



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

**UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

**TRABAJO DE FIN DE GRADO**  
**ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**El fútbol profesional en España: modelo económico-financiero, deportivo y  
de gestión**

Aproximando un modelo de valoración para los clubes de fútbol profesional  
españoles

Autor: Diego Rodríguez León (5º E-6 B)

Director: Dra. Aurora García Domonte

Madrid

Abril de 2019

# Contenido

<b>1. Introducción</b> .....	5
<b>1.1. Objetivos del Trabajo</b> .....	5
<b>1.2. Justificación del interés de la investigación</b> .....	5
<b>2. Nociones básicas sobre el contexto del fútbol profesional</b> .....	8
<b>2.1. Objetivos y criterios en la toma de decisiones de un club de fútbol</b> .....	8
<b>2.1.1. La maximización del desempeño deportivo frente a la maximización del beneficio</b> 8	
<b>2.1.2. Diferencias en la utilidad en función de la estructura de gobernanza del club</b> .	12
<b>2.2. Un cambio en la tendencia: el fútbol y su creciente atractivo como negocio</b> .....	13
<b>2.2.1. Ingresos</b> .....	14
<b>2.2.2. Gastos</b> .....	31
<b>2.2.3. Resultado</b> .....	36
<b>2.2.4. Activos</b> .....	36
<b>2.2.5. Deuda</b> .....	40
<b>2.2.6. Recursos propios</b> .....	41
<b>2.2.7. Otras características atractivas del negocio del fútbol</b> .....	42
<b>3. Nociones básicas sobre valoración de activos</b> .....	43
<b>3.1. Concepto de valor</b> .....	43
<b>3.2. Motivos para una valoración</b> .....	43
<b>3.3. Métodos de valoración</b> .....	44
<b>3.3.1. El método de descuento de flujos de caja (DFC)</b> .....	45
<b>3.3.2. La valoración relativa</b> .....	49
<b>3.4. La escasez de contenidos acerca de la valoración de clubes de fútbol</b> .....	53
<b>3.4.1. El modelo multivariable de Markham</b> .....	53
<b>3.4.2. El modelo de Barajas</b> .....	53
<b>3.4.3. El modelo de KPMG</b> .....	54
<b>4. Valoración por aproximación al modelo de KPMG</b> .....	55
<b>5. Conclusión</b> .....	59
<b>6. Bibliografía</b> .....	60

## Índice de Figuras

<b>Figura 1: Maximización del beneficio y maximización del desempeño deportivo</b> .....	10
<b>Figura 2: Interdependencia entre las decisiones de los clubes</b> .....	11
<b>Figura 3: Curvas de indiferencia y estrategias preferidas en función de la estructura de gobernanza del club</b> .....	12
<b>Figura 4: Evolución del tamaño del mercado del fútbol europeo (miles de millones de euros)</b> . 15	
<b>Figura 5: Evolución de los ingresos de las cinco grandes ligas europeas (millones de euros)</b> ...	16
<b>Figura 6: Evolución de la composición de los ingresos de la English Premier League</b> .....	18
<b>Figura 7: Evolución de la composición de los ingresos de LaLiga</b> .....	19
<b>Figura 8: Evolución de la composición de los ingresos de la Bundesliga</b> .....	20
<b>Figura 9: Evolución de la composición de los ingresos de la Serie A</b> .....	21
<b>Figura 10: Evolución de la composición de los ingresos de la Ligue 1</b> .....	22
<b>Figura 11: Sistemas de distribución de los ingresos de retransmisión domésticos</b> .....	24
<b>Figura 12: Evolución de la ratio high to median en las cinco grandes ligas europeas</b> .....	25
<b>Figura 13: Vista general de los principales contratos de retransmisión</b> .....	26
<b>Figura 14: Rangos del valor anual del contrato con el fabricante de la equipación (muestra de 30 equipos)</b> .....	27
<b>Figura 15: Rangos del valor anual del contrato con el patrocinador de la camiseta (muestra de 30 equipos)</b> .....	28
<b>Figura 16: Nacionalidad del patrocinador de la camiseta</b> .....	29
<b>Figura 17: Número de clubes con acuerdos de patrocinio, otras modalidades</b> .....	30
<b>Figura 18: Asistencia media, partidos de liga (miles de asistentes)</b> .....	31
<b>Figura 19: Evolución de los costes salariales (millones de euros)</b> .....	32
<b>Figura 20: Evolución de la ratio entre salarios e ingresos</b> .....	33
<b>Figura 21: Los costes operativos en el fútbol europeo (excluye costes de personal y actividad de traspasos)</b> .....	34
<b>Figura 22: Evolución de los costes operativos (excl. salariales y traspasos) en las grandes ligas europeas (millones de euros)</b> .....	35
<b>Figura 23: Evolución de la ratio costes operativos / ingresos</b> .....	35
<b>Figura 24: Evolución del Resultado operativo y neto del fútbol europeo (millones de euros)</b> . 36	
<b>Figura 25: Evolución de los activos de los clubes europeos de primera división (miles de millones de euros)</b> .....	37
<b>Figura 26: Incrementos de más de 100 millones de euros en el valor en libros de los activos fijos tangibles entre 2008 y 2017</b> .....	38
<b>Figura 27: Resumen del régimen de propiedad de los estadios europeos</b> .....	39
<b>Figura 28: Evolución del valor de Mercado y el valor contable de las plantillas de los clubes de las primeras divisiones inglesa, española, italiana y francesa (millones de euros)</b> .....	40
<b>Figura 29: Evolución de la deuda neta de los clubes europeos (miles de millones)</b> .....	41
<b>Figura 30: Evolución del patrimonio neto y contribuciones de capital anuales de los clubes europeos de primera división (miles de millones de euros)</b> .....	41
<b>Figura 31 Principales métodos de valoración según Fernández (2012)</b> .....	45

<b>Figura 32 Chequeos a realizar cuando se utilizan múltiplos en la valoración según Damodaran</b>	50
<b>Figura 33: Resultados de la regresión</b>	57
<b>Figura 34: EV estimados de los clubes de la Primera División española</b>	58

## **1. Introducción**

### **1.1. Objetivos del Trabajo**

El objetivo general de este Trabajo de Fin de Grado es encontrar y adoptar una metodología en base a la cual podamos estimar el valor de los de los equipos de fútbol profesional en España.

### **1.2. Justificación del interés de la investigación**

El fútbol es el deporte más popular del planeta y mantiene un gran potencial de crecimiento (Boudway, 2018). Solo en Europa, el tamaño del mercado se situaba en la temporada 2016-17 en torno a 25 mil millones de euros, lo que implica un crecimiento del 9% respecto a la temporada anterior (Deloitte, 2018).

Dentro de este contexto, LaLiga, con casi 2.600 millones de espectadores en la temporada 2016-17, goza de una posición de liderazgo. En dicha temporada, la más positiva desde el punto de vista económico de la historia del fútbol profesional español, sus ingresos crecieron un 15,6% para alcanzar los 3.662 millones de euros.<sup>1</sup> Entre las temporadas 2011-12 y 2016-17 el crecimiento medio anual acumulado de los ingresos totales de LaLiga fue del 10,4%, frente al 2,3% experimentado por el PIB de España.

El resultado bruto de explotación (785,3 millones de euros),<sup>2</sup> el resultado de explotación (291,5 millones de euros), el resultado antes de impuestos (242,8 millones de euros) y el resultado neto (177,2 millones de euros) para la temporada 2016-17 también mejoraron respecto a los de la temporada anterior. En la temporada 2016-17, el *capex* ascendió a 647,6 millones de euros; así mismo, el flujo de tesorería del negocio fue de 261,6 millones de euros y el valor económico agregado (EVA) creado fue de 136,2 millones de euros (LaLiga, 2018).

---

<sup>1</sup> De este importe, el 91,8% corresponde a LaLiga Santander, y el 8,2% restante a LaLiga 1|2|3. La contribución a los ingresos totales de LaLiga 1|2|3 se ha incrementado en las últimas temporadas, alcanzando en la temporada 2016-17 su máximo histórico (véase el Informe Económico-Financiero del Fútbol Profesional 2017 (Nota nº 5)).

<sup>2</sup> Resultado bruto ajustado de explotación: 778,1 millones de euros (véase la Nota nº 5).

En los últimos años el fútbol profesional español ha atraído a un número considerable de inversores. Entre las últimas operaciones podemos destacar, en orden cronológico:

1. El acuerdo de compra por parte del empresario cataní Shaikh Abdullah Al-Thani del Málaga Club de Fútbol en junio de 2010.<sup>3</sup>
2. La adquisición de 2 millones de euros en acciones del Real Oviedo por parte del Grupo Carso en noviembre de 2012.<sup>4</sup>
3. La adquisición de la propiedad de la A. D. Alcorcón por parte de Roland Duchâtelet en enero de 2014.<sup>5</sup>
4. La operación por la que *Meriton Holdings Limited* se convirtió en el accionista mayoritario del Valencia CF SAD en mayo de 2014.<sup>6</sup>
5. La adquisición por parte de *Wanda Madrid Investment* (parte de *Dalian Wanda Group*) de un 20% del accionariado del Club Atlético de Madrid por cerca de 45 millones de euros en marzo de 2015.<sup>7</sup>
6. La adquisición del control de la Cultural y Deportiva Leonesa por parte de *Aspire Zone Foundation* en julio de 2015.<sup>8</sup>

---

<sup>3</sup> Málaga C.F. (25 junio, 2010). *La llegada de Shaikh Abdullah abre una nueva etapa en el Málaga C.F.* Recuperado de <https://www.malagacf.com/en/news/la-llegada-de-shaikh-abdullah-abre-una-nueva-etapa-en-el-malaga-c-f>

<sup>4</sup> Barrera, C. (noviembre 17, 2012). Tycoon Slim invests in troubled Spanish team Real Oviedo. *Reuters*. Recuperado de <https://www.reuters.com/article/us-soccer-oviedo-slim/tycoon-slim-invests-in-troubled-spanish-team-real-oviedo-idUSBRE8AG0G220121117>

<sup>5</sup> Agrupación Deportiva Alcorcón. (2014). Red de Clubes. *Recuperado de* <https://www.adalcorcon.com/club/informacion/red-clubes>

<sup>6</sup> Valencia Club De Fútbol. (17 mayo, 2014). *Comunicado Oficial*. Recuperado de <http://www.valenciacf.com/ver/36000/official-vcf-statement.html>

<sup>7</sup> Atlético de Madrid. (31 marzo, 2015). *El Grupo Wanda ya es titular de un 20% del accionariado del club*. Recuperado de <http://www.atleticodemadrid.com/noticias/el-grupo-wanda-ya-es-titular-de-un-20-del-accionariado-del-club>

<sup>8</sup> Cultural. (10 julio, 2015). *Cultural y Deportiva Leonesa – Aspire Academy*. Recuperado de <https://www.cydleonesa.com/noticia/cultural-y-deportiva-leonesa-aspire-academy>

7. La operación por la que el empresario chino Chen Yansheng, presidente de *Rastar Group*, se convirtió en el máximo mandatario del RCD Espanyol con el 54% de las acciones en enero de 2016.<sup>9</sup>
8. El acuerdo entre Gino Pozzo y Jiang Lizhang por el cual este último se convirtió en máximo accionista del Granada CF en junio de 2016.<sup>10</sup>
9. La operación por la que La Hoya Lorca pasó a ser propiedad de Xu Genbao en julio de 2016.<sup>11</sup>
10. La operación por la que *Skyline International* se convirtió en máximo accionista del Albacete Balompié SAD en julio de 2017.<sup>12</sup>
11. La adquisición del Girona FC a partes iguales del 44,3% por el *Girona Football Group* y el *City Football Group* en agosto de 2017.<sup>13</sup>
12. La subscripción por parte de *Quantum Pacific Group* de un número de acciones representativo de una participación del 15% en el Club Atlético de Madrid con una inversión de 50 millones de euros en noviembre de 2017.<sup>14</sup>
13. La adquisición por parte de *Quantum Pacific Group* de la participación del 17% de *Dalian Wanda Group* en el Atlético de Madrid en febrero de 2018.<sup>15</sup>

---

<sup>9</sup> RCD Espanyol. (21 enero, 2016). *Cheng Yansheng, nuevo presidente del RCD Espanyol*. Recuperado de <https://www.rcdespanyol.com/es/actualidad/n:2045>

<sup>10</sup> Granada Club de Fútbol. (14 junio, 2016). *Jiang Lizhang, nuevo máximo accionista del Granada CF*. Recuperado de <https://www.granadacf.es/noticia/jiang-lizhang-nuevo-maximo-accionista-del-granada-cf>

<sup>11</sup> Re, P. (8 julio, 2016). *Nace el Lorca Fútbol Club*. *La Verdad*. Recuperado de <https://www.laverdad.es/murcia/deportes/futbol/201607/08/nace-lorca-futbol-club-20160708005757-v.html>

<sup>12</sup> Albacete BP. (19 julio, 2017). *Garrido vende su paquete accionarial a Skyline*. Recuperado de <https://www.albacetebalompie.es/noticia/garrido-vende-su>

<sup>13</sup> Girona FC. (23 agosto, 2017). *El Girona FC, adquirido por nuevos inversores*. Recuperado de <http://www.gironafc.cat/es/noticia/el-girona-fc-adquirido-por-nuevos-inversores>

<sup>14</sup> Atlético de Madrid. (16 noviembre, 2017). *Quantum Pacific Group se convertirá en accionista del Club Atlético de Madrid*. Recuperado de <http://www.atleticodemadrid.com/noticias/quantum-pacific-group-se-convertira-en-accionista-del-club-atletico-de-madrid>

<sup>15</sup> Atlético de Madrid. (14 febrero, 2018). *Quantum Pacific Group adquiere la participación de Dalian Wanda Group en el Atlético de Madrid*. Recuperado de

14. La adquisición por parte de Ronaldo Názario del 51% de las acciones del Real Valladolid, anunciada en septiembre de 2018.<sup>16</sup>

Teniendo en cuenta la tendencia de crecimiento de LaLiga y el contexto de inversión, resulta interesante encontrar y adoptar una metodología con la que, tanto los potenciales inversores como los propios equipos de fútbol profesional en España, puedan estimar con cierta precisión su valor.

## **2. Nociones básicas sobre el contexto del fútbol profesional**

Esta segunda sección del Trabajo tiene el propósito de servir de introducción a aspectos claves de la industria del fútbol. La primera parte, de contenido más teórico, describe algunas de las particularidades del club de fútbol como negocio. El segundo apartado analiza la evolución del fútbol europeo en los últimos años.

### **2.1. Objetivos y criterios en la toma de decisiones de un club de fútbol**

El fútbol puede regirse por criterios diferentes a los de un negocio convencional. Además, los objetivos del propietario varían en función de qué estructura de gobernanza se haya adoptado. Estudiamos estas dos cuestiones en los siguientes apartados.

