

Todo apunta a que los requisitos de transparencia informativa que imponen los mercados son el principal obstáculo a superar por parte de los Clubs de Fútbol (SADs)

Fútbol y Bolsa se reabre el debate

La liga de fútbol española está pasando por uno de sus peores momentos en cuanto a financiación se refiere. Los equipos "adornan" sus balances con elevadísimos niveles de endeudamiento, lo que junto a una enorme dependencia de los contratos televisivos hacen de nuestra liga una de las menos saneadas de Europa. Mientras que, prácticamente, la totalidad de las grandes ligas europeas cuenta con alguno de sus clubes cotizando en bolsa, la presencia del fútbol en el mercado español es actualmente nula, a pesar de las ventajas de la cotización bursátil. La urgente necesidad de obtención de financiación por parte de los clubes de fútbol trae de nuevo a actualidad la salida a Bolsa como posible solución⁽¹⁾.

Eugenia Escudero, Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales de la USC
Loreto Fernández, Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales de la USC

En los últimos años, a pesar de la desigual capacidad de demanda de los diferentes clubes que forman la liga española, los presupuestos de todos los ellos han dado un enorme salto cuantitativo que, en algunos casos,

han llegado a superar un 400 por ciento. Desde la aparición de las plataformas digitales en 1996, el dinero de la televisión representa el 50 por ciento de los ingresos de los clubes, pasando de repartirse 42 millones de euros a 240 millo-

nes por temporada. Pese a estos elevados ingresos por derechos de retransmisión, en la temporada actual parece que, salvo los dos grandes clubes, el resto se encuentran sumidos en una honda depresión económica, con elevadísimos

niveles de deuda, una situación que se ha visto reflejada en los escasos movimientos del mercado de fichajes. Tal y como podemos observar en el Gráfico 1, prácticamente la totalidad de los equipos poseen deudas, superando muchos de ellos los 40 millones de euros. Esta crisis también ha afectado a las plataformas digitales, puesto que sustentar este baile de millones les ha originado grandes pérdidas, no sólo en España sino también en el resto de Europa. Los gigantes digitales se resquebrajan debido a las pérdidas procedentes del fútbol, y todo esto ocurre cuando, en España, hay que negociar el nuevo contrato televisivo con unas plataformas digitales, ya fusionadas, escarmentadas por las cuantiosas pérdidas que se vienen produciendo sistemáticamente desde la firma del contrato con los clubes españoles y que se vieron incrementadas de manera considerable con la compra de los derechos de emisión del último mun-



(1) Este artículo se basa en el trabajo "Financiación de entidades deportivas en el mercado bursátil: factores influyentes en la salida a bolsa de los clubes de fútbol y su posterior evolución" cuyos autores son Loreto Fernández, Eugenia Escudero y David Rodeiro, presentado en el Spotrcongress celebrado en Barcelona del 14 al 16 de mayo de 2003.

dial de fútbol. Si vemos lo que está ocurriendo en el resto de Europa, en el caso del fútbol inglés, tras la quiebra de ITV Digital, el nuevo contrato se ha revisado a la baja en una cuantía de un 25 por ciento menos, mientras que en Alemania Kirch Media, propietaria de los derechos del mundial 2002-2006 para todo el mundo, se encuentra en suspensión de pagos. Todo ello hace pensar que la negociación en España también será a la baja, ya que, además de las pérdidas por la compra de los derechos, ha desaparecido la competencia entre plataformas.

En previsión de la dura negociación que se les avecina, los clubes españoles han suscrito una póliza de crédito con un banco portugués, para asegurarse la liquidez al menos hasta el año 2004 (concretamente, 200 millones de euros a devolver en tres años), y una posición de fuerza ante la negociación con las plataformas. A pesar de ello, tendrán que buscar un modo alternativo de financiación a la televisión, tratando de eliminar esa dependencia tradicional del medio, que se ve reflejada en la estructura de sus cuentas de ingresos. En el Gráfico 2 se contempla la situación en España en relación con otros países, en los que el porcentaje de ingresos procedente de la televisión no supera el 40 por ciento, mientras que en nuestro caso supera la mitad del presupuesto. A la grave situación anterior hay que añadir la reclamación a los clubes de 240 millones de euros que deben a la Hacienda Pública.

