.000	43.200.000	68.200.000	68.200.000
Amortización	45.000.000	40.000.000	35.000.000	30.000.000	25.000.000	25.000.000
EBITDA	22.200.000	27.200.000	73.200.000	73.200.000	93.200.000	93.200.000
Movimientos - Impuestos Diferidos	147.000	2.633.000	2.633.000	2.633.000	2.633.000	2.633.000
Movimientos Activo - Existencias	0	0	0	0	0	0
Movimientos Activo - Clientes	7.095.945	0	(7.561.644)	0	(3.287.671)	(3.287.671)
Movimientos Activo - Inversiones del grupo	0	0	0	0	0	0
Movimientos Pasivo - Proveedores	(20.231.000)	0	0	0	0	0
var. NOF	(12.988.055)	2.633.000	(4.928.644)	2.633.000	(654.671)	(654.671)
Capex	(23.960.000)	(40.000.000)	(35.000.000)	(30.000.000)	(25.000.000)	(25.000.000)
Inmovilizado financiero	623.000	425.000	425.000	425.000	425.000	425.000
Impuesto de sociedades	5.000.000	5.000.000	(5.000.000)	(5.000.000)	(5.000.000)	(5.000.000)
Gastos a distribuir en varios ejercicios	0	0	0	0	0	0
Resultados extraordinarios	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	(9.125.055)	(4.742.000)	28.696.356	41.258.000	62.970.329	62.970.329

Fuente.: Elaboración Propia.

Una vez definidos los diferentes escenarios y las hipótesis que incluyen cada uno de ellos para el cálculo de las proyecciones financieras del horizonte temporal definido, se debe proceder al cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC o WACC, en su denominación inglesa: *Weight Average Cost of Capital*).

Para el cálculo del WACC, y siguiendo a (Cubiles, 2013), necesitamos:

- ✓ RF = 1,46%. Tasa de un activo libre de riesgo.- Se toma como referencia el bono español a 10 años como activo libre de riesgo (Expansión, 2017).
- ✓ $\beta = 1,37$. En este caso, el Valencia CF, es un club que no cotiza en bolsa, por lo que a la hora de hallar la beta tendremos que recurrir a la beta sectorial donde tomaremos como referencia (Barajas, 2004) los casos de los equipos que cotizan en bolsa.
- ✓ PM = 30%. Siendo PM la prima de riesgo que está dispuesta a asumir β , representa el riesgo no diversificable de un activo (Cubiles, 2013).

En este caso, el coste del Capital ($Ke=RF +\beta PM$), $Ke = 40,56\%$, calculamos el WACC, siendo:

$$WACC = \frac{E Ke + D Kd (1-T)}{E+D}$$

- ✓ $Ke =$ Coste del Capital = 40,56%, obtenido aplicando los parámetros anteriormente descritos.
- ✓ $E =$ Valor de mercado = 20% (García Lama, 2013)
- ✓ $Kd =$ Coste de la Deuda = 5% (Cubiles, 2013).

✓ D = Deuda Financiera = 80% (García Lama, 2013).

Por lo que el valor del WACC será de **12,11%**.

Figura 63.- Parámetros Cálculo WACC.

RF	1,46% BONO 10 AÑOS	
β	1,37 PRIMA DE RIESGO	
PM	30% RENTABILIDAD MERCADO	
Ke: Coste del Capital	40,56% E	20,00%
Kd: Coste Deuda	5,00% D	80,00%
WACC	12,11%	

Fuente.: Elaboración Propia.

Una vez calculado el WACC, se aplica en los tres escenarios planteados (IFT = Inversiones Financieras Temporales):

Óptica pesimista

Figura 64.- Valoración Valencia CF Escenario 1.- Óptica pesimista (en euros).

Free Cash Flow (Ajustado)	(7.063.411)	15.258.000	5.258.000	25.258.000	25.258.000	208.537.677
Valoración por descuento de flujos de caja	137.775.654	Enterprise Value				
(+) Tesorería	5.382.000					
(+) IFT	82.000					
(+) / (-) Saldos con compañías del grupo	0					
(-) Deuda Financiera	(303.305.000)					
Valoración por descuento de flujos de caja	(160.065.346)	Equity Value				

Fuente.: Elaboración propia.

Óptica neutral

Figura 65.- Valoración Valencia CF Escenario 2.- Óptica neutral (en euros).

Free Cash Flow (Ajustado)	(9.125.055)	(4.742.000)	28.696.356	16.189.507	41.326.493	341.204.010
Valoración por descuento de flujos de caja	204.739.295	Enterprise Value				
(+) Tesorería	5.382.000					
(+) IFT	82.000					
(+) / (-) Saldos con compañías del grupo	0					
(-) Deuda Financiera	(303.305.000)					
Valoración por descuento de flujos de caja	(93.101.705)	Equity Value				

Fuente.: Elaboración propia.

Óptica optimista

Figura 66.- Valoración Valencia CF Escenario 3.- Óptica optimista (en euros).

Free Cash Flow (Ajustado)	(9.125.055)	(4.742.000)	28.696.356	41.258.000	62.970.329	519.902.054
Valoración por descuento de flujos de caja	322.820.199	Enterprise Value				
(+) Tesorería	5.382.000					
(+) IFT	82.000					
(+) / (-) Saldos con compañías del grupo	0					
(-) Deuda Financiera	(303.305.000)					
Valoración por descuento de flujos de caja	24.979.199	Equity Value				

Fuente.: Elaboración propia.

A continuación se aplica la probabilidad de ocurrencia para cada escenario. Para ello se han tomado las posiciones que ha conseguido el Valencia CF en los últimos 50 años, y dependiendo de la posición en la que acabara la temporada quedaba encuadrada en un escenario u otro (Resultados Fútbol, 2017).

Así pues, en 21 temporadas el Valencia CF ha terminado entre los cuatro primeros clasificados, posiciones que actualmente dan derecho a entrar en UEFA Champions League en la LaLiga Santander (LaLiga, 2016), por lo que le corresponde un 42% de probabilidad al escenario optimista.