#### **2.1.1. La maximización del desempeño deportivo frente a la maximización del beneficio**

##### **2.1.1.1. Razonamiento teórico**

Como señala Sloane (2014), la teoría de la empresa – si bien reconoce la posibilidad de que se sigan otras estrategias (p. ej., la maximización de los ingresos) -, tiende a asumir que las empresas buscan maximizar sus beneficios. No parece evidente que esta premisa sea

---

<https://www.atleticodemadrid.com/noticias/quantum-pacific-group-adquiere-la-participacion-de-dalian-wanda-group-en-el-atletico-de-madrid>

<sup>16</sup> Real Valladolid Club de Fútbol. (3 septiembre, 2018). *Ronaldo Nazário, nuevo accionista mayoritario del Real Valladolid*. Recuperado de <http://www.realvalladolid.es/noticias/actualidad/paginador/200/03092018/Ronaldo-Nazario-nuevo-accionista-mayoritario-del-Real-Valladolid/>

aplicable al mundo del deporte o, más concretamente, al mundo del fútbol: el hecho de que la mayoría de entidades deportivas europeas hayan mantenido pérdidas durante largos períodos, manteniéndose a flote gracias al sustento proporcionado por sus propietarios, entre otros, ha llevado suponer que el comportamiento de estas entidades no se orienta a la maximización del beneficio. Por el contrario, los clubes se orientarían, sujetos a una restricción de equilibrio, a la maximización del número de partidos ganados (pp. 13-14).

El propio Sloane, pionero en la literatura económica de deporte europeo, señaló en 1971 que la asunción de maximización del beneficio no aplicaba a la industria del fútbol (Sloane, 2015, pp. 1-2). Desarrolló entonces un modelo de maximización de la utilidad en el que, aun sujeto a una restricción de beneficio mínimo (pudiendo ser negativa) de supervivencia, el éxito deportivo desempeña un papel fundamental. El modelo queda definido como:

$$U = u(w, a, x, \pi) \text{ sujeto a } \pi_r > \pi_0 + \text{impuestos}$$

Donde  $U$  es la utilidad del propietario deportivo, expresada como una función  $u$  de:

- $w$ : porcentaje de victorias
- $a$ : asistencia media
- $x$ : equilibrio competitivo de la liga (sobre la idea de que este aumenta su atractivo)
- $\pi$ : nivel de beneficio después de impuestos;  $\pi_r$ : beneficios reales;  $\pi_0$ : mínimo beneficio requerido (Sloane, 2014, p. 14).

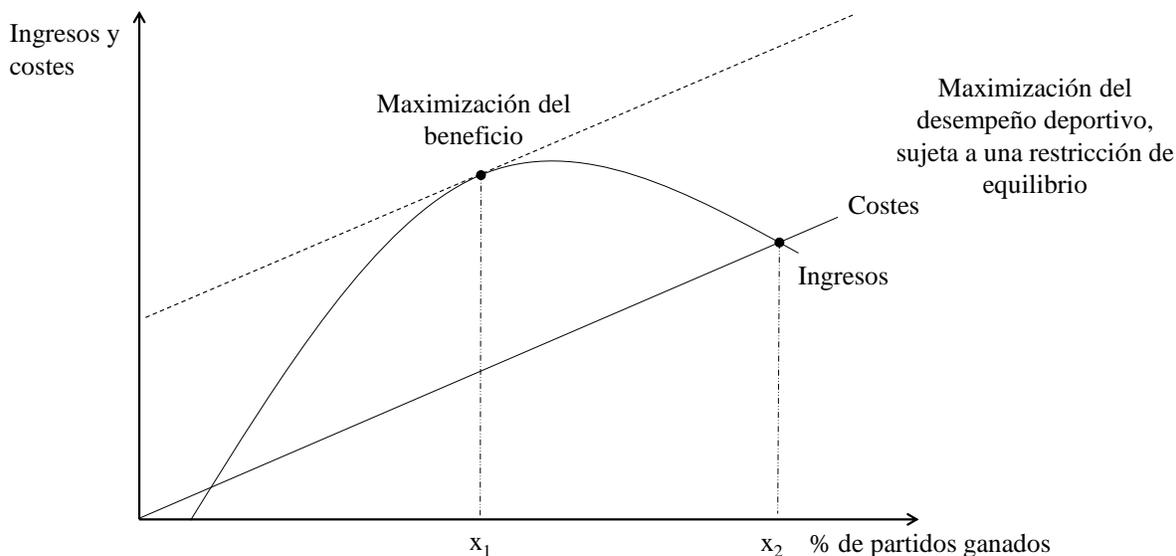
Así mismo, Sloane define el problema de decisión para el club dentro de una liga con dos clubes de la siguiente manera:

$$\text{Max } U_i(Q_i, Q_j, p_i) \text{ sujeto a } \pi_i(Q_i, Q_j, p_i) \geq 0$$

Donde  $Q$  es el gasto en talento de juego de los equipos  $i$  y  $j$ , y  $p$  es el precio de la entrada (p. 14).

El conflicto entre la búsqueda del beneficio y la mejora del desempeño deportivo queda ilustrado por el siguiente gráfico:

**Figura 1: Maximización del beneficio y maximización del desempeño deportivo**

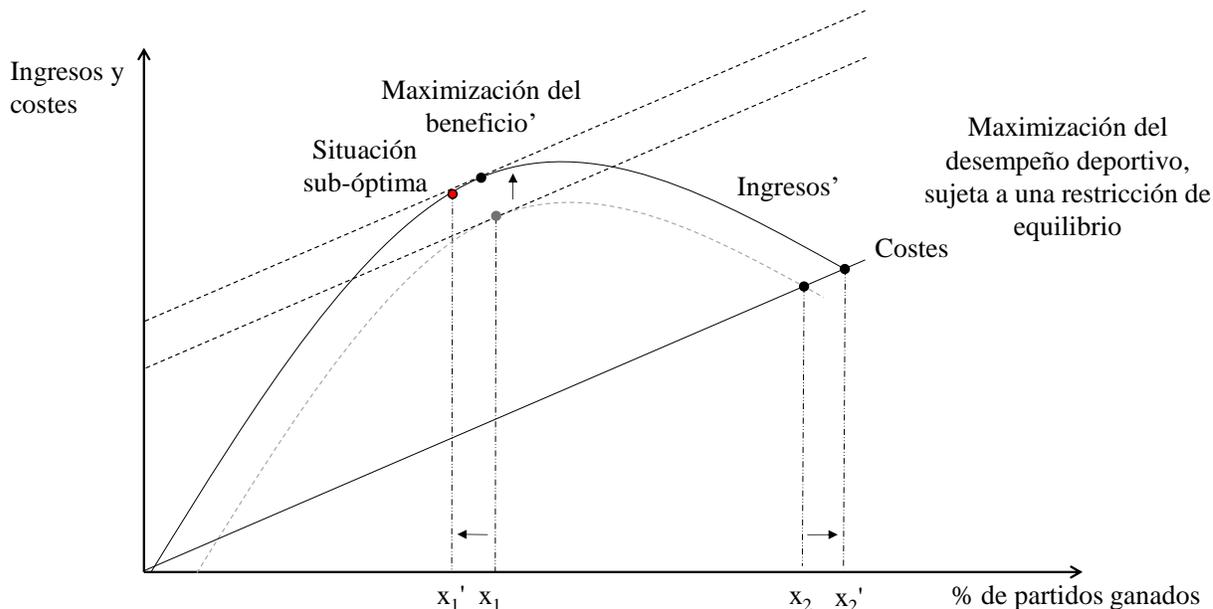


*Fuente:* Sloane (2014, p. 15).

Como señala Sloane (2014), se asume una relación cuadrática entre los ingresos y el desempeño deportivo, suponiendo que, a partir de un determinado nivel de desempeño deportivo, la competición pierde interés. El porcentaje de partidos ganados  $x_1$  es el que planearía ganar un club que quisiese maximizar el beneficio. El porcentaje de partidos ganados  $x_2$  sería el porcentaje objetivo de un club que quisiese maximizar su desempeño deportivo, sin entrar en pérdidas.

En una liga con solo dos clubes,  $x_1$  y  $x_2$  tienen que ser tales que  $x_1 = (1 - x_2)$ . Este es un juego de suma cero, en el que las decisiones de un club afectan al otro y viceversa: si los ingresos aumentasen y el equipo que busca maximizar el desempeño deportivo gastase más en jugadores, alcanzando con esto un mayor porcentaje de partidos ganados lo haría en detrimento del porcentaje de partidos ganados del equipo que busca maximizar el beneficio (p. ej., al aumentar el porcentaje de partidos ganados  $x_2$  de 65 a 70 %, el porcentaje  $x_1$  pasa del 35 a 30 %).

**Figura 2: Interdependencia entre las decisiones de los clubes**



*Fuente: Sloane (2014, p. 15).*

El club que busca maximizar el beneficio se vería en una situación sub-óptima (por debajo de la maximización del beneficio), que podría llevarle a gastar más en jugadores. Este patrón genera inestabilidad, una especie de “carrera armamentística” en la contratación de los mejores jugadores (pp. 14-16). Dada la oferta limitada de este factor, se genera inflación en los costes salariales, una situación que ha motivado la reciente introducción de regulación al respecto (p. 21).

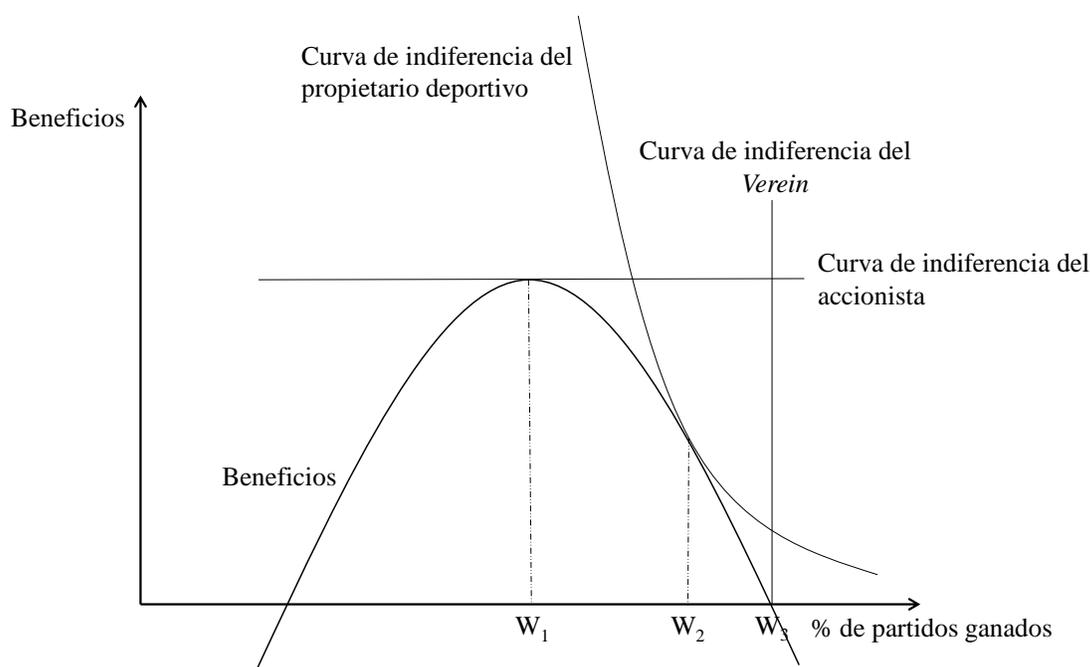
#### **2.1.1.2. Evidencia empírica**

La búsqueda de esta maximización del desempeño deportivo ha sido estudiada empíricamente. Por ejemplo, García-del-Barrio y Szymanski (2009) analizaron durante el período 1994-2004 el comportamiento de los clubes de las ligas españolas e inglesas. Partiendo de la base de que el gasto en jugadores es un factor determinante de la clasificación del equipo en cuestión dentro de la liga (a mayor gasto, mejor posición), definen la desviación respecto de la maximización del beneficio como el exceso en el gasto en jugadores. Llegan a la conclusión de que el comportamiento de los equipos estudiados parece ajustarse a una estrategia de maximización de las victorias sujeta a una restricción de beneficio cero (p. 64).

### 2.1.2. Diferencias en la utilidad en función de la estructura de gobernanza del club

Sloane (2014) reconoce que esta búsqueda de la maximización del resultado deportivo puede verse matizada, incluso sustituida por la maximización del beneficio, en función de la estructura de gobernanza en cuestión (p. 17). Hace referencia al trabajo de Franck (2010), que realizó un análisis comparativo de tres estructuras de gobernanza típicas de los clubes de fútbol: 1) empresas de fútbol de propiedad privada, 2) corporaciones de fútbol cotizadas (propiedad dispersa) y 3) asociaciones de miembros con personalidad legal propia (*Verein*) (p. 108).

**Figura 3: Curvas de indiferencia y estrategias preferidas en función de la estructura de gobernanza del club**



*Fuente: Sloane (2014, p. 18). Un gráfico similar ya está incluido en Franck (2010, p. 112).*

Franck señala que, en el supuesto del club como empresa privada, el propietario soporta todo el impacto financiero de sus decisiones. En el caso concreto del fútbol, no obstante, sus decisiones tienen consecuencias más allá del ámbito financiero, pudiendo generar aceptación o rechazo entre los aficionados y las autoridades locales. Si la aceptación por parte de la comunidad es una fuente de utilidad para el propietario, y los resultados deportivos son, a su

vez, una fuente de utilidad para la comunidad, el propietario maximiza su utilidad cediendo parte del beneficio a cambio del apoyo que recibe como consecuencia de los resultados deportivos (p. 112). Por este motivo, la curva de indiferencia del propietario no es ni paralela al eje de ordenadas, ni paralela al eje de abscisas. Podemos pensar que, en función de los objetivos del propietario, la curva tendrá más (si se prioriza el desempeño deportivo) o menos pendiente (si se da más importancia a la obtención de un beneficio).

En el caso de los clubes cotizados aparece la figura del accionista.<sup>17</sup> Si el accionista no tiene más que una pequeña participación, no ejerce el control, y por tanto no se encuentra con la necesidad de dar prioridad al beneficio o al desempeño deportivo. La utilidad del accionista depende únicamente del beneficio, entendiéndose que este es determinante en la creación de valor para el accionista a largo plazo. Por este motivo, la curva de indiferencia del accionista es paralela al eje de abscisas (p. 113).

Finalmente, Franck apunta a la estructura de la asociación de miembros, o *engetrangener Verein*, típica en el fútbol alemán. En esta estructura, los propietarios son los aficionados, que eligen a los gestores, y los derechos de propiedad no son transferibles. La responsabilidad queda limitada a los activos del Verein y los miembros no asumen, con carácter general, responsabilidad personal. Se trata de organizaciones sin ánimo de lucro, donde tampoco se pueden repartir beneficios. Esto implica que la utilidad solo se extrae del desempeño deportivo, con lo que la curva de indiferencia del *Verein* es paralela al eje de ordenadas. Esta estructura no aporta utilidad al inversor financiero (pp. 113-114). Como señala Sloane (2014), este tipo de estructuras también se dan en otros lugares de Europa, como en España, en el caso del Real Madrid CF y el FC Barcelona (p. 17).

## **2.2. Un cambio en la tendencia: el fútbol y su creciente atractivo como negocio**

Una vez analizadas las motivaciones detrás de la toma de decisiones por parte de los clubes, y la principal dinámica dentro de la industria, no resulta tan extraña la afirmación tradicional de que los clubes de fútbol no son un “buen” negocio. Sin embargo, en los últimos años, de la mano de algunos cambios (p. ej. el FFP), el fútbol europeo ha mejorado notablemente su

---

<sup>17</sup> El Anexo incluye una lista con los clubes de fútbol europeos que cotizan actualmente.

situación, aumentando su atractivo. En el último ejercicio analizado por la UEFA (FY2017), se alcanzó un beneficio conjunto de 615 millones de euros (UEFA, 2019).