En definitiva, el fútbol español se encuentra entre la espada y la pared, y la solución es complicada ya que ni pueden continuar endeudándose ni la televisión les va a ofrecer los mismos niveles de ingresos de temporadas anteriores. Asimismo, los ingresos por entradas al estadio o la explotación del merchandising están muy lejos de su nivel óptimo.



SALIDA A BOLSA

La salida a bolsa se convierte en una alternativa atractiva para obtener la financiación necesaria para los clubes de fútbol. Las sucesivas modificaciones de la Ley del Deporte han retrasado la cotización en los mercados financieros de las Sociedades Anónimas Deportivas, obstaculizando de esta forma las intenciones de clubes que, como el Valladolid, habían llegado a presentar el borrador del folleto para la oferta pública de venta (OPV) ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Otros equipos, como el Real Club Deportivo Espanyol, también dieron sus primeros pasos hacia la cotización mediante el saneamiento de sus cuentas financieras gracias a la venta del estadio de Sarriá. Posteriormente encargó al banco de negocios Natwest Markets la realización de un

análisis preliminar para la salida a bolsa. Por su parte, el Atlético de Madrid y el Club Deportivo Salamanca también manifestaron su intención de cotizar en bolsa; en el primer caso BBV Interactivos y Merrill Lynch prepararon un estudio para la entrada en bolsa del equipo colchonero.

Pero la legislación española no ha sido la única razón del retraso existente en nuestro país respecto a otros de la Unión Europea para la cotización bursátil. La escasa profesionalización en la gestión del fútbol o la existencia de presidentes que únicamente buscaron el reconocimiento social, también han favorecido el desfase actual. En 1999 se modificó la anterior Ley del Deporte (RD 1251/1999), eliminándose las trabas legales que dificultaban el comienzo de la cotización en bolsa de los clubes de fútbol, aunque se impedía

su salida hasta el 1 de enero de 2002. Esta nueva normativa somete a las SADs a la misma regulación que las Sociedades Anónimas, con algunas excepciones, como son que un mismo accionista no puede poseer una participación mayor de un 5 por ciento en diferentes SADs, que los clubes deben remitir al Consejo Superior de Deportes los estados financieros intermedios individuales y consolidados de los dos semestres de cada ejercicio, dentro de los tres meses siguientes a su finalización, y que es obligado llevar una contabilidad desglosada por secciones deportivas, informando sobre la cifra de negocios, derechos de adquisición y de imagen de jugadores de cada una de ellas.

OPINIÓN DE LOS EXPERTOS

Ante la imperiosa necesidad de los clubes de encontrar nuevas vías de financiación y la posibilidad de que la salida a bolsa sea una de ellas, en este apartado nos proponemos identificar las variables que condicionarían el precio de las acciones de tan peculiares compañías. Para ello, hemos consultado a expertos del mundo bursátil si creían posible que los clubes de fútbol españoles utilizaran el mercado de valores como una vía de obtención de recursos y cuales serían, según su criterio, los factores determinantes de los precios de estos títulos.