En segundo lugar, el Valencia CF ha terminado clasificado entre el quinto y el séptimo puesto (teóricas plazas UEFA, UEFA, 1998-2017), correspondiéndole a este escenario una probabilidad del 28%.

Por último, el Valencia CF ha terminado la competición 15 veces de las últimas 50 en un puesto posterior al séptimo clasificado, por lo que le corresponderá un 30% de probabilidad al escenario pesimista.

Por lo tanto:

$$\text{Enterprise Value} = 322.820.199 \times 0,42 + 204.739.295 \times 0,28 + 137.775.654 \times 0,3 =$$

Enterprise Value = 234.244.182, 38 €.

Figura 67.- Enterprise Value Valencia CF por método descuentos de flujos de caja Free Cash Flow (en euros).

Valoración por descuento de flujos de caja	234.244.182,38	Enterprise Value
(+) Tesorería	5.382.000	
(+) IFT	82.000	
(+) / (-) Saldos con compañías del grupo	0	
(-) Deuda Financiera	(303.305.000)	
Valoración por descuento de flujos de caja	(63.596.818)	Equity Value

Fuente.: Elaboración Propia.

Discusión de resultados

A continuación comparamos los *Enterprise Value* obtenidos por cada uno de los métodos de valoración aplicados:

Figura 68.- Comparativa Enterprise Value Valencia CF (en euros).

	ENTERPRISE VALUE VALENCIA CF
Valoración por valor en libros	112.051.000 €
Valoración por múltiplo EBITDA	250.569.483 €
Valoración por descuentos de caja	234.244.182 €

Fuente.: Elaboración Propia.

En primer lugar, cabe destacar que el *Enterprise Value* obtenido mediante la valoración patrimonial o por libros se encuentra muy alejado de los valores obtenidos por los otros dos métodos, suponiendo menos de la mitad en ambos casos.

Esta diferencia, aunado a que, Barajas (2004) y Kane (2000), citados en el epígrafe dos del tercer capítulo, no consideran este método relevante, debido a no estar reflejados en él los numerosos activos intangibles que atesoran las sociedades anónimas deportivas o clubes de fútbol, así como Fernández (2005), que dice que este método muy difícilmente coincidirá con el valor de mercado, por no tener en cuenta los ingresos y gastos, ni presentes ni futuros de la entidad, hace que podamos descartar este valor para dar paso a los obtenidos mediante los otros dos métodos.

Por otro lado, observamos que el *Enterprise Value* obtenido por el método de flujos de caja, así como el obtenido por el método de valoración por múltiplos se encuentran próximos, 234.244.182 y 250.569.483 euros respectivamente y proporcionan valores lógicos al compararlos con clubes similares (Cubiles, 2013) y con la valoración realizada al mismo club en el momento de su venta a Peter Lim (2014), teniendo en cuenta la evolución en los ingresos del club, más concretamente, en el incremento de los ingresos correspondientes a los derechos televisivos (LaLiga, 2016).

Teniendo en cuenta además, que diversos autores como Barajas (2004), Cubiles (2013), Fernández (2005) o Kane (2000) consideran que el método de descuento de los flujos de caja constituye el único método de valoración conceptualmente correcto, debido a que tiene en cuenta el descuento en el presente los flujos de fondos futuros esperados, y en este caso concreto, los fondos que quedarían disponibles para su extracción por los accionistas.

Por estos motivos, los resultados obtenidos por los métodos de múltiplos y de descuento de flujos de caja permiten situar el valor del Valencia C.F. S.A.D en una horquilla comprendida entre los 234 y los 250 millones de euros.

Este resultado obtenido en este trabajo, es consistente con los resultados de la valoración del mismo club realizados por KPMG (2017), que arroja en su informe *The European Elite 2017* una conclusión similar, situando el Enterprise Value del Valencia entre los 225 y los 246 millones de euros, tal como muestra la figura 69.

Figura 69.- Valoración Valencia CF en *The European Elite 2017* (en millones de euros).

Clubs	Range – EUR Million	
	Bottom	Top
Valencia CF	225	246

Fuente.: KPMG (2017).

CAPITULO 6. CONCLUSIONES

Este trabajo de final de licenciatura se planteó como objetivo valorar de la manera más aproximada posible, empleando las metodologías más utilizadas en las técnicas de valoración de empresas, la sociedad anónima deportiva Valencia Club de Fútbol, a partir de los conocimientos adquiridos en las asignaturas '*Economía de la Empresa 1 y 2*', '*Dirección Comercial*', '*Dirección Estratégica y Políticas Empresariales*', '*Microeconomía*', '*Derecho de la Empresa*', '*Legislación Laboral y de la Empresa*', '*Contabilidad Financiera*', '*Contabilidad General y Analítica*' o '*Dirección Financiera*', entre otras.

El fútbol es un deporte nacido en Inglaterra, en el año 1863, y tiene una trascendencia no sólo deportiva, sino también social y económica. La economía en el fútbol ha sido estudiada de manera creciente durante los últimos años, destacando trabajos como los de Deloitte (2017), Díaz-Barceló (2015), Espejo Saavedra (2009), García (2013), García del Barrio (2007) o KPMG (2017).

Este trabajo abordó la valoración de una SAD, por el método de valoración según libros, el método de valoración según múltiplos y el método de valoración según descuento de flujos de caja, en línea con los trabajos desarrollados por Barajas (2004), Cubiles (2013) o García Lama (2015).

La sociedad anónima deportiva analizada fue el Valencia C.F., un club fundado en 1919, convertido a SAD en el año 1992, y que en los últimos años ha encadenado unos resultados deportivos discretos, sin lograr alcanzar el éxito deportivo a través de los títulos desde que fue comprado por el magnate Peter Lim en el año 2014.