Repasamos a continuación la evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias y el balance del fútbol europeo y sus principales ligas.

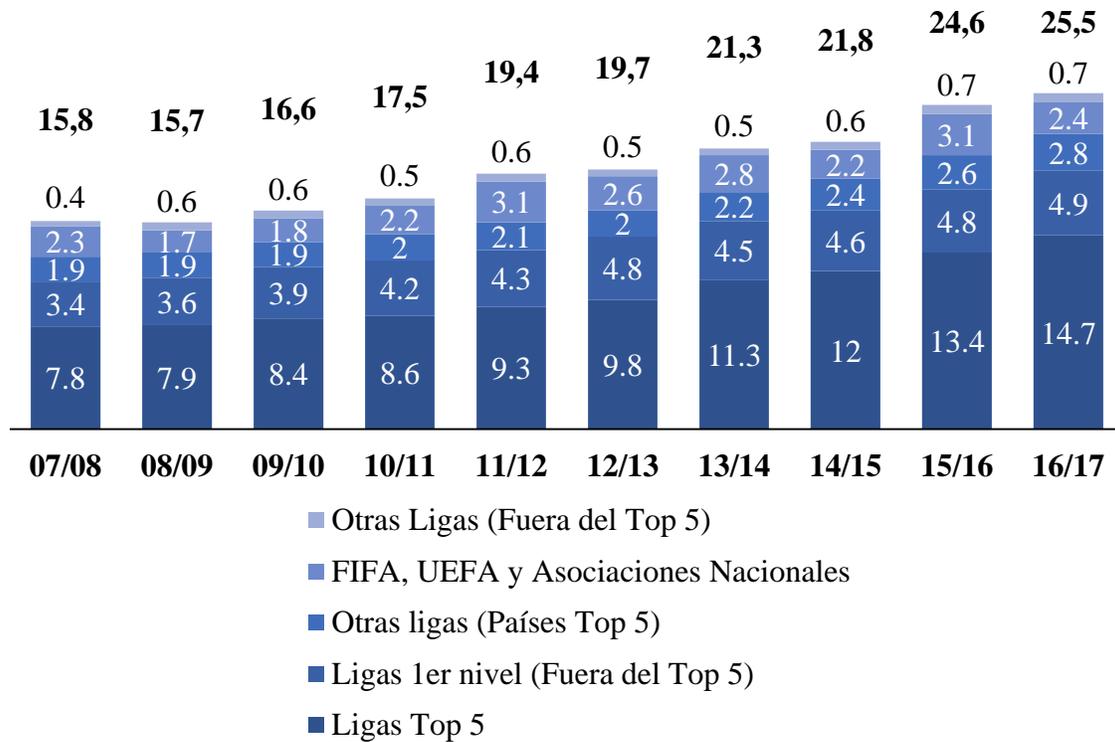
### **2.2.1. Ingresos**

Como veremos más adelante, los ingresos son una variable clave en la valoración de clubes de fútbol. A continuación, detallamos su evolución reciente a nivel europeo, y en particular respecto a las cinco principales ligas. Así mismo, se analiza la composición de la cifra de ingresos y se analizan algunos aspectos fundamentales de las principales partidas.

#### **2.2.1.1. Fuerte crecimiento liderado por las grandes ligas**

A nivel de ingresos, el fútbol europeo atravesó con mayor comodidad que otros sectores el período de crisis global que comenzó en 2008. La Tasa de Crecimiento Anual Compuesto (TCAC) para el período 2007/08-2016/17 fue del 5,5% para el conjunto de mercado y el crecimiento anual llegó a alcanzar el 12,84% (2014/15-2015/16).

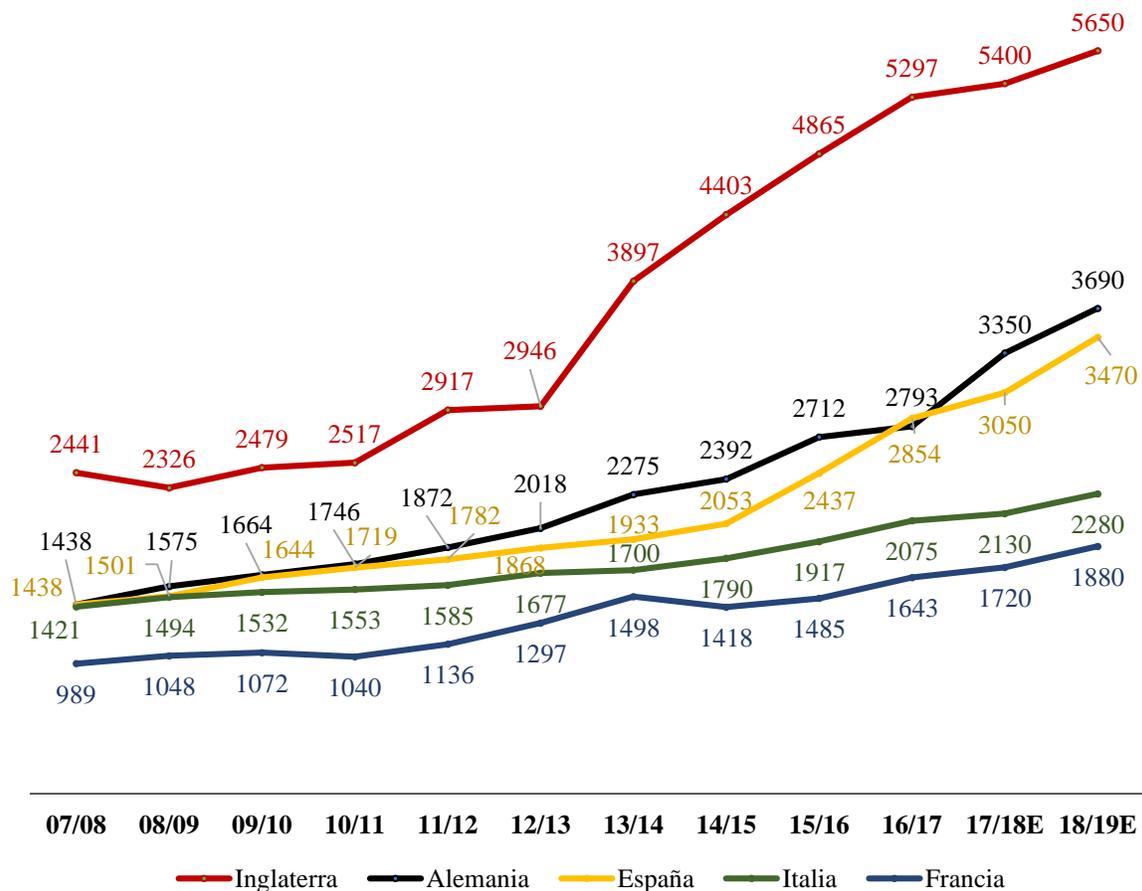
**Figura 4: Evolución del tamaño del mercado del fútbol europeo** (miles de millones de euros)



*Fuente: Deloitte (2018).*

Si analizamos la evolución de los distintos componentes del mercado, el crecimiento fue especialmente importante en las cinco grandes ligas: Inglaterra, España, Alemania, Italia y Francia; que conjuntamente presentan una TCAC para el período de 2007/08-2016/17 del 7,3%. El siguiente gráfico recoge los ingresos por temporada de cada una de ellas, así como la estimación de Deloitte para los ingresos de las temporadas 17/18 y 18/19.

**Figura 5: Evolución de los ingresos de las cinco grandes ligas europeas (millones de euros)**



*Fuente: Deloitte (2018).*

La liga inglesa es la que más creció en el período 2007/08-2016/17, con una TCAC de 9,0%. La española fue la segunda que más creció en ese mismo período, con una TCAC del 7,9%. A continuación, la liga alemana (7,7%), la francesa (5,8%), y la italiana (4,3%).

Si extendemos el período de análisis al período 1996/97-2016/17, las TCAC son del 11,4% para la liga inglesa, del 10,2% para la alemana, del 9,3% para la española, del 7,2% para la italiana y del 9,5% para la francesa.

Finalmente, si calculamos la TCAC esperada para el período 2016/17-2018/19E, la liga alemana y la liga española son las que más se espera que crezcan, con una TCAC del 14,9% y 10,3%, respectivamente. Se espera que el crecimiento sea más moderado, aunque mayor al que presentan para el período 07/08-16/17, tanto para la liga francesa (7,0%) como para la

italiana (4,8%). La liga inglesa es de la que se espera un menor crecimiento en este período:  
3,3%.

### 2.2.1.2. Composición de los de ingresos

Analizamos a continuación las partidas de ingresos de las cinco grandes ligas europeas:

**Figura 6: Evolución de la composición de los ingresos de la *English Premier League***

Temporada	<i>Matchday</i>		Retransmisión		Comercial		Total (millones de €)
	Importe (millones de €)	% sobre ingresos	Importe (millones de €)	% sobre ingresos	Importe (millones de €)	% sobre ingresos	
2012/13	682	23%	1.390	47%	874	30%	2.946
2013/14	722	19%	2.102	54%	1.073	27%	3.897
2014/15	767	18%	2.340	53%	1.296	29%	4.403
2015/16	831	17%	2.577	53%	1.457	30%	4.865
2016/17	718	13%	3.221	61%	1.358	26%	5.297
<b>TCAC</b>							
2012/13- 2016/17	1,3%	-13,3%	23,4%	6,7%	11,6%	-3,5%	15,8%

*Fuente: Deloitte (2018).*

**Figura 7: Evolución de la composición de los ingresos de LaLiga**

<i>La Liga</i>							
<b>Temporada</b>	<b>Matchday</b>		<b>Retransmisión</b>		<b>Comercial</b>		<b>Total</b>
	Importe (millones de €)	% sobre ingresos	Importe (millones de €)	% sobre ingresos	Importe (millones de €)	% sobre ingresos	(millones de €)
2012/13	402	22%	909	48%	557	30%	1.868
2013/14	401	21%	934	48%	598	31%	1.933
2014/15	435	21%	975	48%	643	31%	2.053
2015/16	500	20%	1.232	51%	705	29%	2.437
2016/17	544	19%	1.484	52%	826	29%	2.854
TCAC 2012/13- 2016/17	7,9%	-3,6%	13,0%	2,0%	10,4%	-0,8%	11,2%

*Fuente: Deloitte (2018).*

**Figura 8: Evolución de la composición de los ingresos de la *Bundesliga***

*Bundesliga*

Temporada	Matchday		Retransmisión		Patrocinio		Comercial		Total (millones de €)
	Importe (millones de €)	% sobre ingresos							
2012/13	469	23%	620	31%	579	29%	350	17%	2.018
2013/14	482	21%	717	32%	640	28%	436	19%	2.275
2014/15	521	22%	731	31%	673	28%	467	19%	2.392
2015/16	528	19%	933	34%	773	29%	478	18%	2.712
2016/17	504	18%	960	31%	854	34%	475	17%	2.793
TCAC 2012/13- 2016/17	1,8%	-5,9%	8,3%	0,0%	13,5%	4,1%	7,9%	0,0%	8,5%

*Fuente: Deloitte (2018).*

**Figura 9: Evolución de la composición de los ingresos de la Serie A**

<b>Temporada</b>	<b>Matchday</b>		<b>Retransmisión</b>		<b>Comercial</b>		<b>Total</b> (millones de €)
	Importe (millones de €)	% sobre ingresos	Importe (millones de €)	% sobre ingresos	Importe (millones de €)	% sobre ingresos	
2012/13	181	11%	1.006	60%	490	29%	1.677
2013/14	193	11%	1.006	59%	501	30%	1.700
2014/15	210	12%	1.115	62%	465	26%	1.790
2015/16	204	11%	1.190	62%	523	27%	1.917
2016/17	217	10%	1.244	60%	614	30%	2.075
TCAC 2012/13- 2016/17	4,6%	-2,4%	5,5%	0,0%	5,8%	0,9%	5,5%

*Fuente: Deloitte (2018).*

**Figura 10: Evolución de la composición de los ingresos de la *Ligue 1***

*Ligue 1*

Temporada	Matchday		Retransmisión		Patrocinio		Comercial		Total (millones de €)
	Importe (millones de €)	% sobre ingresos							
2012/13	139	11%	632	49%	198	15%	328	25%	1.297
2013/14	144	10%	605	40%	375	25%	374	25%	1.498
2014/15	165	12%	628	40%	307	22%	318	22%	1.418
2015/16	164	11%	656	44%	325	22%	340	23%	1.485
2016/17	182	11%	819	50%	345	21%	297	18%	1.643
TCAC 2012/13- 2016/17	7,0%	0,0%	6,7%	0,5%	14,9%	8,8%	-2,5%	-7,9%	6,1%

*Fuente: Deloitte (2018).*

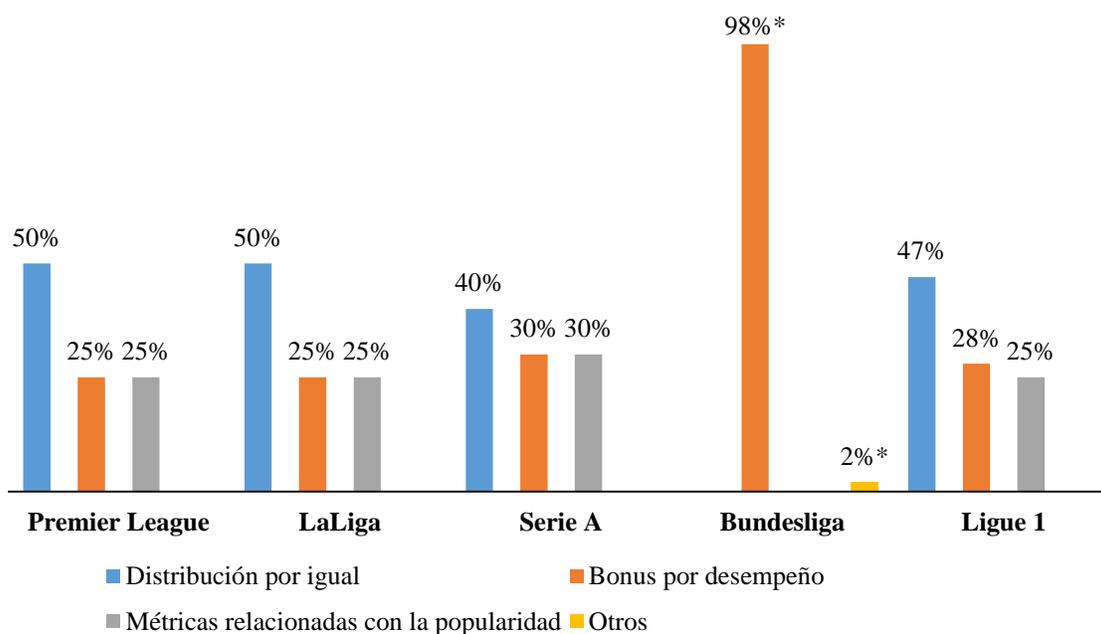
### ***2.2.1.2.1. La creciente importancia de los ingresos de retransmisión***

La partida de ingresos de retransmisión ha sido la más importante para todas y cada una de las cinco grandes ligas, en todas y cada una de las cinco temporadas analizadas. Además, comparando la temporada 2016/17 con la 2012/13, el peso relativo de este elemento se ha incrementado en las ligas inglesa, alemana, española y francesa, llegando a representar un 61% de los ingresos de la liga inglesa en la temporada 2016/17.