En todos los casos, la respuesta a la primera cuestión fue positiva. Las crecientes dificultades financieras y la dependencia del sector audiovisual invitan a pensar que la transformación en SAD y posterior salida a bolsa es una alternativa real de captación de recursos financieros. Tal y como señalamos en el primer apartado, el presupuesto de los clubes de fútbol es altamente dependiente de la venta de los derechos de imagen y retransmisión de eventos deportivos.

vos. Esta dependencia del sector audiovisual hace que estén más expuestos que nunca a los ciclos económicos. Por otro lado, las necesidades financieras serán mayores o menores en función de las nuevas fuentes de ingresos que los clubes de fútbol puedan originar. El plazo para nuevas colocaciones en el mercado se podrá ver una vez se hayan superado las actuales incertidumbres, que nos mantienen dentro de la tendencia bajista que arrastra la bolsa desde marzo de 2000. Una vez hayamos superado el actual ciclo bajo de la economía veremos como no solo los equipos de fútbol, sino las grandes y medianas empresas aprovechan el momento para captar patrimonio y financiar sus proyectos a medio y largo plazo. El proceso de salida a bolsa es complejo desde que se toma la decisión y, por el momento, ningún club la ha tomado.

Uno de los problemas más citados que, según los expertos, frenan la salida a cotización es la transparencia de gestión que supone la remisión de información por parte de una empresa cotizada, un coste que los clubes en España no están muy dispuestos a asumir. En cuanto a la legislación española, ésta es similar a la del resto de países europeos. En este sentido, según se desprende del estudio realizado por Barajas (2002), los requisitos exigidos por las diferentes bolsas para cotizar no son un factor determinante a la hora de explicar la variedad en el número de clubes que cotizan en las bolsas de cada país.

A pesar de los problemas mencionados, los expertos consultados consideran que, aunque no a corto plazo, sí veremos cotizar en el mercado a clubes de fútbol al igual que ocurre ya en el resto de Europa, aunque previamente tendrán que llevar a cabo una reestructuración interna de forma que puedan cumplir con los requisitos de salida a bolsa.

FACTORES INFLUYENTES EN EL PRECIO

En cuanto a la segunda de las cuestiones planteadas a los expertos, muchas de las respuestas confirman nuestras hipótesis de partida, y finalmente podemos clasificar los factores que condicionarán el precio de los títulos de los clubes en cuatro grandes grupos: los relacionados con los resultados deportivos, con la plantilla de jugadores, con la idoneidad del proyecto deportivo, y con la gestión de las fuentes de ingresos.

• **Resultados deportivos.** La clasificación del equipo sería una va-

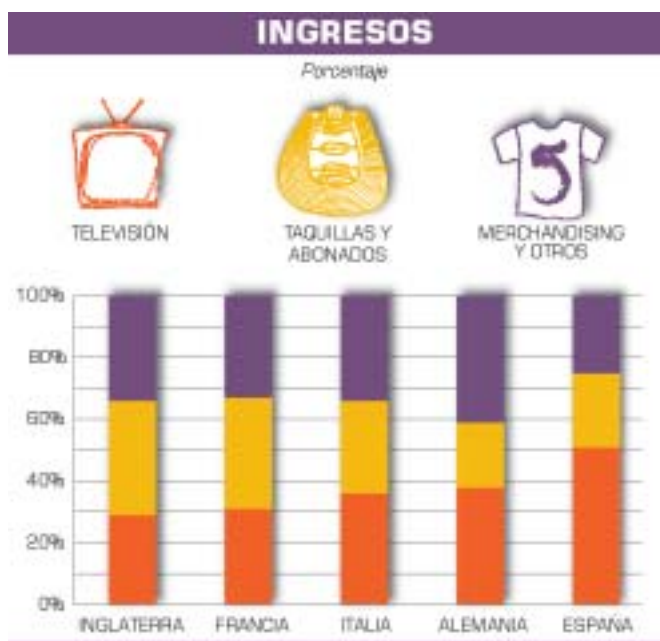
riable fundamental ya que le permitiría entrar o no a disputar determinadas competiciones, que generasen ingresos y, por tanto, afectaría a su situación financiera. Entre los factores relacionados con este aspecto cabe señalar: el número de competiciones en las que el club está inscrito al comienzo de cada temporada y las opciones de victoria en las mismas, comparativa de plantillas de los equipos rivales, calendarios, orden de la competición, etc.; el grado de competitividad alcanzado en las competiciones, cuanto

en una competición, más ingresos, mayor proyección comercial y mejor imagen tendrá. También la imagen individual de cada jugador se vería reforzada, lo que supondría una potencial fuente de ingresos, en caso de traspaso, a final de temporada, y el número de competiciones ganadas: además de la generación de ingresos, daría al club prestigio, mayor presupuesto, y consecuentemente, mayores posibilidades de atraer a grandes figuras.