Los resultados de la valoración obtenidos mediante el método de múltiplos y por descuento de flujos de caja resultaron similares, arrojando un *Enterprise Value* comprendido entre la horquilla de los 234 y los 250 millones de euros, notablemente divergente del valor obtenido por el método de valoración en libros o patrimonial que resultó ser de 112 millones de euros. Esta divergencia en resultados de esta última metodología puede ser explicada por las características mismas de esta técnica de valoración, tal y como apuntan Barajas (2004), Fernández (2005) y Kane (2000), por lo que fue descartada para la consideración de la valoración global de la sociedad anónima deportiva, que se situó en la horquilla anteriormente señalada.

Cabe destacar que debido a la necesidad de tomar hipótesis, para la realización de las proyecciones de los próximos años, necesarias al aplicar el método de valoración

según descuento de flujos de caja, se han utilizado tres escenarios, siendo ponderados según la probabilidad de ocurrencia de cada uno de ellos, tras analizar las posiciones logradas por el Valencia C.F. en los últimos 50 campeonatos ligeros.

Los resultados alcanzados en la presente valoración son coincidentes con los obtenidos por KPMG (2017) que se sitúan en un intervalo de valoración semejante, comprendido entre los 225 y los 246 millones de euros.

Este trabajo ha realizado, por primera vez desde una perspectiva académica, la valoración de la S.A.D. Valencia C.F. ofreciendo un intervalo de valoración que puede servir de referencia para la realización de operaciones de carácter corporativo, dado el contexto societario actual. Pese a ello, al haber sido objeto de un proceso de venta en el año 2014, esta valoración también ofrece una valoración actualizada acorde a las condiciones del entorno actuales.

A su vez, cabe destacar también, lo mucho que influyen los resultados deportivos en la valoración de este tipo de entidades, debido a que, en este caso, no clasificarse para disputar competición europea supone incurrir inevitablemente en pérdidas, y tener que cuadrar el balance con la venta de activos como son los futbolistas que pertenecen al club.

Este estudio está limitado por la consideración realizada de los diferentes escenarios de resultados que el Valencia Club de Fútbol puede conseguir en los próximos años, en un intervalo de proyección empleado en el cálculo del valor de la S.A.D. por descuento de flujos de caja de 5 años. Así, los resultados deportivos influyen enormemente en la valoración de este tipo de entidades, dado su modelo de negocio. Por otro lado, la venta conjunta de los derechos de retransmisión por LaLiga, así como el nuevo reparto de los ingresos producidos por estos derechos televisivos a partir de la temporada 2016/2017, produce que los clubes de características similares al Valencia CF dispongan de un incremento de ingresos anuales que puede permitir reducir las diferencias existentes en la actualidad con equipos como el FC Barcelona o el Real Madrid CF.

REFERENCIAS:

Aaker, D. A. (1991). *Managing Brand Equity. Capitalizing on the Value of Brand Name*, Ed. Free Press, New York.

Agudo, A., Toyos, F. (2003). *Márketing del fútbol*. Barcelona: Pirámide.

Alarcón, J. C. (2017). La mala temporada del Valencia CF debilita los ingresos por televisión y abre la brecha con Atlético y Sevilla. Plazadeportiva, 21 de marzo. Recuperado de <http://plazadeportiva.valenciaplaza.com/la-mala-temporada-del-valencia-cf-debilita-los-ingresos-por-television-y-abre-la-brecha-con-atletico-y-sevilla>, accedido el 17 de julio de 2017.

Alarcón, J. C. (2016). Las claves del Fair Play Financiero. Plazadeportiva, 30 de mayo. Recuperado de <http://plazadeportiva.valenciaplaza.com/las-claves-del-fair-play-financiero>, accedido el 12 de julio de 2017.

Alonso, R., Villa, A. (2007). *Valoración de empresas. Teoría y aplicaciones prácticas, aplicaciones al sector agroalimentario*. Madrid: Ediciones Mundi-Prensa.

AMA. (2017). Definition of Marketing. American Marketing Association. Recuperado de <https://www.ama.org/AboutAMA/Pages/Definition-of-Marketing.aspx>, accedido el 20 de julio de 2017.

Anónimo. (2013). *El valor de un equipo de fútbol: una aplicación del modelo de flujos de caja descontados*. Facultad de Ciencias Empresariales Pablo Olavide, Sevilla.

Arribas, S. (2014). *Mundiales, Historia completa de los mundiales de fútbol*. Buenos Aires, Argentina, Editorial Dunken.

As. (2017). Los traspasos más caros año a año tras 'La Sentencia Bosman'. As, 13 de marzo. Recuperado de https://as.com/50aniversario/2017/03/13/graficos/1489436043_402650.html accedido el 19 de Junio de 2017.

Atlético de Madrid. (2015). El grupo Wanda ya es titular de un 20% del accionariado del club. Atlético de Madrid, 31 de marzo. Recuperado de <http://www.atleticodemadrid.com/noticias/el-grupo-wanda-ya-es-titular-de-un-20-del-accionariado-del-club>, accedido el 29 de junio de 2017.

AXEM. (2014). Futbolistas Argentinos por el mundo. Recuperado de <http://futbolistasaxem.com.ar/archivos-de-futbolistas-argentinos-por-el-mundo-vigesima-edicion/>, accedido el 10 de agosto de 2017.

Barajas, A. (2004). Valuation model for football clubs based on the key factors of their bussiness. *Munich Personal RePEc Archive*, 13158, posted 5. Recuperado de <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/13158/>.

Bartolomé, D. (2014). Football and Finance; From Securitizations to Receivables Trading. Master Disertation, Birkbeck College (University of London).

Blanco, M., Forcadell, F. J. (2006). *El Real Madrid Club de Fútbol: La aplicación de un modelo empresarial a una entidad deportiva en España*. *Universia Bussines Review* 2006, 11. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=43301104>.

Blanco, T. (2017). Los premios de la final: cuánto ganan el ganador de la Champions y el finalista. *Mundo Deportivo*, 1 de junio. Recuperado de <http://www.mundodeportivo.com/futbol/champions-league/20170601/423126811685/premios-final-champions-league.html>, accedido el 15 de agosto de 2017.