Como puede verse en la Figura 13, el importe correspondiente a los contratos de derechos de retransmisión se ha incrementado en las principales ligas, en particular en los ciclos internacionales. En referencia al período estudiado, la TCAC de este tipo de ciclos para LaLiga se estima en 32%.

Además del crecimiento en términos absolutos de los ingresos de retransmisión, se han producido en los últimos años cambios en los sistemas de distribución de los mismos. Como señala KPMG *Football Benchmark* (2017), tras su adopción por parte de la Serie A en 2010 y de LaLiga en 2015, la negociación centralizada se ha convertido en la norma entre las primeras ligas.

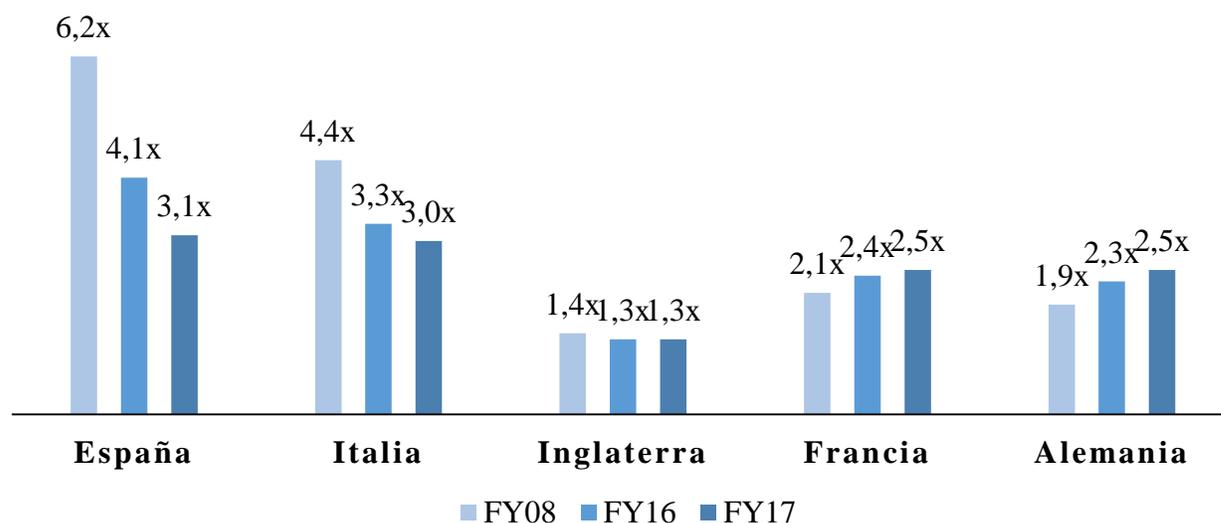
**Figura 11: Sistemas de distribución de los ingresos de retransmisión domésticos**



*Fuente: KPMG Football Benchmark (2017). \*En el caso de la Bundesliga, se ha tomado como referencia la información sobre la distribución de los ingresos de medios para las temporadas de la 2017/18 a la 2020/21 (<https://www.bundesliga.com/en/news/Bundesliga/agmd12-dfl-media-income-distribution-424720.jsp>)*

La Figura 12 muestra cómo ha evolucionado desde el año financiero terminado en 2008 la ratio entre la parte alta y media (*high to median ratio*) de las ligas en lo que respecta a ingresos por retransmisión.

**Figura 12: Evolución de la ratio *high to median* en las cinco grandes ligas europeas**



*Fuente: UEFA (2018) y UEFA (2019).*

Los países donde más se ha reducido la desigualdad coinciden con los países en los que esta era, y sigue siendo, más grande: España, con una caída del 50% e Italia con una reducción del 31,8%. En Inglaterra, que ya en 2008 era la más igualitaria de las cinco, la ratio ha disminuido solo un 7,1%. En Francia la ratio ha crecido un 19% y en Alemania un 31,6%. Pese a esto, se mantienen por debajo de los niveles de España e Italia.

**Figura 13: Vista general de los principales contratos de retransmisión**

															09/10 a 17/18	Inicio/Final				
País	Propiedad	Derechos en millones de €	08 09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	Crecimiento	Tasa**	Tasa**	
Inglaterra	Premier League	Total por año		1.217	1.219	1.367	1.437	2.092	2.522	2.571	3.339	3.515	3.691				2.298	14%		
		Ciclo doméstico		2.431		2.393 (-2%/+1% €/£)			4.269 (+78%/+69% €/£)			6.408 (+50%/+57% €/£)							13%	
		Ciclo internacional		907		1.629 (+80%/+85% €/£)			2.916 (+79%/+69% €/£)			4.136 (+42%/+49% €/£)								21%
España	La Liga	Total por año		660	667	704	773	772	823	1.264	1.614	1.696					1.036	13%		
		Ciclo doméstico*		498	522	530	561	559	546	657	2.650 (+50%)								7%	
		Ciclo internacional		481			703 (+46%)			1.918 (+173%)										32%
Italia	Serie A	Total por año		844	935	967	951	997	1.070	1.189	1.252	1.315					471	6%		
		Ciclo doméstico		2.475			2.649 (+7%)			3.201 (+21%)										5%
		Ciclo internacional		270			369 (+37%)			554 (+50%)										15%
Alemania	Bundesliga	Total por año		448	439	466	481	628	705	830	840	1.227					779	13%		
		Ciclo doméstico		1.619			2.501 (+55%)			4.600 (+84%)										16%
		Ciclo internacional		146			227 (+55%)			502 (+111%)										28%
Francia	Ligue 1	Total por año		666	697	734	653	653	620	621	728	765	852				98	2%		
		Ciclo doméstico		2.652			2.428 (-8%)			2.994 (+20%)										2%
		Ciclo internacional		59			84 (+44%)			104 (+24%)			270 (+160%)							
Turquía	Süper Lig	Total por año		114	234	228	225	193	333	320	293	484	511				370	20%		
		Ciclo doméstico		648		880 (+104%/+167% €/TL)			946 (+43%/+89% €/TL)			2.688 (+71%/+93% €/TL)								

\*\* : la tasa se refiere a la TCAC entre 2009/10 y 2017/18 para la cifra de derechos anuales total, y entre el final del primer y último ciclo de la tabla para los derechos domésticos e internacionales.

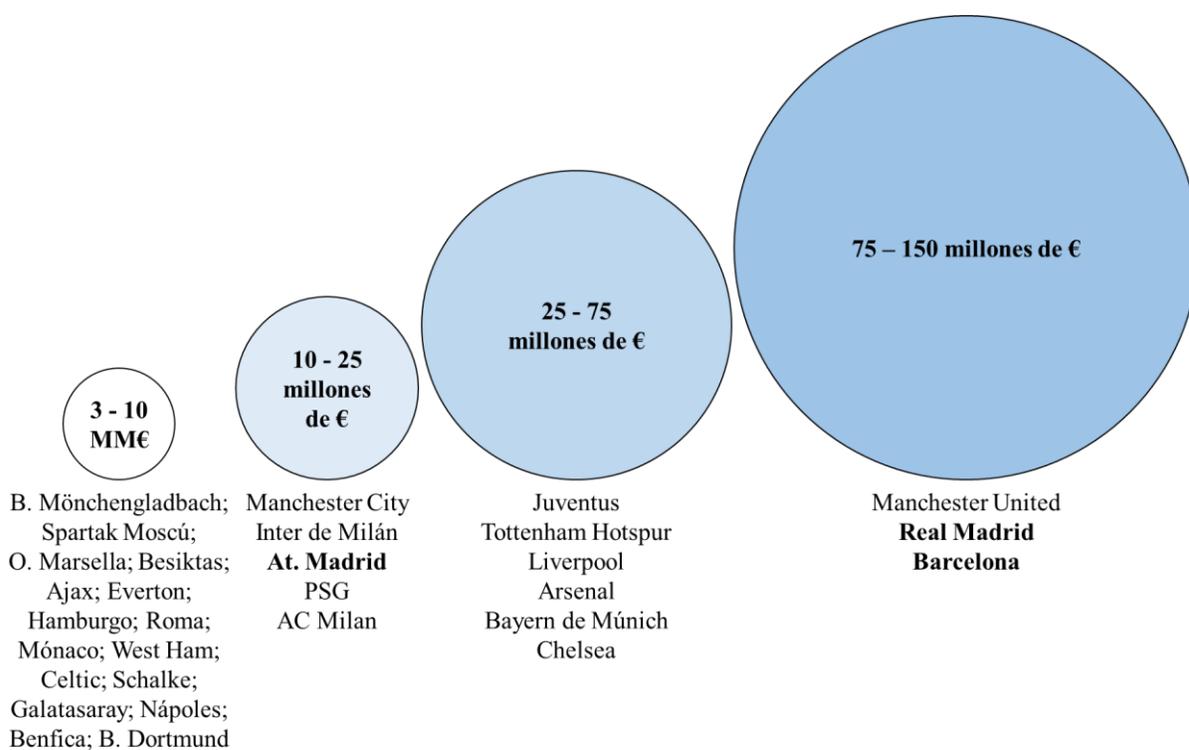
*Fuente: UEFA (2017).*

### 2.2.1.2.2. Los ingresos por patrocinio

La partida de patrocinios - o en su defecto, la comercial, que para las ligas inglesa, española e italiana, tal y como se ha proporcionado en este Trabajo, incluye los ingresos de patrocinio – es la segunda más importante dentro de los ingresos de las principales ligas europeas.

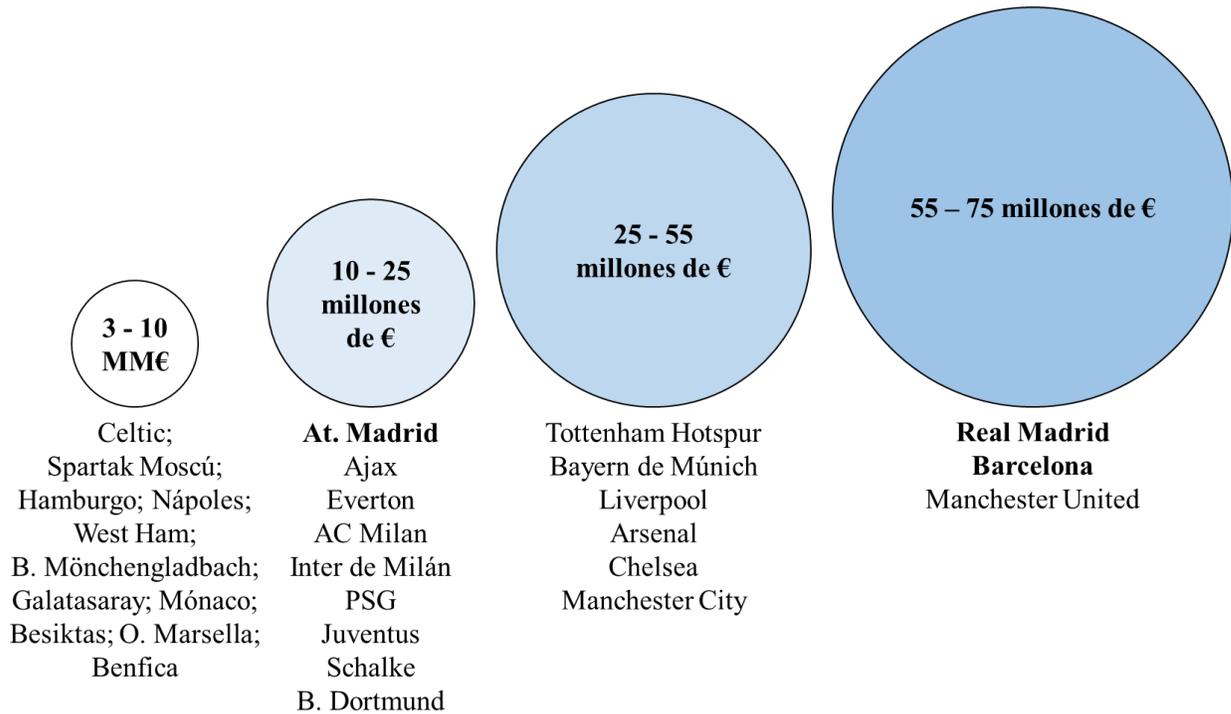
Dentro del apartado de patrocinio, destacan los contratos con el fabricante de la equipación y con el patrocinador de la camiseta.

**Figura 14: Rangos del valor anual del contrato con el fabricante de la equipación**  
(muestra de 30 equipos)



*Fuente: UEFA (2017).*

**Figura 15: Rangos del valor anual del contrato con el patrocinador de la camiseta**  
(muestra de 30 equipos)

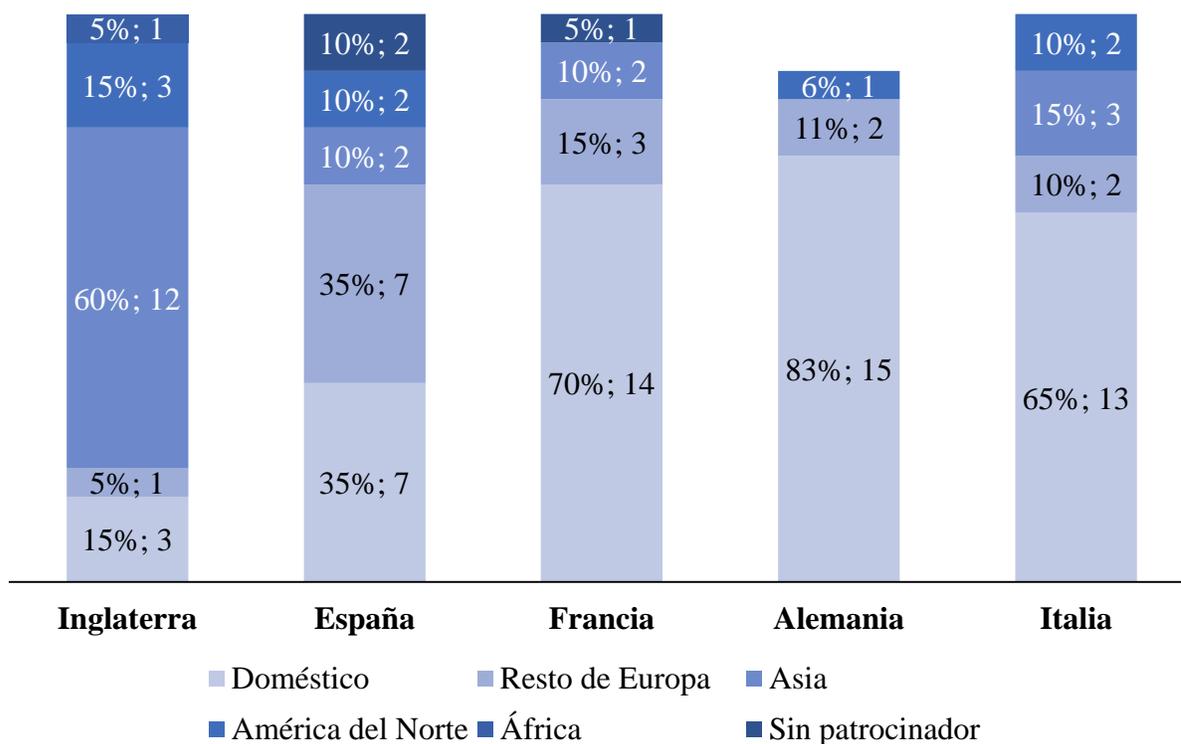


*Fuente: UEFA (2017).*

Tal y como señala el informe de la UEFA, el valor de este tipo de acuerdos refleja el perfil del club, determinado por su alcance y el de la liga en la que compete, así como por el nivel de éxito asociado con su marca. De esta manera, la gran disparidad entre el valor de los contratos para los distintos clubes sugiere que ese valor percibido es igualmente dispar. En el caso concreto del acuerdo con el fabricante, que incluye un producto: la equipación, el valor también reflejaría la base de aficionados y los ingresos potenciales del *merchandising*.