• **La plantilla de jugadores.** Su tamaño, equilibrio y evolución a lo largo de la temporada puede tam-

pos, bien vía traspaso o bien por su contribución al merchandising o a la consecución de títulos; ambos factores llevarían a la obtención de ingresos. Dentro de este apartado también estarían los fichajes de "relumbrón", las lesiones del "crack" del equipo, etc.; la política retributiva de los jugadores, la imposición de un tope salarial y el diseño de retribuciones por objetivos -más creativas- es hoy una necesidad imperiosa en el fútbol. La política retributiva, primas incluidas, debe fijarse antes de cada temporada para garantizar la motivación del jugador. Se debe evitar cualquier incertidumbre en este aspecto; la legislación en torno a los fichajes y traspasos, conectado con el punto anterior, este aspecto constituye una necesidad urgente, puesto que ofrecería mayor transparencia en las transacciones y costes incurridos, y, por último, el representante e intermediario, algún experto subraya el papel que puede jugar la figura distorsionadora del representante de los jugadores.

• **I idoneidad del proyecto deportivo.** Esta cuestión es muy amplia, pero básicamente se refiere a la coherencia del proyecto deportivo y la transparencia en su comunicación. Cuestiones altamente relacionadas con este aspecto son: estructura organizacional, jerarquías, competencias, tamaño y funciones del equipo directivo, jugadores, política salarial, definición de objetivos sobre la base de la calidad de la plantilla, relaciones con la prensa, etc.; la función del presidente, su relación con la directiva, con la prensa, con los organismos internacionales (UEFA, FIFA) y con las entidades públicas, sus intervenciones públicas y su actividad profesional independiente del fútbol, en caso de tenerla, son factores que influyen en la marcha del club, y la prensa, por su capacidad de influencia en la afición y en el propio equipo gestor puede también convencer



riable fundamental ya que le permitiría entrar o no a disputar determinadas competiciones, que generasen ingresos y, por tanto, afectaría a su situación financiera. Entre los factores relacionados con este aspecto cabe señalar: el número de competiciones en las que el club está inscrito al comienzo de cada temporada y las opciones de victoria en las mismas, comparativa de plantillas de los equipos rivales, calendarios, orden de la competición, etc.; el grado de competitividad alcanzado en las competiciones, cuanto

más lejos llegue un club de fútbol también afectar a la cotización: lesiones, altas y bajas, jugadores sancionados; estado de ánimo y la unidad del vestuario o los grupos de poder, si se filtra información sobre estos aspectos al mercado, debería reflejarse en la cotización; la política de fichajes, cantera versus extranjeros, una buena cantera permite al club obtener resultados por el traspaso de jugadores de una forma regular, o también puede evitar fichajes caros; el responsable de los fichajes, también es muy importante esta figura, ya que un fichaje debe constituir una fuente de ingre-

al mercado, tanto en sentido positivo como negativo.

• **La gestión de las distintas fuentes de ingresos.** Fundamentalmente en lo que se refiere a los contratos televisivos, que son negociados a priori y que, como hemos comentado anteriormente, tienden a la baja y están muy interrelacionados con los resultados deportivos, y el merchandising, una importante fuente de ingresos derivada de la venta de objetos con la imagen del equipo y de los jugadores (camisetas principalmente) que los clubes españoles no están explotando en la medida de sus posibilidades. Ambos aspectos suponen elementos importantes en la valoración del club.