Blasco Ruiz, A.; Ribal Sanchís, F. J.; Rodríguez, J. A. (2002). Valoración de Intangibles en las Sociedades Anónimas Deportivas en España. Jugadores y Marcas. *Comunicación al I Congreso Internacional de Valoración y Tasación, Universidad Politécnica de Valencia*, 3-5 julio 2002.

BOE. (1990): Ley 10/1990, de 15 de octubre, del Deporte. Núm. 249, 17 de octubre: 30397-30411.

BOE. (2003). Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras. Núm. 85, de 9 de abril: 13678-13707.

BOE. (2000): Orden de 27 de junio de 2000. Aprobación de normas de adaptación del Plan General de Contabilidad a las Sociedades Anónimas Deportivas. Núm. 155, 29 de junio: 23290-23345.

BOE. (1999): Real Decreto 1251/1999, de 16 de julio, Sobre Sociedades Anónimas Deportivas. Núm. 170, 17 de julio: 27070-27080.

BOE. (2004): Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo. Aprobación del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades. Núm. 73, 11 de marzo: 10951-11014.

Bojalil, M. (2002). *La marca: máximo valor de su empresa*. México, D. F.: Pearson Educación.

Bonaut-Iriarte, J. (2010). El eterno problema del fútbol televisado en España: una perspectiva histórica de la lucha por los derechos de retransmisión de la Liga de Fútbol Profesional (LFP). *Comunicación y Sociedad*, vol. XXIII, n. 2, 71-96.

Brand Finance (2017) Football 50 2017 The anual report on the most valuable football brands. Recuperado de <http://brandfinance.com/knowledge-centre/reports/brand-finance-football-50-2017/>, accedido el 27 de junio de 2017.

Caballer, V. (1998). Métodos de valoración de empresas. Madrid: Editorial Pirámide.

Casajús, J. A., Aragonés, M. T. (1991). Estudio morfológico del futbolista de alto nivel. *Composición corporal y somatotipo. Archivos de Medicina del Deporte Vol. VIII – Nº 30 – 147-151.*

Campos, L. C. (1997). *Marketing y patrocinio deportivo*. Barcelona: Colección Gestión deportiva.

Camus Vega, C. (2014). *El efecto de la variable precio en la estructura competitiva del fútbol europeo*. Grado en Administración y Dirección de Empresas, Universidad de Cantabria.

Candil, J. (2017). Ingresos de TV en la Premier: Madrid y Barça cobran como Everton y Southampton. As, 2 de junio. Recuperado de https://futbol.as.com/futbol/2017/06/02/primera/1496385825_478072.html, accedido el 19 de junio de 2017.

Cao Castro, C. (2015). La financiación alternativa en el fútbol: titulizaciones y créditos comerciales. Máster Universitario en Xestión Empresarial do Deporte. MBA Deporte. Universidade Vigo. Facultad de Ciencias Empresariales y Turismo: Ourense.

Cazorla L. M. (1990). Las Sociedades anónimas deportivas. Madrid Ciencias Sociales D.L.

Cazorla, L. (2014). Los fondos de inversión en el fútbol profesional. Recuperado de

<https://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=15&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiWvfuHz-vVAhXNERQKHVT4DUY4ChAWCD4wBA&url=http%3A%2F%2Fwww.unav.edu%2Fdocuments%2F5028199%2F5146436%2Ffondos-inversion.ppt&usg=AFQjCNEKQvylzayL03CCYrHxyC12FVzNdg>, accedido el 14 de junio de 2017.

Clemente, J. (2014). Peter Lim compra el Valencia en la mayor operación corporativa del fútbol español. ValenciaPlaza, 15 de octubre. Recuperado de <http://epoca1.valenciaplaza.com/ver/137171/peter-lim-compra-el-valencia-en-la-mayor-operacion-corporativa-del-futbol-espaa%C3%B1ol.html>, accedido el 11 de agosto de 2017.

Conthe, M. (2015). La economía del fútbol profesional. El sueño de Jardiel. Expansión, 4 de febrero. Recuperado de <http://www.expansion.com/blogs/conthe/2015/02/04/la-economia-del-futbol-profesional.html>, accedido el 8 de mayo de 2017.

Corpas, A. (2017). La renovación de Messi: seis reuniones y siete meses. El Mundo, 6 de julio. Recuperado de <http://www.elmundo.es/deportes/futbol/2017/07/06/595d25a246163fea318b45b8.html>, accedido el 9 de junio de 2017.

Cosín, R. (2014). Peter Lim compra el 70% del Valencia. ABC, 25 de octubre. Recuperado de <http://www.abc.es/local-comunidad-valenciana/20141025/abci-deportes-bankia-valencia-meriton-201410250011.html>, accedido el 14 de abril de 2017.

Cubiles, L. E. (2013). Informe de valoración Real Sporting de Gijón S.A.D. TFND. Recuperado de <http://www.tufenuncadecaiga.org/web/wordpress/wp-content/uploads/2015/04/INFORME-VALORACI%C3%93N-REAL-SPORTING-DE-GIJON-ACTUALIZADO.pdf>, accedido el 26 de marzo de 2017.

CURIA. (1995): Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE), de 15 de diciembre de 1995. Asunto C-415/93, 15 de diciembre: 5040-5082.

Deloitte. (2017). Football Money League 2017. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/bienes-comsumo-distribucion-hosteleria/DeloitteES-Football-Money-League-2017.pdf>, accedido el 3 de abril de 2017.

- Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation*. John Wiley & Sons, Inc. New York.
- Díaz-Barceló, L. (2015). *La crisis financiera en el fútbol español*. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ICADE, Madrid.
- Díez, A. (2016). Florentino Pérez, Abramovich y los jeques: estos son los dueños del fútbol europeo. *El Confidencial*, 30 de septiembre. Recuperado de https://www.elconfidencial.com/deportes/futbol/2016-09-30/florentino-perez-abramovich-o-los-jeques-arabes-estos-son-los-duenos-del-fubol_1264689/, accedido el 30 de abril de 2017.
- Dobson, Stephen; Gerrard, Bill; Howe, Simon (2000): "The Determination of Transfer Fees in English Nonleague Football". *Applied Economics*, 32, pp. 1145-1152.
- EFE. (2016). La firma china Suning adquiere el 70% del Inter de Milán. EFE, 6 de junio. Recuperado de <https://www.efes.com/efe/espana/destacada/la-firma-china-suning-adquiere-el-70-por-ciento-del-inter-de-milan/10011-2947102>, accedido el 10 de marzo de 2017.
- El Mundo. (2014). ¿Qué es el 'Fair Play financiero?'. *El Mundo*, 6 de mayo. Recuperado de <http://www.elmundo.es/deportes/2014/05/06/5368e0e5ca4741fb0e8b4580.html>, accedido el 12 de mayo de 2017.
- Espejo-Saavedra, J. L. (2009). *Elaboración de un modelo de impacto del fútbol profesional en la economía española*. Madrid, España, ESIC Editorial.
- Europapress. (2016). La financiación alternativa podría reducir los 2.675 millones que debe el fútbol español. *Europapress*, 26 de mayo. Recuperado de <http://www.europapress.es/deportes/futbol-00162/noticia-financiacion-alternativa-podria-reducir-2675-millones-debe-futbol-espanol-20160526183353.html>, accedido el 26 de junio de 2017.
- Eurosport. (2015). ¿Para que sirve La Liga de Fútbol Profesional? *Eurosport.com*, 21 de agosto. Recuperado de http://www.eurosport.es/futbol/liga/2015-2016/para-que-sirve-la-liga-de-futbol-profesional_sto4872228/story.shtml, accedido el 31 de julio de 2017.
- Expansión. (2017). Bono español a 10 años. *Expansión.com*, 30 de agosto. Recuperado de <http://www.datosmacro.com/bono/espana>, accedido el 21 de agosto de 2017.

Expansión. (2016). Final de Champions española: el impacto del fútbol en la economía. Expansión, 22 de mayo. Recuperado de <http://www.expansion.com/ahorro/2016/05/22/573ef81b468aeb17308b45f0.html>, accedido el 15 de agosto de 2017.

Fernández, P. (2005). *Guía rápida de valoración de empresas*. Barcelona: Editorial Gestión 2000.

Ferrand, A., Torrigiani, L. & Camps i Povill, A. (2007). *La gestión del sponsoring deportivo: principios estratégicos, operativos y jurídicos*. Barcelona: Paidotribo.

FIFA. (1994-2017). El crecimiento global. *Fifa.com*. Recuperado de <http://es.fifa.com/about-fifa/who-we-are/the-game/global-growth.html>, accedido el 12 de mayo de 2017.

FIFA. (2016). El IFAB acepta introducir experimentos de asistencia por vídeo para árbitros. *Fifa.com*, 5 de marzo. Recuperado de <http://es.fifa.com/about-fifa/news/y=2016/m=3/news=el-ifab-acepta-introducir-experimentos-de-asistencia-por-video-para-ar-2768701.html>.

FIFA. (1994-2017). Federaciones. *Fifa.com*. Recuperado de <http://es.fifa.com/associations/index.html>, accedido el 10 de junio de 2017.

FIFA. (1994-2017). La evolución del reglamento. *Fifa.com*. Recuperado de <http://es.fifa.com/live-scores/news/y=2012/m=1/news=evolucion-del-reglamento-1569749.html>, accedido el 12 de mayo de 2017.

FIFA. (1994-2017). Las Islas Británicas. *Fifa.com*. Recuperado de <http://es.fifa.com/about-fifa/who-we-are/the-game/britain-home-of-football.html>, accedido el 12 de mayo de 2017.

FIFA. (1994-2017). Los orígenes. *Fifa.com*. Recuperado de <http://es.fifa.com/about-fifa/who-we-are/the-game/index.html>, accedido el 12 de mayo de 2017.

FIFA. (1994-2017). Quiénes somos. *Fifa.com*. Recuperado de <http://es.fifa.com/about-fifa/who-we-are/index.html>, accedido el 5 de julio de 2017.

Forbes Media LLC. (2016). The Bussines Of Soccer. *Forbes.com*. Recuperado de <https://www.forbes.com/soccer-valuations/list/#tab:overall>, accedido el 10 de julio de 2017.

Forbes (2015). La lista Forbes de Multimillonarios 2015. *Forbes.com*. Recuperado de

<https://www.forbes.com.mx/la-lista-forbes-de-multimillonarios-2015/>, accedido el 24 de julio de 2017.

Forbes (2016). La lista Forbes de los más ricos del planeta en 2016. *Forbes.com*. Recuperado de <https://www.forbes.com.mx/la-lista-forbes-de-los-mas-ricos-en-el-planeta-en-2016/>, accedido el 24 de julio de 2017.

Fuentes, J. L., Fullaondo, G. (2010). Táctica, estrategia y sistemas de juego. Nivel III. Recuperado de <https://www.familysearch.org/patron/v2/TH-904-49349-247-0/dist.pdf?ctx=ArtCtxPublic>, accedido el 18 de agosto de 2017.

Galeano, E. (2006). *El fútbol a sol y sombra*. Madrid: SIGLO XXI.

García I. (1996). *Las Sociedades anónimas deportivas y la responsabilidad de sus administradores: algunas alternativas a su régimen jurídico*. Madrid: Marcial Pons.

García, J. F. (2013). La evolución de las grandes cifras del fútbol español. *EXtoikos*, 12, 67-70.

García del Barrio, P., Pujol, F. (2007). El papel del fútbol en la sociedad actual. Fútbol: ocio y negocio. *Revista Empresa y Humanismo Vol. XI 1/08*, 89-108.

García, J., González, M., Sempere, P. (2016). El capital extranjero entra en 10 de los 20 clubes de fútbol más ricos. *Cincodías*, 6 de junio. *El País*. Recuperado de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/06/06/empresas/1465242041_965357.html, accedido el 9 de julio de 2017.

García Lama, M. (2015). *Valoración de un club de fútbol*. Facultad de Turismo y Finanzas, Sevilla.