Como una aproximación al atractivo de cada una de las cinco grandes ligas para el patrocinador extranjero, podemos analizar el siguiente gráfico:

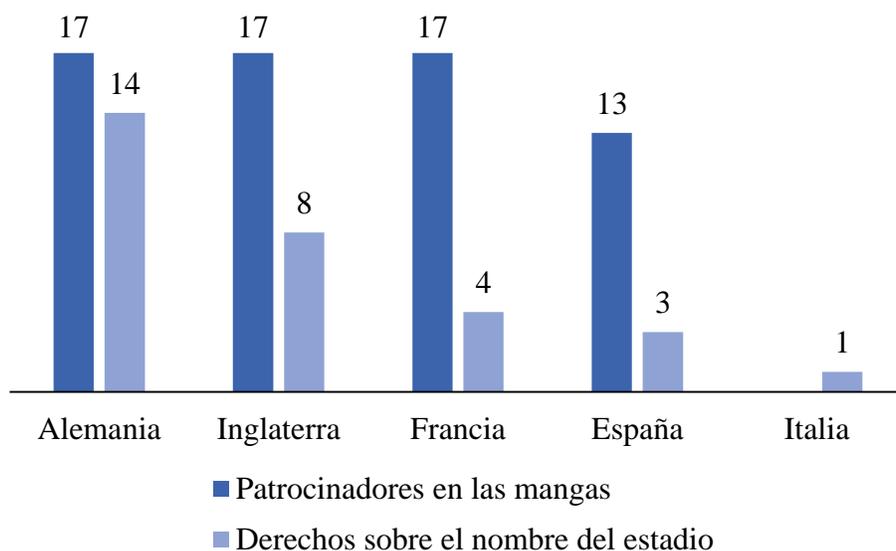
**Figura 16: Nacionalidad del patrocinador de la camiseta**



*Fuente: UEFA (2019).*

Además de estos contratos con el fabricante de la equipación y con el patrocinador principal de la camiseta, también se dan, aunque en menor medida, acuerdos respecto al nombre del estadio o acuerdos de patrocinio con marcas que aparecen en las mangas de la camiseta.

**Figura 17: Número de clubes con acuerdos de patrocinio, otras modalidades**



*Fuente: UEFA FY 2016 (2018).*

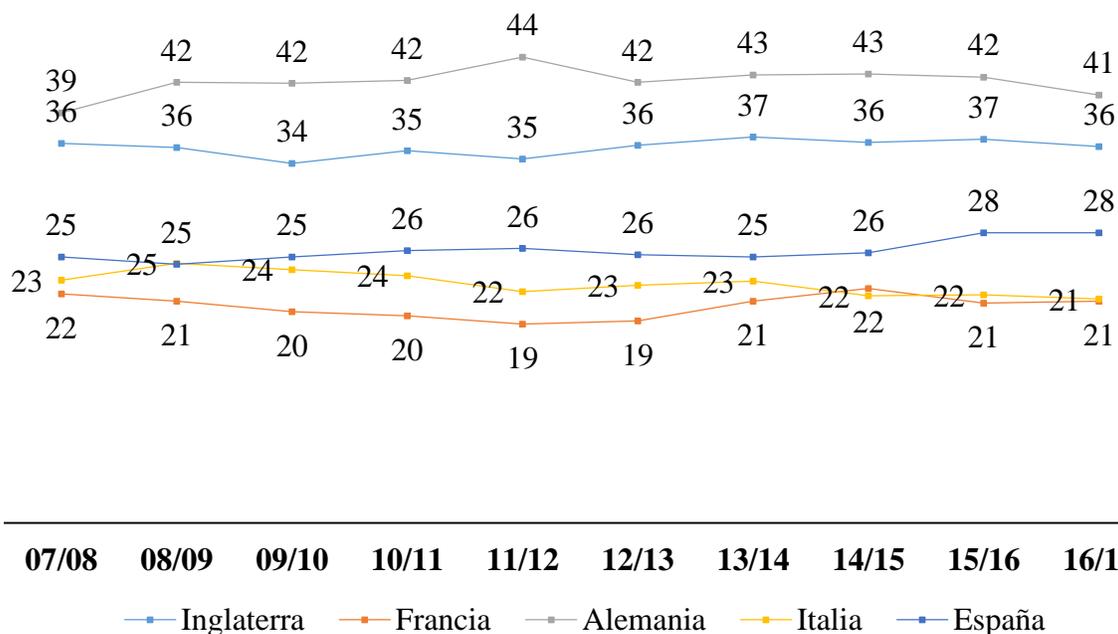
Como se puede observar, se trata de una práctica más común en las ligas alemana e inglesa, existiendo mucho margen para el aumento de este tipo de contratos en las otras tres ligas.

#### **2.2.1.2.3. Ingresos de Matchday (día de partido)**

La partida de ingresos de *matchday* han visto su peso relativo estancarse, cuando no reducirse, en todas y cada una de las cinco grandes ligas europeas.

Este fenómeno está ligado al comportamiento de la asistencia a los estadios de estas ligas, resumido en el siguiente gráfico:

**Figura 18: Asistencia media, partidos de liga (miles de asistentes)**



*Fuente: Deloitte (2018).*

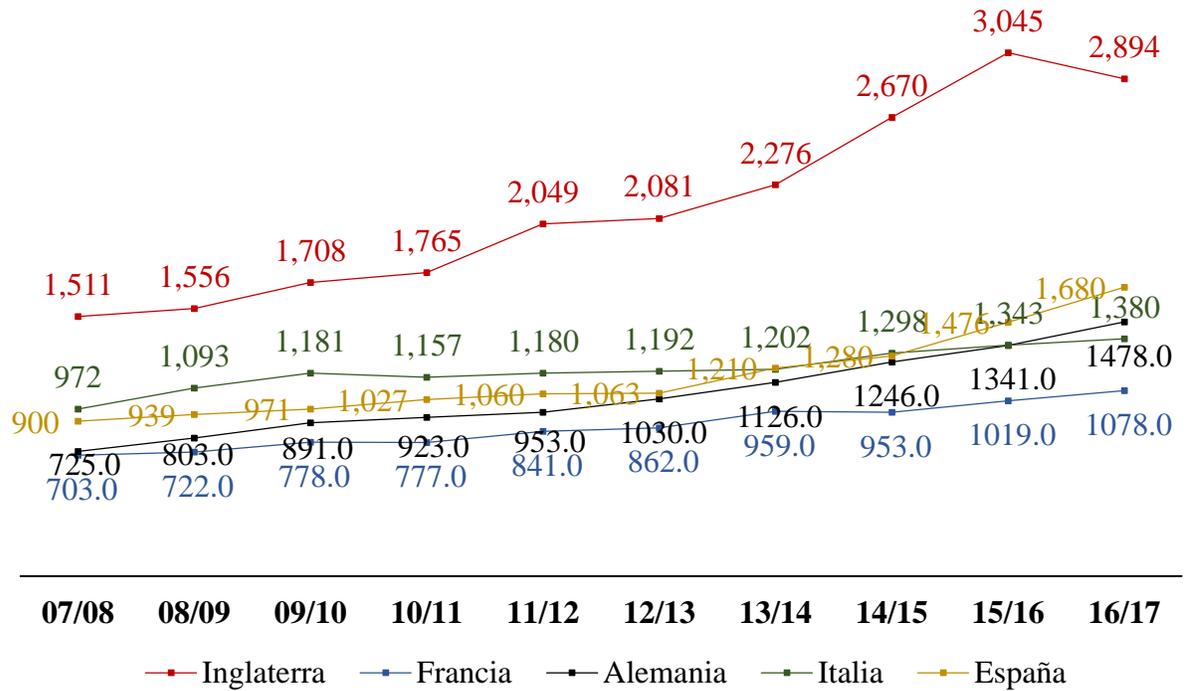
## 2.2.2. Gastos

### 2.2.2.1. Gastos de personal

Los gastos de personal son una partida muy relevante dentro de los gastos de un club de fútbol. Como podemos observar en el siguiente gráfico, estos han crecido sustancialmente a lo largo de los últimos años. La TCAC 07/08-16/17 más alta es la de Alemania: un 8,2%. Le siguen la de Inglaterra (7,5%), y la de España (7,2%). Los gastos de personal crecieron menos en Francia (TCAC del 4,9%) e Italia (4,0%).

Si ampliamos el período de análisis, remontándonos a la temporada 96/97, la TCAC es del 11,6% para Inglaterra. Detrás aparecen España, con un 10,5%; Alemania, con un 9,9%; Francia con un 9,4%; y finalmente, Italia, con un 7,6%.

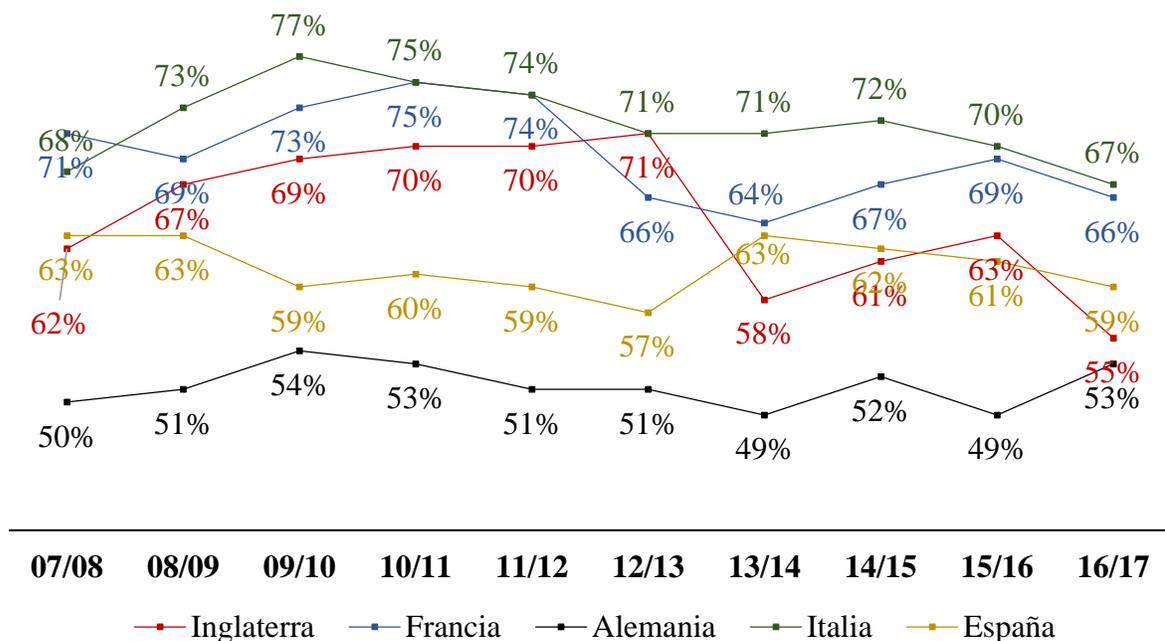
**Figura 19: Evolución de los costes salariales (millones de euros)**



*Fuente: Deloitte (2018).*

Pese a que este gráfico es muy esclarecedor en cuanto al aumento de los costes salariales en el fútbol europeo de primer nivel, es la evolución de la ratio entre salarios e ingresos la que nos da una idea de la mejora o el empeoramiento del control de esta partida de gasto.

**Figura 20: Evolución de la ratio entre salarios e ingresos**



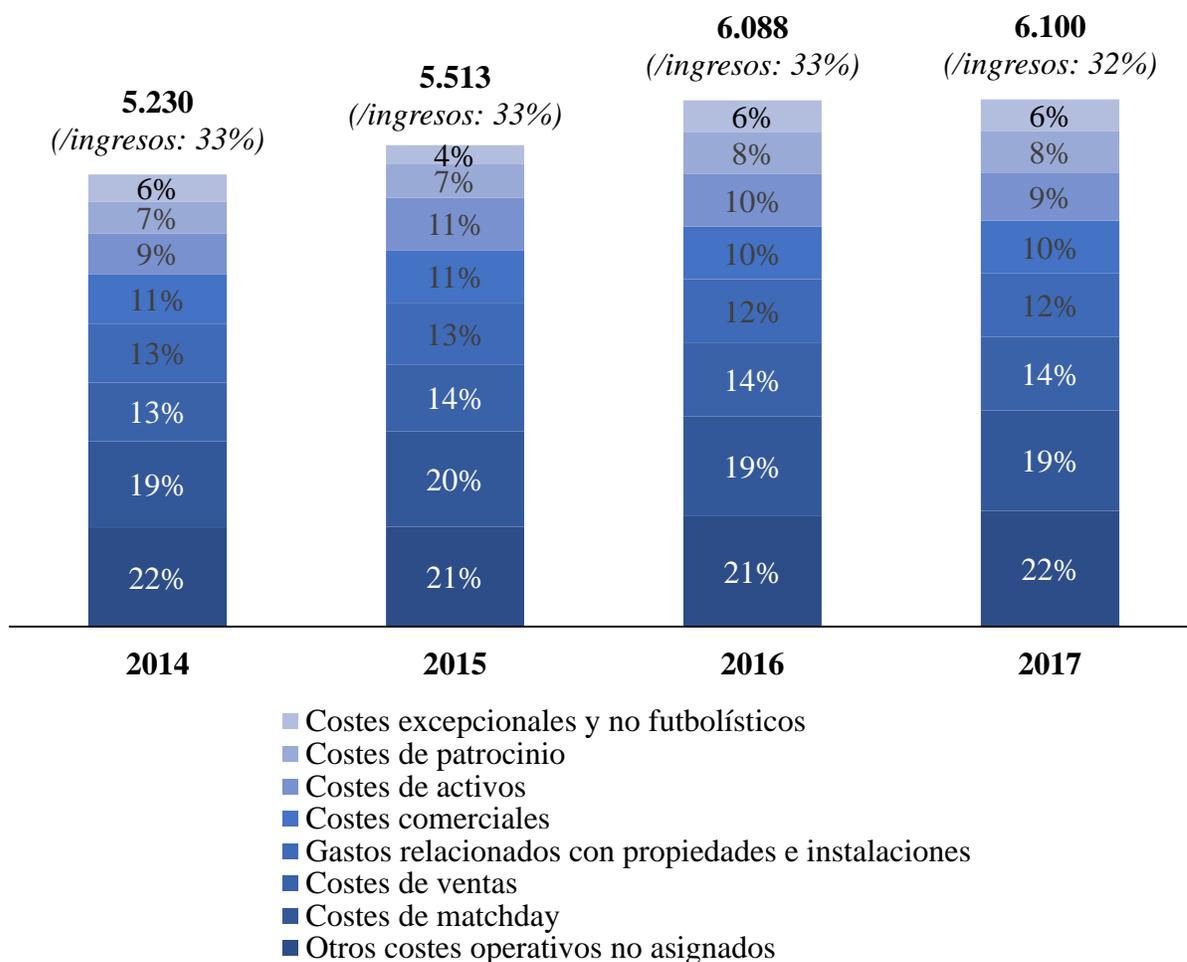
*Fuente: Deloitte (2018).*

Las posiciones entre las ligas cambian: en este caso es Italia la que se mantiene en los valores más altos durante todo el período. Alemania se mantiene muy estable, con el mayor control sobre los costes de personal de entre las cinco grandes ligas europeas. Salvo en España, se observa una corrección más (Inglaterra) o menos (Alemania) pronunciada a partir de la temporada 10/11 y coincidiendo con el ecuador del período analizado.