Presumiblemente, teniendo en cuenta la estructura actual de los clubes de fútbol y su naturaleza deportiva, la evolución bursátil sería altamente impredecible. Serían valores de escasa transparencia en sus primeros años de cotización, con muy bajo volumen de negociación y alto riesgo. Sectores hoy en día próximos al mundo del fútbol, como el audiovisual y la publicidad, deberían marcar o anticipar de algún modo su probable evolución en bolsa a largo plazo.

CONCLUSIONES

En el plano normativo, la legislación en materia deportiva en nuestro país no parece presentar grandes diferencias con la de otros países en los que ya el fútbol está presente en los mercados financieros. Tras la puesta en vigor de la actual Ley del Deporte, la mayoría de los clubes adoptaron la forma jurídica de SAD que, inicialmente, les permite el acceso al mercado. Son precisamente las exigencias de admisión e información de la bolsa de valores las que frenan ese planteamiento y lo



Si observamos la experiencia de otros países cuyos clubes de fútbol tienen "categoría económica" similar a los del caso español, se demuestra que el mercado bursátil ha sido una fuente de recursos empleada por una diversidad de clubes, los cuales, además, han logrado niveles de contratación aceptable, incluso en algún caso (Manchester United) excepcionalmente elevados.

convierten, al menos por el momento, en una utopía. En la situación en la que actualmente se encuentran los clubes, el cumplimiento de los requisitos para la cotización que establece la CNMV (balances saneados, determinadas cuantías de beneficios en años precedentes, transparencia informativa,...) se convierten en un condicionante difícil de superar aunque no en un imposible. La CNMV puede excepcionar, en determinados casos, la concurrencia de algún requisito, como es el relativo a la obtención de beneficios⁽²⁾. De hecho, así se admitieron a negociación en su momento los valores emitidos por entidades de nueva creación, cuya actividad tiene un marcado

componente innovador tecnológicamente puntero, que finalmente se integraron en el sector Nuevo Mercado. De igual forma cabría plantearse una flexibilización en las condiciones de admisión de las SADs, puesto que podrían ser consideradas "entidades en proceso de reordenación o reestructuración económica", tal y como se recoge entre los casos de excepcionalidad.

Si observamos la experiencia de otros países cuyos clubes de fútbol tienen "categoría económica" similar a los del caso español, se demuestra que el mercado bursátil ha sido una fuente de recursos empleada por una diversidad de clubes, los cuales, además, han logrado niveles de contratación

aceptable, incluso en algún caso (Manchester United) excepcionalmente elevados. Por lo que se refiere al momento adecuado de la salida, los expertos consideran que habrá que esperar al cambio de tendencia en los mercados, puesto que actualmente se encuentran, por muchas razones, sumidos en un elevado grado de incertidumbre que no ofrece garantías suficientes de éxito para las operaciones de esta naturaleza.

En cuanto a los factores que influirían en sus cotizaciones, en nuestra opinión, todos los factores descritos son un claro reflejo de la situación por la que atraviesan los clubes, tanto a nivel económico-financiero como de gestión interna, lo que, en definitiva, nos lleva a concluir que las acciones de estas compañías se comportarían en el mercado de forma eficiente al igual que lo hacen los títulos de las restantes empresas que componen los diferentes sectores. De este modo, en el momento en el que se produjera cualquier hecho significativo en la vida del club, que pueda repercutir en su evolución futura, esa información se reflejaría de inmediato en las cotizaciones. □

(2) Orden Ministerial de 19 de junio de 1997 (BOE 21/6/97). Esta orden permite la excepción del requisito de "haber obtenido beneficios suficientes en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos en un período de cinco años, para poder repartir un dividendo de, al menos, un seis por ciento del capital desembolsado", en los siguientes casos:

- a) que la entidad emisora justifique la obtención de beneficios en los próximos ejercicios,
- b) que la entidad proceda de una operación de fusión, escisión o aportación de una rama de actividad,
- c) cuando la entidad está en proceso de reordenación o reestructuración económica o de privatización por una entidad pública.