García Marcos, J. M. (2015). Quiénes son los propietarios de los clubes de fútbol europeos y cómo se han hecho ricos. *La Vanguardia*, 14 de noviembre. Recuperado de <http://www.lavanguardia.com/vangdata/20151114/54439821526/propietarios-clubes-futbol-ricos.html>, accedido el 6 de mayo de 2017.

García-Naveira, A. (2008). El estilo de personalidad en jugadores de fútbol de competición y diferencias en función de la demarcación. *Cuadernos de Psicología del Deporte Dirección General de Deportes-CARM. Vol. 8, núm. 2. (19-38) Julio-Diciembre*.

García, O. (2005). Estudio de la frecuencia cardiaca del futbolista profesional en

competición: un modelo explicativo a partir del contexto de la situación de juego. Repositorio Universidade Coruña. Recuperado de <http://ruc.udc.es/dspace/handle/2183/7092>.

García-Obregón, A. J. (2014). *Fuentes de financiación para los clubes de fútbol*. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ICADE, Madrid.

Gil Araújo, S. (2002). Fútbol y migraciones. La Sentencia Bosman en el proceso de construcción de la Europa comunitaria (crónicas desde España). *Migraciones Internacionales*, I.

Gila, P. (2014). *Valoración del Real Madrid C.F. para su posible salida a bolsa*. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ICADE, Madrid.

Goalnomics. (2017). Los dueños del balón. Recuperado de https://www.stubhub.es/goalnomics/duenos_balon, accedido el 25 de marzo de 2017.

Gómez, F.; Opazo, M. (2007). *Características estructurales de un club de fútbol profesional de élite*. Documento de Investigación nº 705, IESE, Universidad Navarra.

Guijarro, F.; Blasco, A.; Ribal, F. J.; Rodríguez, J. A. (2000). *Aplicación de costes presupuestados para la valoración de marcas de clubes de fútbol españoles*. Comunicación presentada en el I Encuentro Iberoamericano de Contabilidad de Gestión en Valencia.

Gutiérrez, J. M. (2014). La destitución de Alí Syed en WGA deja el Consejo del Racing sin apoyo accionarial. *Eldiariomontañes.es*, 23 de enero. Recuperado de <http://www.eldiariomontanes.es/20140123/deportes/racing/destituye-syed-como-administrador-201401231438.html>, accedido el 15 de agosto de 2017.

Guzmán, I.; Sánchez, J. L.; Moreno, J. (2002). Las Sociedades Anónimas Deportivas ante el Mercado de Capitales: Incidencia de la Activación de Intangibles. *Comunicación al Congreso ASEPUC*, Santiago de Compostela, 30-31 Mayo y 1 Junio 2002.

Harvey, A. (2005). *Football: The first hundred years – the untold story*. London: Routledge.

IFAB. (2017). New play fair! Initiative launching today. *Theifab.com*, 15 de junio. Recuperado de <http://www.theifab.com/news/new-play-fair-initiative-launching-today>, accedido el 7 de agosto de 2017.

Infante, L., Molina, R., Alhambra, T. (2016). Los fichajes más caros del verano. Marca, 22 de julio. Recuperado de <http://www.marca.com/futbol/mercado-fichajes/2016/07/21/5791006546163f8b788b4582.html>, accedido el 4 de agosto de 2017.

Jiménez, A. I., Calderón, H. (2004). Dirección de productos y marca. Barcelona: Universitat Oberta de Catalunya.

Jimeno, F. J., Redondo, M. (2002): Valoración de Recursos Humanos en Sociedades Anónimas Deportivas. Especial Referencia a los Gastos de Formación. *Comunicación al Congreso ASEPUC*, Santiago de Compostela, 30-31 Mayo y 1 Junio 2002.

Kane, J. E. (2000): Sports Team Valuation and Venue Feasibility en *The handbook of business valuation*, R. Reilly y R. Schweihs (eds.), McGraw-Hill, New York.

Kotler, P., Levy, S. J. (1969). Broadening the Concept of Marketing. *Journal of Marketing*. Vol. 33, No. 1, pp. 10-15.

Kotler, P. & Lane, K. (2006). *Dirección de Marketing*. Madrid: Pearson Educación.

KPMG. (2016). Football Clubs' Valuation: the European Elite 2016. Recuperado de https://www.footballbenchmark.com/football_clubs_valuation_report_2016, accedido el 20 de abril de 2017.

KPMG. (2017). Football Clubs' Valuation: the European Elite 2017. Recuperado de <https://www.footballbenchmark.com/search?search=elite+2017>, accedido el 20 de abril de 2017.

KPMG. (2015). Impacto socio-económico del fútbol profesional en España. Recuperado de <https://home.kpmg.com/es/es/home/tendencias/2015/05/impacto-socio-economico-futbol-profesional-espana.html>, accedido el 5 de marzo de 2017.

KPMG. (2016). Premier League broadcasting rights are several times higher than those of other major leagues: does the countries' macro-economy justify such a major difference? The Football Bench, 26 de enero. Recuperado de https://www.footballbenchmark.com/european_leagues_broadcasting_rights, accedido el 15 de junio de 2017.

LaLiga. (2016). Celebrada la Jornada sobre Alternativas de Financiación para clubes de fútbol. LaLiga, 17 de noviembre. Recuperado de

<http://www.laliga.es/fundacion/noticias/celebrada-la-jornada-sobre-alternativas-de-financiacion-para-clubes-de-futbol>, accedido el 23 de julio de 2017.

LaLiga. (2016). El control económico implantado por LaLiga es referencia en Europa. LaLiga, 18 de noviembre. Recuperado de <http://www.laliga.es/noticias/el-control-economico-implantado-por-laliga-es-referencia-en-europa>, accedido el 14 de mayo de 2017.

LaLiga. (2016). Informe económico-financiero del fútbol profesional 2016. Recuperado de <http://files.laliga.es/201408/informe-economico-2016-01-esp-unificado.pdf>, accedido el 1 de mayo de 2017.