#### 2.2.2.2. Costes operativos

La siguiente partida de gasto más importante son los costes operativos, excluyendo los costes de personal (ya analizados) y la actividad de traspasos, que analizaremos más adelante:

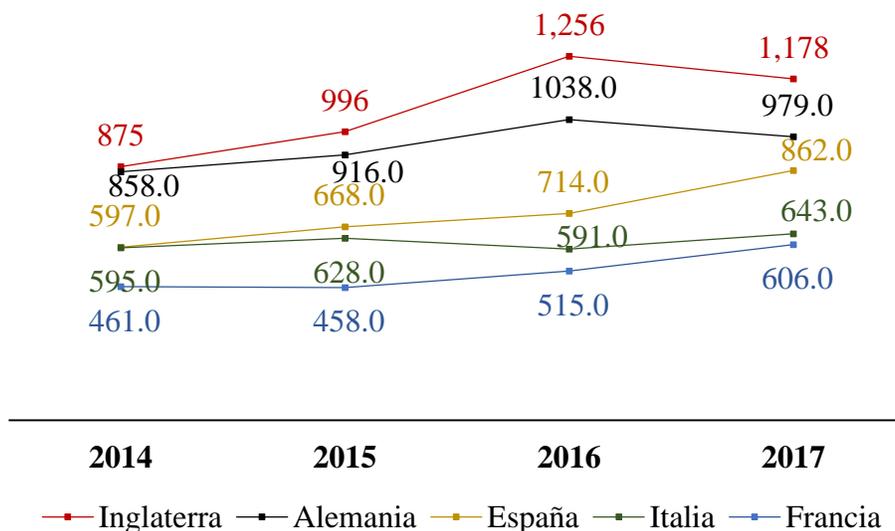
**Figura 21: Los costes operativos en el fútbol europeo** (excluye costes de personal y actividad de traspasos)



*Fuente: UEFA (2019).*

El gráfico ilustra la estabilidad que caracteriza a esta partida, por un lado, en lo referente a su proporción respecto a los ingresos, fluctuando apenas un 1% en los cuatro ejercicios; y por otro, respecto a la composición de la misma: ninguno de los ocho componentes cambia demasiado. La TCAC para el período completo es del 5,3%.

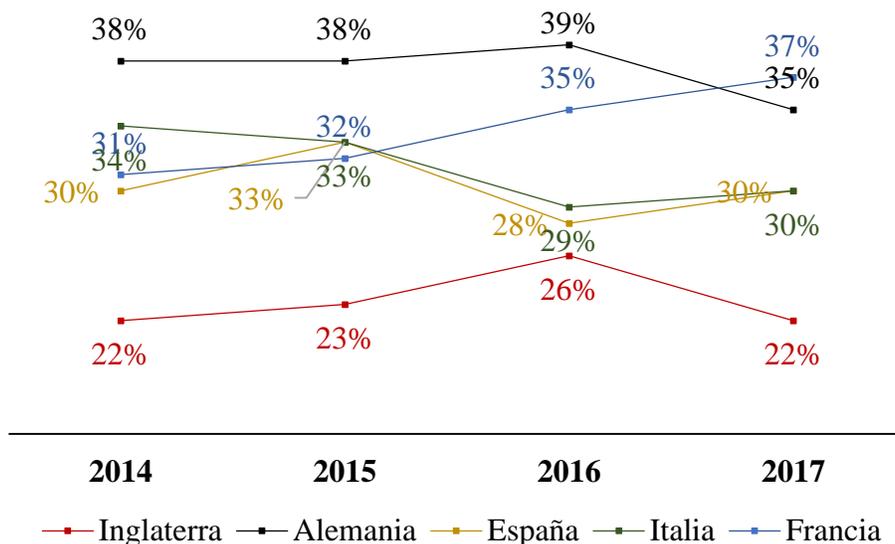
**Figura 22: Evolución de los costes operativos (excl. salariales y traspasos) en las grandes ligas europeas (millones de euros)**



*Fuente: UEFA (2019).*

De nuevo, podemos extraer otro tipo de conclusiones si observamos el gráfico que pone en relación este tipo de costes con los ingresos.

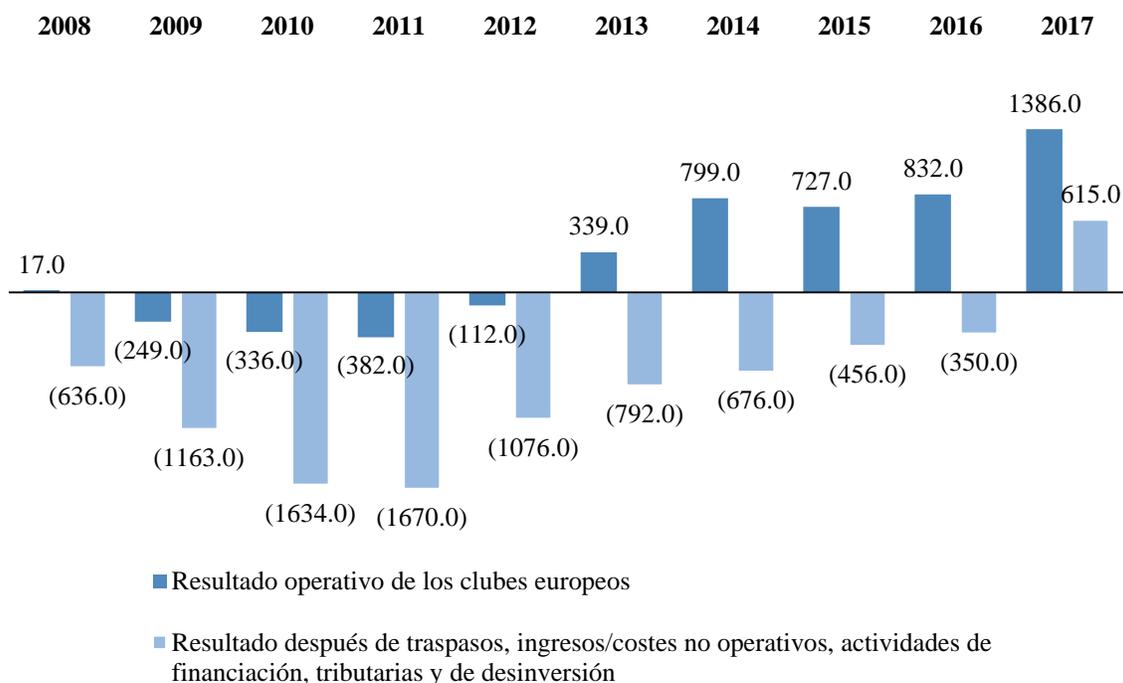
**Figura 23: Evolución de la ratio costes operativos / ingresos**



*Fuente: UEFA (2019).*

### 2.2.3. Resultado

**Figura 24: Evolución del Resultado operativo y neto del fútbol europeo (millones de euros)**



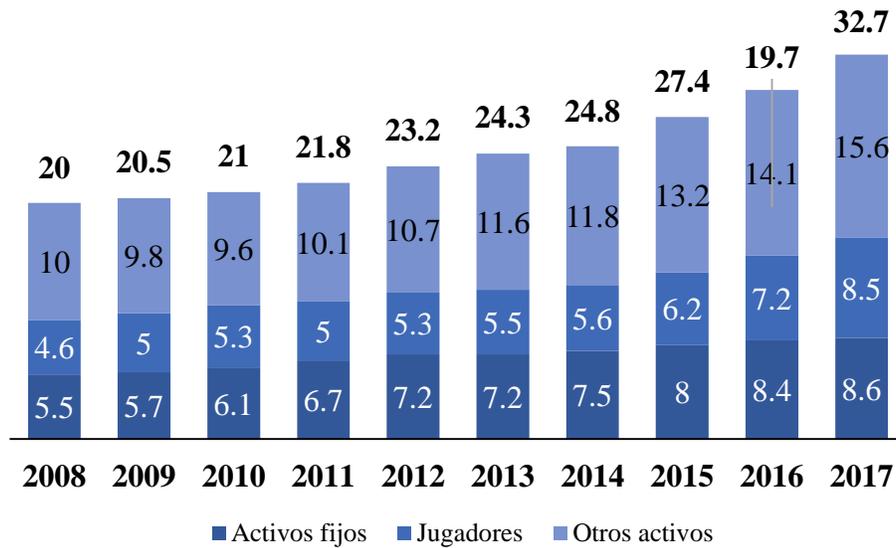
*Fuente: UEFA (2019).*

De la mano de la introducción de la regulación sobre Juego Limpio Financiero (Financial Fair Play (FFP)) en hace casi una década, los resultados operativo y neto del fútbol europeo han mejorado sustancialmente.

### 2.2.4. Activos

Como podemos observar, los activos de los clubes europeos vienen incrementándose durante los últimos años, destacando dentro de su composición la partida relacionada con jugadores y la relacionada con los activos fijos.

**Figura 25: Evolución de los activos de los clubes europeos de primera división** (miles de millones de euros)



*Fuente: UEFA (2019).*

#### **2.2.4.1. Estadios**

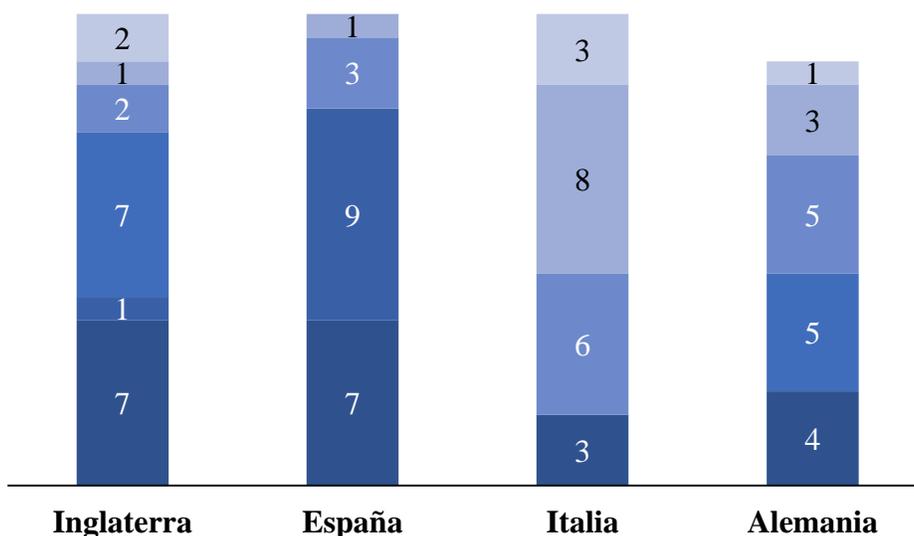
Los estadios son uno de los principales activos de los clubes. Las inversiones en activos fijos tangibles más cuantiosas de los últimos años se resumen en la siguiente tabla:

**Figura 26: Incrementos de más de 100 millones de euros en el valor en libros de los activos fijos tangibles entre 2008 y 2017**

Ranking	Club	Activos Fijos Totales 2017	Incremento 2017-2008	Tipo de expansión	Adiciones a activos fijos 2017
1	Tottenham Hotspur FC	602	508	Nuevo estadio en proceso; nuevo campo de entrenamiento	257
2	FC Bayern München	453	431	Estadio incluido dentro del perímetro	12
3	Olympique Lyonnais	441	423	Nuevo estadio	37
4	Club Atlético de Madrid	353	352	Nuevo estadio	168
5	Manchester City FC	541	313	Estadio incluido dentro del perímetro; campus mejorado	35
6	Borussia Dortmund	311	280	Estadio incluido dentro del perímetro	8
7	SL Benfica	277	258	Estadio incluido dentro del perímetro	7
8	FC Schalke 04	244	228	Estadio incluido dentro del perímetro	7
9	Valencia CF	331	193	Nuevo estadio parcialmente completado	2
10	Juventus	215	191	Nuevo estadio	12
11	FC Porto	192	189	Estadio incluido dentro del perímetro	3
12	Liverpool FC	278	179	Remodelación del estadio	57
13	Bayer 04 Leverkusen	178	173	Estadio incluido dentro del perímetro	6
14	Hamburger SV	161	160	Estado trasladado al club	5
15	FC Barcelona	284	144	Remodelación del estadio	14
16	Paris Saint-Germain FC	146	143	Remodelación del estadio	25
17	PFC CSKA Moskva	126	124	Nuevo estadio	1
18	Arsenal FC	665	97	Instalaciones mejoradas	29
19	Real Madrid CF	395	92	Instalaciones mejoradas	0
20	Manchester United FC	412	83	Instalaciones mejoradas	11
1-20	<i>Media</i>	330	228		35
1-20	<i>Agregado</i>	6604	4561		694

*Fuente: UEFA (2019).*

**Figura 27: Resumen del régimen de propiedad de los estadios europeos**



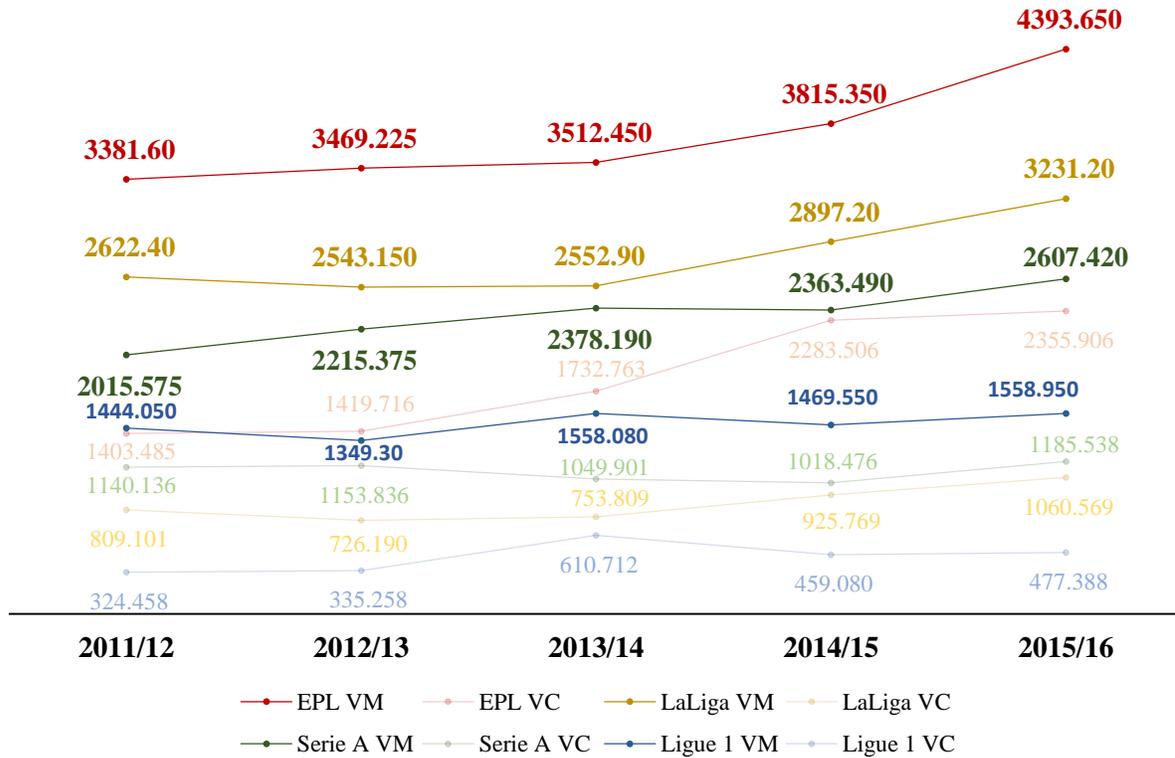
- Propiedad de otra parte y no incluido en el balance de situación del club
- Propiedad de un municipio o estado y no incluido en el balance de situación del club
- Parcialmente incluido como un activo del club (mejoras de inquilinato)
- Propiedad de otro dentro del grupo (asociación, matriz o subsidiaria) e incluido como activo del club
- Propiedad de un municipio o estado, pero considerado como un activo del club (arrendamiento financiero a largo plazo)
- Propiedad del club

*Fuente: UEFA (2019).*

#### **2.2.4.2. La plantilla**

La plantilla es otro activo clave en un club de fútbol. Como podemos ver en el siguiente gráfico, su valor en libros difiere sustancialmente de su valor de mercado.

**Figura 28: Evolución del valor de Mercado y el valor contable de las plantillas de los clubes de las primeras divisiones inglesa, española, italiana y francesa (millones de euros)**

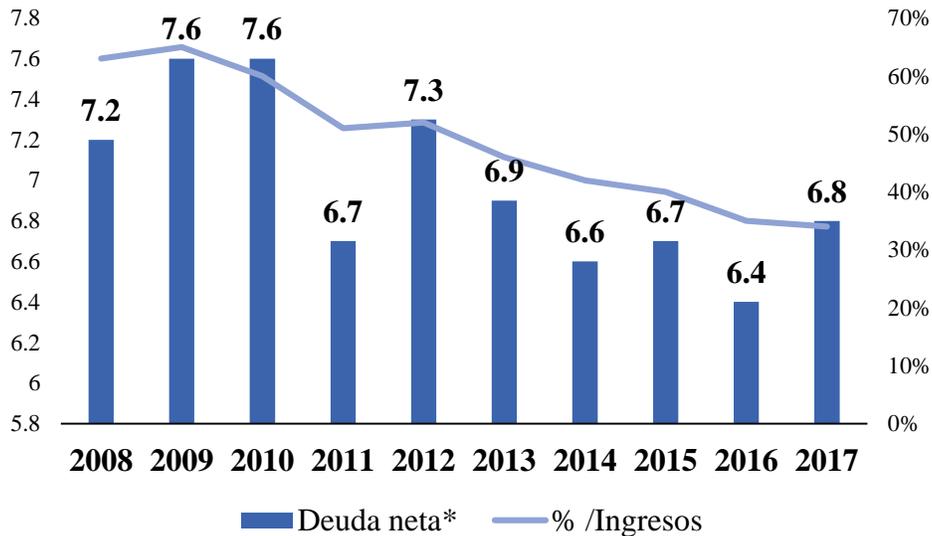


*Fuente: KPMG Football Benchmark. Utilizando los datos disponibles.*

### 2.2.5. Deuda

La deuda de los clubes europeos ha ido disminuyendo durante los últimos años tanto en relación con los ingresos como en términos absolutos.

**Figura 29: Evolución de la deuda neta de los clubes europeos (miles de millones)**

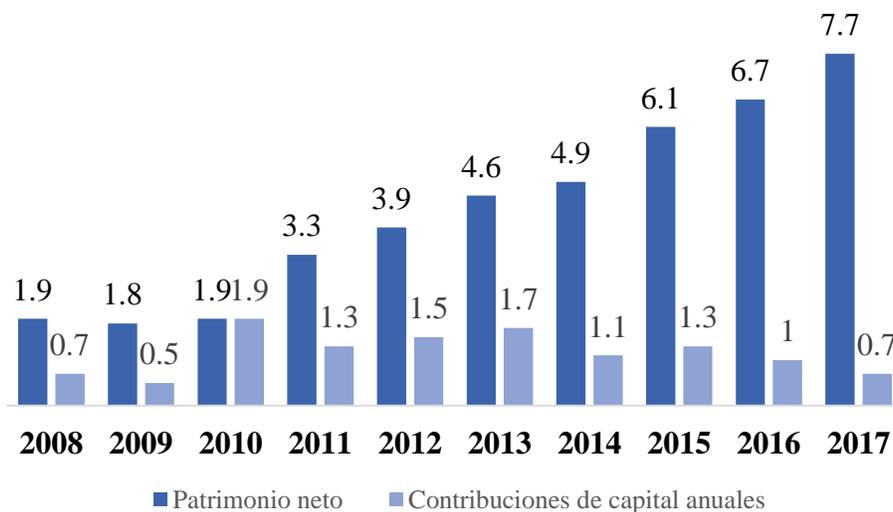


*Fuente: UEFA (2019).*

### 2.2.6. Recursos propios

Finalmente, el patrimonio neto también se ha visto incrementado en los últimos años.

**Figura 30: Evolución del patrimonio neto y contribuciones de capital anuales de los clubes europeos de primera división (miles de millones de euros)**



### **2.2.7. Otras características atractivas del negocio del fútbol**

Si a esta evolución reciente le sumamos la protección respecto de la competencia que disfrutaban los clubes y que les permite sobrevivir más que empresas en otros sectores, el fútbol puede resultar muy atractivo. Como señalan Kuper y Szymanski (2018), los clubes de fútbol están protegidos de los efectos de la competencia por una serie de factores:

- (1) Raíces geográficas: los clubes sobreviven, incluso cuando han descendido a una categoría inferior, porque tienen raíces geográficas. Pese a que pueda disminuir, el área de influencia de un mal equipo no desaparece.
- (2) Tecnología no obsoleta: la tecnología es el propio deporte.
- (3) Protección frente a competencia extranjera proporcionada por los sistemas de ligas nacionales.
- (4) Protección frente a la nacionalización. Como apuntan los autores, cabe esperar que los gobiernos no van a nacionalizar el fútbol.
- (5) Inmunidad frente a la sobreinversión, las recesiones y la bancarrota: los clubes siempre son rescatados por alguien (p. 110).

### **2.2.8. El interés de los inversores**

El fútbol europeo viene despertando el interés de los inversores. La UEFA (2019), en la última edición de su informe anual sobre el estado del fútbol europeo, recoge que en la última década 46 inversores extranjeros han adquirido participaciones de control en clubes europeos de primera división (p. 10).

Como señalan Kuper y Szymanski (2018), es probable que más propietarios de clubes europeos de primer nivel continúen en la senda de búsqueda de beneficios establecida por los Glazers, que adquirieron el Manchester United en 2005. Los inversores americanos, más concretamente, están acostumbrados a franquicias deportivas que generan dinero, pero que no tienen el alcance global del fútbol. Precisamente este atractivo global, junto con crecimiento de los ingresos derivados de los derechos de retransmisión y la moderación en el gasto inducida por el Juego Limpio Financiero, apuntalan la idea del fútbol como negocio (p. 149). En este contexto, la valoración de clubes de fútbol parece cada vez más interesante.

### **3. Nociones básicas sobre valoración de activos**

A modo de introducción a los conceptos y metodología de la valoración de activos, en este primer apartado se buscará dar respuesta a tres preguntas:

- (1) ¿Qué es el valor de un activo?
- (2) ¿Por qué y en qué contextos es útil poder estimar el valor de un activo?
- (3) ¿Cuáles son los principales métodos de valoración?

#### **3.1. Concepto de valor**

Respecto a la primera de las tres preguntas, este Trabajo adopta la definición de Damodaran (2012): el valor de un activo como el valor presente de los flujos de caja esperados (p. 1).<sup>18</sup> Si partimos de esta definición, el precio de un activo, es decir, la contraprestación acordada entre vendedor y comprador en el contexto de una transacción, no refleja necesariamente su valor (Fernández, 2012, p. 30). Esta distinción entre valor y precio resulta especialmente relevante cuando analizamos el sector del deporte. En un contexto caracterizado por una oferta limitada y un número creciente de individuos con patrimonios muy significativos y voluntad de adquirir activos que podríamos decir tienen un componente “trofeo”, es posible ver precios difícilmente explicables desde un análisis de valoración.<sup>19</sup>

#### **3.2. Motivos para una valoración**

Podemos querer valorar un activo por muy diversos motivos. Damodaran (2012) se centra en la aplicación de la valoración en tres grandes ámbitos:

- (1) Dentro de la gestión de carteras, la valoración juega un papel mayor o menor en función de la filosofía de inversión adoptada.

---

<sup>18</sup> De esto se desprende que de lo que hablamos aquí no es del valor en su variante contable. De hecho, siguiendo el razonamiento de Fernández (2012) respecto al valor de las acciones, la discrepancia entre el criterio de la contabilidad y el de mercado contribuye a que el valor contable y el de mercado rara vez coincidan (p. 30).

<sup>19</sup> Sobre esto discutieron el profesor Damodaran y algunos profesionales de la inversión en el deporte en una mesa redonda llamada *SSAC15: Valuing Franchises: How Sports Teams Break the DCF*, organizada por el MIT.

- (2) En el contexto de una adquisición, tanto la parte adquirente como la adquirida están interesadas determinar un valor razonable, para evitar que la contraprestación acordada resulte demasiado grande o demasiado pequeña, respectivamente.
- (3) Dentro del ámbito de las finanzas corporativas, la valoración ayuda a determinar las decisiones a tomar para incrementar el valor y para llevar a cabo reestructuraciones financieras adecuadas (pp. 6-9).

Fernández (2012) también recoge una serie de propósitos potenciales de una valoración:

- (1) operaciones de compra-venta,
- (2) valoraciones de empresas cotizadas en bolsa,
- (3) salidas a bolsa,
- (4) herencias y testamentos,
- (5) sistemas de remuneración basados en creación de valor,
- (6) identificación de los impulsores de valor (*value drivers*),
- (7) decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa,
- (8) planificación estratégica y
- (9) procesos de arbitraje (p. 29).

Como veremos más adelante, el contexto actual del deporte profesional en general, y del fútbol en concreto, plantea varias situaciones en las que la valoración de un club puede ser de utilidad.

### **3.3. Métodos de valoración**

Todo activo es susceptible de valoración (Damodaran, 2012, p. 1); pero, ¿cómo se supone que debemos valorarlo? Existen distintos métodos de valoración, y Fernández (2012) los clasifica en seis grupos:

**Figura 31 Principales métodos de valoración según Fernández (2012)**

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

*Fuente: Fernández (2012), p. 27.*

Damodaran (2012), por su parte, destaca tres métodos:

- (1) Valoración por descuento de flujos de caja
- (2) Valoración relativa
- (3) Valoración de contingencias (*contingent claim valuation*) (p. 11)

De entre todas estas modalidades, escogemos dos para tratarlas en mayor profundidad: el descuento de flujos de caja y la valoración relativa. Dentro de esta segunda, nos centraremos en la valoración por múltiplos de ingresos.

### 3.3.1. El método de descuento de flujos de caja (DFC)

El descuento de flujos de caja es un método de valoración que permite estimar el valor *intrínseco* del activo con base en sus “fundamentales” - tres características financieras: perspectivas de crecimiento, perfil de riesgo y flujos de caja (Damodaran, 2012, p. 6). Como veremos en el apartado sobre valoración relativa, el DFC es el método base, sobre el que se apoyan los otros (pp. 11-12).

El DFC se articula en torno concepto del valor presente. Volviendo de nuevo a la definición de valor que hemos adoptado, podemos expresar el valor de cualquier activo de la siguiente manera:

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Donde:

- $n$  es vida del activo;
- $FC_t$  es el flujo de caja el período  $t$ ;
- $r$  es la tasa de descuento que refleja el grado de incertidumbre respecto a los flujos de caja estimados.

A partir de aquí, y siguiendo a Copeland et al. (1991), la valoración por DFC requiere dar respuesta a tres preguntas:

- 1) ¿Cómo se define el flujo de caja?
- 2) ¿Cuál es la tasa de descuento apropiada?
- 3) ¿Durante qué período tenemos que proyectar el flujo de caja? (p. 97)

El tipo de valor que queramos estimar determinará con qué flujos de caja y con qué tasa de descuento debemos trabajar.

Como en este Trabajo buscamos estimar el valor total de los clubes,<sup>20</sup> o lo que es lo mismo, el valor de sus operaciones, el flujo de caja a utilizar es el flujo de caja libre (*free cash flow*, en inglés). Este representa la caja generada disponible tanto para los proveedores de los recursos propios como para los proveedores de los recursos ajenos de la empresa (p. 101). Según Fernández (2012, p. 46) lo podemos calcular de la siguiente manera:

**Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)**

- Impuestos sobre el BAIT

---

**Beneficio neto de la empresa sin deuda**

- Amortización
- Incremento de activos fijos
- Incremento de necesidades operativas de fondos (NOF)<sup>21</sup>

---

***Free cash flow***

---

<sup>20</sup> Siguiendo a Fernández (2012), el valor total de la empresa es la suma del valor de las acciones y de la deuda (p. 44). En inglés se denomina *Enterprise Value (EV)* (p. 886). Si quisiésemos estimar el valor de las acciones, tendríamos que trabajar con el flujo de fondos disponible para las acciones = flujo de fondos libre – pago de principal e intereses (después de impuestos) a los poseedores de la deuda + aportaciones de nueva deuda (p. 47). La tasa de descuento a utilizar sería la rentabilidad exigida a las acciones ( $k_e$ ), que se cubre más adelante.

<sup>21</sup> NOF = Tesorería + Deudores + Inventarios – Proveedores (Fernández, 2012, p. 44).

La tasa de descuento apropiada en este caso es el coste promedio ponderado de los recursos (*Weighted Average Cost of Capital (WACC)*). El *WACC* refleja el coste de oportunidad, es decir, la rentabilidad que esperarían obtener en inversiones de un riesgo similar; para todos los proveedores de capital, tanto de los recursos propios como de los ajenos; y teniendo en cuenta el peso relativo de cada tipo de recurso dentro de la empresa (Copeland et al., 1991, p. 101).<sup>22</sup> Para calcular el coste promedio ponderado de los recursos podemos utilizar la siguiente fórmula:

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

Donde:

- D es el valor de mercado de la deuda.
- E es el valor de mercado de las acciones.
- Kd es el coste de la deuda antes de impuestos (rentabilidad exigida a la deuda).
- T es la tasa impositiva.
- Ke es la rentabilidad exigida a las acciones, reflejo del riesgo de las mismas (Fernández, 2012, p. 48).

Bajo el supuesto de que la rentabilidad exigida a la deuda es igual al coste de la deuda, el valor de mercado de la deuda se puede aproximar por su valor contable (Fernández, 2012, p. 44).