López, A. (2013). *Valoración de una empresa instaladora de calefacción y aire acondicionado*. Facultad de Administración y Dirección de Empresas UPV, Valencia, España.

López, C. (2014). *Valoración de una empresa con servicios de fontanería, calefacción y climatización*. Facultad de Administración y Dirección de Empresas UPV, Valencia, España.

Martí, J. C. (2008). Las obras del nuevo Mestalla se paralizan. Diario Levante, 12 de agosto. Recuperado de <http://www.levante-emv.com/portada/2008/08/12/obras-nuevo-mestalla-paralizan/482832.html>, accedido el 9 de agosto de 2017.

Martínez-Lemos, R. I. (2015) Sociedades anónimas deportivas de la liga de fútbol profesional en España: Un análisis empresarial descriptivo. *Revista Española de Educación Física y Deportes*, 408, 39-55.

Mazo, E.; Junco, L.; Cruzado, V.; Galera, C. (2017). Así están las finanzas del fútbol español: ingresos récord y deuda en mínimos. *Expansión*, 3 de febrero. Recuperado de <http://www.expansion.com/directivos/deporte-negocio/2017/02/03/589473e4e2704e7f678b45ad.html>, accedido el 12 de abril de 2017.

Medina, J. (2016). Financiación alternativa, ¿clave para el fútbol español? *Dirigentesdigital.com*, 8 de julio. Recuperado de <https://dirigentesdigital.com/articulo/deporte/10520/financiacion-alternativa-clave-para-el-futbol-espanol.html>, accedido el 21 de mayo de 2017.

Miller, R. M. (2012). La globalización y comercialización del fútbol europeo: causas,

consecuencias y preocupaciones. Miller, R. M., Murillo, C., y Seitz, O. (Universidad del Pacífico), *El fútbol como negocio. Una introducción a la gestión deportiva en Europa y Brasil*. (19-52). Lima, Perú: Universidad del Pacífico.

Molina, G. (2009). *Marketing deportivo II: cómo asociar con éxito su empresa al deporte*. Buenos Aires: WA Ediciones.

Molina, G. (2015). Los jugadores como marcas deportivas. Euroméricas Sports Marketing. Recuperado de <http://www.euomericas.com/los-jugadores-como-marcas-deportivas/>, accedido el 12 de agosto de 2017.

Moñino, L. J. (2017). El PSG pone a prueba el control financiero de la UEFA. *El País*, 12 de Agosto. Recuperado de https://elpais.com/deportes/2017/08/11/actualidad/1502480305_702105.html, accedido el 12 de agosto de 2017.

Morcillo, I. (2016). *Valoración de empresas Ebro Foods, S.A.* Facultad de Administración y Dirección de Empresas UPV, Valencia, España.

Moreno, C. M. (2011). Programa de juegos de habilidades deportivo-recreativas para el rescate de la tradición del Futbolito en niños de 7 a 11 años del Consejo Popular "Los Pinos" del municipio de San Cristóbal en la provincia de Pinar del Río. Recuperado de <http://rc.upr.edu.cu/jspui/handle/DICT/2234>.

Moreno, M. P.; Del Villar, F. (2004). *El entrenador deportivo: manual práctico para su desarrollo y formación*. INDE Publicaciones. Colección Verde. Volumen 29 de Pedagogía de la educación física y el deporte.

Mullin, B.J.; Hardy, S.; Sutton, W.A. (1995). *Marketing deportivo*. Editorial Paidotribo.

Muñoz, R. (2017). Mediapro se queda los derechos de la Champions y no habrá partido en abierto. *El país*, 23 de junio. Recuperado de https://economia.elpais.com/economia/2017/06/23/actualidad/1498204452_121770.html, accedido el 23 de junio de 2017.

Murphy, P. (1998). Leagues with Hidden Depths: Exploring Interseasonal Patterns in Team Performance, *Singer & Friedlander*. Review 1997-98 Season, pp. 13-16.

Nicolás, M. J. (2015). ¿Qué ingresos tiene un club de 2ªB? *Jugada Financiera*, 12 de

octubre. Recuperado de <http://lajugadafinanciera.com/que-ingresos-tiene-un-club-de-2ab/>, accedido el 8 de agosto de 2017.

Oliver Vidal, L. (2014). *Estudio de los aspectos económico-financieros de los clubes de fútbol en Europa: Análisis bibliométrico de la literatura entre 1996 y 2014*. Facultad de Administración y Dirección de Empresas UPV, Valencia.

Pitarch, S. (2017). ¿Puede Peter Lim vender el Valencia CF? Levante EMV, 22 de marzo. Recuperado de <http://www.levante-emv.com/valencia-cf/2017/03/22/peter-lim-vender-valencia/1544292.html>, accedido el 29 de marzo de 2017.

Premier League. (2017). Premier League value of central payments to Clubs. *Premierleague.com*. Recuperado de <https://www.premierleague.com/news/405400>, accedido el 19 de julio de 2017.

Prentice, W. E. (2001). *Técnicas de rehabilitación en medicina deportiva*. Barcelona, España. Editorial Paidotribo.

Puertas Somavilla, L. (2016). *El patrocinio deportivo como fuente de financiación en el fútbol europeo*. Facultad de Administración y Dirección de Empresas UC, Cantabria.

Ramírez, J. D. (2015). *Desarrollo de un modelo económico-financiero sostenible a partir del análisis de las cinco grandes ligas del fútbol europeo*. Máster Dirección de Empresas de Deporte, Universitat de Barcelona.

Resultados Fútbol. (2017). Valencia CF. *Resultadosfutbol.com*. Recuperado de <http://www.resultados-futbol.com/Valencia-Cf>, accedido el 19 de agosto de 2017.

RFEF. (2016). La Liga de Fútbol Profesional. *Rfef.com*. Recuperado de <http://www.rfef.es/federacion/ligas-comisiones/liga-futbol-profesional>, accedido el 12 de abril de 2017.

Rivera, M. A., Avella, F. A. (1992). Características antropométricas y fisiológicas de futbolistas puertorriqueños. *Archivos de Medicina del Deporte Volumen IX*, 35, 265-277.

Rojas Peñuela, N. C. (2013). *Marketing deportivo, posicionamiento de marca y creación de valor mediante campañas publicitarias en el ámbito futbolístico. Caso Real Madrid*. Facultad de Publicidad y Diseño Universidad Autónoma de Occidente, Santiago de Cali.

Romero, V. (2016). Llega el cambio al fútbol. Marca, 1 de junio. Recuperado de

<http://www.marca.com/futbol/futbol-internacional/2016/06/01/574e95d622601d270e8b4601.html>, accedido el 10 de abril de 2017.

Ros, C. (2014). Lim compra el Valencia por 94 millones. El País, 24 de octubre. Recuperado de https://elpais.com/deportes/2014/10/24/actualidad/1414167997_532811.html, accedido el 20 de junio de 2017.

Sánchez Martín, J. (2003). Valoración y salida a bolsa de las sociedades anónimas deportivas españolas. Análisis comparativo con el caso inglés. *Apunts: Educación Física y Deportes*, 73, 102-110.

Sanjurjo, M., Reinoso, M. (2003). *Guía de Valoración de empresas*. 2a Edición Madrid. Editorial Pearson Educación.

Serrano, R., García, J., Fernández, M. (2014). Asistencia a estadios de fútbol en las cinco grandes ligas europeas: Incertidumbre en el resultado y atractivo de los equipos. Departamento de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Zaragoza.

Siscar, F. (2014). Valoración de empresas. Mercadona, S.A. Facultad de Administración y Dirección de Empresas UPV, Valencia, España.

Soto, M. A. (2015). El fútbol barrial como una forma de interacción comunicativa. Caso del Club Imprenta Ideal en la Liga Parroquial de Tumbaco. Repositorio Digital Universidad Politécnica Salesiana de Ecuador. Recuperado de <http://dspace.ups.edu.ec/handle/123456789/10299>.

Szymanski, S.; Kuypers, T. (1999). *Winners and Losers: The Business Strategy of Football*. Penguin, Harmondsworth.

Tejón, C. (2017). Los 20 equipos de fútbol con mayores ingresos: ¿quién gana más por derechos de televisión?. Prnoticias, 20 de enero. Recuperado de <http://prnoticias.com/television/television-y-futbol/20159753-equipos-futbol-ingresos-derechos-television>, accedido el 11 de mayo de 2017.

Torralba, L. A. (2016). El crowdlending como alternativa de financiación a los clubes de fútbol. Valenciaplaza, 29 de mayo. Recuperado de <http://valenciaplaza.com/el-crowdlending-como-alternativa-de-financiacion-a-los-clubes-de-futbol>, accedido el 29 de

mayo de 2017.

Transfermarkt. (2017). Valencia CF. Transfermarkt.es. Recuperado de https://www.transfermarkt.es/valencia-cf/kader/verein/1049/saison_id/2017, accedido el 23 de agosto de 2017.

Transparency International España. (2014). Índice de Transparencia de los clubes de Fútbol (INFUT) 2016. *Transparencia.org*. Recuperado de http://transparencia.org.es/wp-content/uploads/2017/03/ranking_1-2_division_infut-2016.pdf, accedido el 5 de agosto de 2017.

Transparency International España. (2014). Especulación Urbanística en Clubes de Fútbol en España. Recuperado de http://transparencia.org.es/wp-content/uploads/2016/02/capitulo_informe_global_caso_esp.pdf, accedido el 5 de agosto de 2017.

Trueba, M. (2016). *Patrocinio deportivo en los principales equipos de la Liga española*. Facultad de Administración y Dirección de Empresas UC, Cantabria.

Úbeda, J., Molina, J. P. (2014). El control del balón de oro: crónica crítica sobre la mercantilización del fútbol. *Actividad Física y Deporte: Ciencia y Profesión*. Núm. 20, 37-45.

UEFA. (1998-2017). Sobre UEFA. *Uefa.com*. Recuperado de <http://es.uefa.com/insideuefa/about-uefa/index.html>, accedido el 18 de mayo de 2017.

UEFA. (2017). Fair Play Financiero. *Uefa.com*, 26 de junio. Recuperado de <https://es.uefa.com/insideuefa/protecting-the-game/club-licensing-and-financial-fair-play/index.html?redirectFromOrg=true>, accedido el 20 de mayo de 2017.

Valencia C.F. (2017). Historia del Valencia C.F. *Valenciacf.com*. Recuperado de <http://www.valenciacf.com/ver/65/historia.html>, accedido el 20 de agosto de 2017.

Valldecabres, J. C. (2014). Lim compra el Valencia por cien millones pero el club mantiene la deuda. *Las Provincias*, 7 de junio. Recuperado de <http://valenciacf.lasprovincias.es/noticias/201406/07/compra-valencia-cien-millones-20140607143415.html>, accedido el 19 de agosto de 2017.

Varea M. (1999). *La Administración de la Sociedad anónima deportiva*. Madrid: Civitas

Ediciones.

Villarejo-Ramos, A. F. y Martín-Velicia, F. A. (2007). Una propuesta de modelo para la medición del valor de marca en entidades deportivas. *EsicMarket*, 123, pp. 85-106.

Villena, S. (2003). *Gol-balización, identidades nacionales y fútbol. Futbologías. Fútbol, identidad y violencia en América Latina*. Santa María del Buen Aire, Argentina, Biblioteca CLACSO.

Wahl, A. (1990). Historia del Fútbol "La pelota al pie".

Wharton University of Pennsylvania. (2016). *Knowledgeatwharton.com.es*. Recuperado de <http://www.knowledgeatwharton.com.es/article/esta-experimentando-el-futbol-una-revolucion-financiera/>, accedido el 14 de abril de 2017.

Zapater, A.; Cuervo, S.; Meza, J.; Vargas, M.; Velásquez, B.; Zúñiga, M. A. (2011) *Valor de marca en el fútbol profesional*. – Lima : Universidad ESAN, 2011. – 138 p. – (Serie Gerencia para el Desarrollo ; 22).