---

<sup>22</sup> Para estimar el *WACC*, Copeland et al. (1991) recomiendan utilizar la siguiente fórmula:

$$WACC = k_b \times (1 - T_c) \times \left(\frac{B}{V}\right) + k_p \times \left(\frac{P}{V}\right) + k_s \times \left(\frac{S}{V}\right)$$

Donde  $k_b$  es la rentabilidad esperada hasta vencimiento de la deuda no amortizable ni convertible;  $T_c$  es el tipo impositivo marginal para la entidad valorada;  $B$  es el valor de mercado de la deuda por la que se pagan intereses;  $V$  es el valor de mercado de la entidad valorada, siendo  $V = B + P + S$ ;  $k_p$  es el coste de capital después de impuestos de acciones preferentes no amortizables ni convertibles (equivalente al coste antes de impuestos de las acciones preferentes cuando no se realizan deducciones respecto a los impuestos empresariales (*corporate taxes*) para los dividendos preferentes);  $P$  es el valor de mercado de las acciones preferentes;  $k_s$  es el coste de oportunidad determinado por el mercado para los recursos propios;  $S$  es el valor de mercado de los recursos propios (pp. 172-173).

En el escenario más favorable,  $K_d$  puede estimarse utilizando el precio, el cupón y el vencimiento de los bonos a largo plazo que la empresa haya emitido; o la calificación (*rating*) recibida por la empresa y el *spread* asociado (Damodaran, 2012, p. 211).

$K_e$  puede ser estimada utilizando el modelo de equilibrio de activos financieros (en inglés, *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*) (Fernández, 2012, p. 49), el modelo de riesgo-rentabilidad más utilizado (Damodaran, 2012, p. 66):

$$K_e = R_F + \beta \times P_M$$

Donde:

- $R_F$  es la tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo (de bonos del estado).
- $\beta$  es la beta de la acción.
- $P_M$  es la prima de riesgo del mercado (Fernández, 2012, p. 49).

Como valor de  $R_F$ , Copeland *et al.* (1991) recomiendan utilizar la tasa de un *Treasury bond* a diez años (p. 192).

La beta del activo, que en este caso sería la acción de la empresa valorada, se calcula (Damodaran, 2012, p. 67):

$$\beta \text{ del activo } i = \frac{\text{Covarianza del activo } i \text{ con la cartera del mercado } (\sigma_{im})}{\text{Varianza de la cartera del mercado } (\sigma_m^2)}$$

La prima de riesgo de mercado es la diferencia entre la rentabilidad esperada de la cartera de mercado y la tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo. Copeland *et al.* (1991) recomiendan utilizar la media geométrica de la prima, calculándola sobre un período muy largo, y tomando como referencia bonos a largo plazo, para mantener la coherencia con la  $R_F$  utilizada (p. 193).

Una vez estimadas las variables necesarias, podemos calcular el valor de la empresa como:

$$\text{Valor de la empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FC para la empresa}_t}{(1 + WACC)^t}$$

Donde:

- $n$  es vida del activo;

- $FC$  para la empresa<sup>23</sup> es el flujo de caja para la empresa en el período  $t$ .

Como veremos más adelante, cuando valoramos entidades no cotizadas, como es el caso de todos los clubes de Primera División, surgen varios problemas de estimación de las diferentes variables utilizadas en el DFC. Pese a que existen algunos remedios, esta situación contribuye a que se considere la utilización de otras metodologías de valoración.

### **3.3.2. La valoración relativa**

La valoración relativa es otro método de valoración muy extendido que consiste en valorar un activo teniendo en cuenta la cotización en el mercado de activos con características similares. Para poder realizar comparaciones, se estandarizan las cotizaciones, expresándolas como un múltiplo de variables tales como los beneficios o las ventas (Damodaran, 2012, p. 453).

Entre las principales ventajas de esta metodología destaca que:

- (1) Es un proceso más rápido y que requiere menos asunciones (explícitas) que el DFC.
- (2) Es más fácil de comprender.
- (3) Ayuda a reflejar el sentimiento del mercado (Damodaran, 2012, p. 453).

Estas tres ventajas pueden ser también las mayores debilidades de este planteamiento: la falta de transparencia en relación con las asunciones detrás de la valoración puede llevar a la manipulación de la misma; se puede caer en el error de ignorar cuestiones fundamentales como las perspectivas de crecimiento, el riesgo y los flujos de caja; y el valor obtenido puede ser demasiado alto o bajo en función de que el mercado esté sobrevalorado o infravalorado (Damodaran, 2012, p. 453).

La utilización de múltiplos en la valoración requiere que llevemos a cabo una serie de chequeos, resumidos en la Tabla 2 (Damodaran, 2012, pp. 456-466).

---

<sup>23</sup> Esta es la traducción de la terminología utilizada por Damodaran. Entendemos que también podríamos llamarlo flujo de caja libre.

**Figura 32 Chequeos a realizar cuando se utilizan múltiplos en la valoración según Damodaran**

<b>Chequeo #1: Definición del múltiplo</b>
<p><b>1. Consistencia:</b> el numerador y el denominador utilizados en el múltiplo deben de compartir naturaleza en cuanto a su relación con los recursos propios/con la empresa en su conjunto (<i>Equity Values vs. Enterprise Values</i>).</p> <p><b>2. Uniformidad:</b> a la hora de calcular el múltiplo para las empresas comparables, hay que tener en cuenta las posibles diferencias en el criterio contable utilizado por cada una.</p>
<b>Chequeo #2: Características de la distribución del múltiplo</b>
<p><b>3. Características de la distribución:</b> cálculo de la media,<sup>24</sup> mediana, desviación típica y percentiles (10, 25, 75, 90); y detección de la sobrevaloración/infravaloración del sector (entre otros).</p> <p><b>4. Tratamiento de la distorsión creada por los valores extremos</b></p> <p><b>5. Corrección del sesgo introducido por la imposibilidad de calcular el múltiplo para algunas empresas:</b> ajustando el valor promedio para reflejar la eliminación de estas empresas; incorporándolas de nuevo y calculando un múltiplo con los valores agregados para el conjunto de empresas; o utilizando un múltiplo que sí que se pueda calcular para todas las empresas.</p>
<b>Chequeo #3: Análisis del múltiplo</b>
<p><b>6. Determinantes:</b> los múltiplos son una función de las tres variables fundamentales: crecimiento, riesgo y flujos de caja. Al relacionar el múltiplo con las fórmulas utilizadas en el DFC, esta relación se vuelve aparente.</p> <p><b>7. Impacto de los cambios en los fundamentales en el múltiplo</b> (a menudo, se asume que la relación es lineal).</p> <p><b>8. Identificación de la variable “compañera” (<i>Companion Variable</i>),</b> la variable con mayor poder explicativo respecto al múltiplo.</p>
<b>Chequeo #4: Aplicación del múltiplo</b>

<sup>24</sup> La mediana es más representativa de la empresa típica dentro del grupo (Damodaran, 2012, p. 458).

**9. Selección de empresas comparables:** empresas con perspectivas de crecimiento, riesgo y flujos de caja similares a los de la empresa a valorar.

**10. Tratamiento de las diferencias entre empresas:** siempre las habrá, aunque las empresas seleccionadas sean comparables.

(1) **Ajustes subjetivos:** comparar con el promedio y evaluar si la diferencia se puede explicar por fundamentales.

(2) **Múltiplos modificados:** para tener en cuenta la variable “compañera”. Se asume que, salvo en relación con esta variable, las empresas son comparables en cuanto a los determinantes del valor.

(3) **Regresiones del sector:** si las empresas son distintas en relación a más de una variable, se puede realizar una regresión del múltiplo respecto a esas variables y calcular el valor predicho para cada empresa.

(4) **Regresiones del mercado:** particularmente útil a la hora de evaluar sectores con pocas empresas.

*Fuente: Damodaran (2012, pp. 456-466).*

### **3.3.2.1. El múltiplo Valor de la empresa / Ventas (EV/Sales o EV/S)**

El múltiplo EV/S pone en relación el valor total de una empresa con los ingresos obtenidos por la misma.

#### **3.3.2.1.1. Ventajas del EV/S**

El múltiplo *EV/S* tiene una serie de ventajas:

(1) Es un múltiplo consistente en cuanto a su definición (véase la Tabla 2, primer epígrafe): en el numerador figura el valor de los activos operativos de la empresa y en el denominador los ingresos generados por estos activos.

(2) Se puede calcular para todas las empresas, lo que reduce el sesgo de eliminación (véase la Tabla 2, quinto epígrafe).

(3) Los ingresos son más difíciles de manipular que otras variables (p. ej., el beneficio).

(4) Los ingresos tienen una menor sensibilidad a los cambios económicos que los beneficios, y por ello los múltiplos de ingresos tienen una menor volatilidad que los múltiplos de beneficios (Damodaran, 2012, pp. 542-543).

### 3.3.2.1.2. Relación con el DFC

Siguiendo lo apuntado en el sexto epígrafe de la Tabla 2, podemos relacionar la valoración por este múltiplo con la valoración por DFC. Conseguimos explicitar la manera en que una serie de variables determinan el múltiplo:

- (1) El valor de una empresa (*Enterprise Value (EV)*) con crecimiento estable puede definirse como:<sup>25</sup>

$$EV = \frac{BAIT \times (1 - t) \times (1 - \text{Tasa de reinversión})}{\text{Coste del capital} - g_n}$$

- (2) Si dividimos por las ventas (*S*), el múltiplo *EV/S* queda expresado como:

$$\frac{EV}{S} = \frac{\frac{BAIT \times (1 - t)}{S} \times (1 - \text{Tasa de reinversión})}{\text{Coste del capital} - g_n}$$

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{Márgen operativo después de impuestos} \times (1 - \text{Tasa de reinversión})}{\text{Coste del capital} - g_n}$$

Donde  $g_n$  es la tasa de crecimiento en el beneficio operativo.

En conclusión, el múltiplo *EV/S* viene determinado por:

- (1) El margen operativo después de impuestos
- (2) La tasa de reinversión
- (3) El coste del capital

---

<sup>25</sup> Siguiendo a Damodaran (2012, p. 290), en el caso de una empresa con un retorno del capital estable, el crecimiento esperado del beneficio operativo es el producto de la tasa de reinversión (proporción del beneficio operativo después de impuestos que es invertido en *Capex* neto y necesidades operativas de financiación distintas al efectivo (*noncash working capital*)) y la calidad de dichas reinversiones medida como el retorno del capital invertido:

- Crecimiento esperado<sub>BAIT</sub> = Tasa de reinversión × Retorno del capital
- Tasa de reinversión =  $\frac{(\text{Capex} - \text{Amortización} + \Delta\text{NOF (excluyendo efectivo)})}{BAIT \times (1 - \text{Tasa impositiva})}$
- Retorno del capital =  $\frac{BAIT \times (1 - t)}{\text{Valor en libros de los recursos propios} + \text{Valor en libros de la deuda} - \text{Efectivo y v.negociables}}$

Nota: he traducido por Amortización el término *Depreciation*.

(4) La tasa de crecimiento (Damodaran, 2012, pp. 547-548).

De entre estas, la variable “compañera” es el margen operativo. Este tiene un doble efecto: en primer lugar, sobre el propio múltiplo; en segundo lugar, sobre la tasa de crecimiento (véase la nota 8) (Damodaran, 2012, p. 550).

### **3.4. La escasez de contenidos acerca de la valoración de clubes de fútbol**

Pese a que la valoración de empresas ha dado lugar a un cuerpo de conocimientos y literatura considerable, a juzgar por la escasez de referencias bibliográficas, la valoración de clubes de fútbol profesional no ha despertado demasiado interés hasta hace relativamente poco.

#### **3.4.1. El modelo multivariable de Markham**

Tom Markham (2013), de la *Henley Business School* de la Universidad de Reading, ha desarrollado un modelo propio para valorar clubes de la *Premier League* inglesa. Para demostrar sus virtudes lo compara, a lo largo del período 2003/4-2011/12 y teniendo en cuenta los precios de las transacciones realizadas en estos años, con otros modelos. Estos incluyen tanto los utilizados con carácter general en la valoración de empresas: capitalización de mercado, descuento de flujos de caja y valores de bancarrota; como algunos utilizados en la actualidad en el sector del fútbol: múltiplos de ingresos, el modelo de Forbes y valores de bróker. Concluye que su modelo es el único modelo fiable de aplicación universal para valorar a los clubes de la *Premier* (p. 1).

En el Modelo Multivariable de Markham (MMM) la valoración del club queda definida de la siguiente manera (p. 17):

$$\text{Valoración de un club} = (\text{Ingresos} + \text{Activo neto}) \times \left( \frac{\text{Beneficio Neto} + \text{Ingresos}}{\text{Ingresos}} \right) \times \text{Capacidad del estadio \%} / \text{Ratio de salarios \%}$$

#### **3.4.2. El modelo de Barajas**

La tesis de Ángel Barajas, publicada en 2004, es quizás el único trabajo académico sobre la valoración de clubes de fútbol profesional español, y constituye por tanto un punto de referencia.

Para valorar los clubes de fútbol profesional españoles, Barajas opta por el método del descuento de flujos de caja. Como ya se ha señalado, este método requiere una serie de estimaciones: 1) flujos de caja esperados, 2) tasa de descuento (coste del capital que a su vez incorpora el coste de los recursos propios y el coste de los recursos ajenos) y 3) tasa de crecimiento. Barajas concluye que en España no hay disponible información fiable sobre el flujo de caja estimado. Para salvar este obstáculo, recurre a la comparación con los clubes ingleses cotizados.

Trata de encontrar los factores determinantes del nivel de negocio en el que se sitúa cada club español, elabora un índice a partir de esta información y estudia la relación entre el índice español y el índice inglés, para poder estimar los flujos de caja de los clubes españoles. Finalmente haya una forma funcional que explica la relación entre los condicionantes de carácter económico (incluidos en un factor económico) y los flujos de caja de clubes regidos con criterios financieramente razonable. Realiza una regresión donde la variable dependiente es el índice de flujo de caja y la variable independiente es el índice del factor económico.

### **3.4.3. El modelo de KPMG**

KPMG Football Benchmark viene publicando, desde 2016, un informe anual con 32 *Enterprise Values (EV)* de los principales clubes europeos a 1 de enero del año de publicación (1 de enero de 2016, 2017 y 2018). Es un ejercicio de valoración relativa, en el que utilizan múltiplos de ventas. Hacen referencia a una serie de ventajas, muy similares a las enunciadas por Damodaran:

- (1) Menor distorsión de los ingresos por ajustes contables, lo que se traduce en facilidad de acceso y comparación.
- (2) El resultado (beneficio/pérdida) es negativo para muchos clubes. Sin embargo, el múltiplo de ingresos se puede calcular incluso para estos.
- (3) Los ingresos no son tan volátiles como los beneficios.

Extraen los múltiplos de la observación de empresas cotizadas comparables y de múltiplos en adquisiciones de comparables. En lugar de aplicar un múltiplo de manera uniforme a todos los clubs, ajustan el múltiplo utilizando un algoritmo propio, cuyo funcionamiento no se desvela. La fórmula que utilizan tiene en cuenta diferentes variables que clasifican en cinco categorías:

(1) Rentabilidad:

- a. Ratio costes de personal / ventas
- b. EBITDA (solo para el informe con la valoración a 1/1/2016; menor peso, debido a su volatilidad)
- c. Beneficio antes de traspasos (solo para los informes con las valoraciones a 1/1/2017 y 1/1/2018; menor peso, debido a su volatilidad)
- d. BAIT (solo para los informes con las valoraciones a 1/1/2017 y 1/1/2018; menor peso, debido a su volatilidad)

(2) Popularidad: seguidores en

- a. Instagram
- b. Twitter
- c. Facebook
- d. YouTube (solo en el informe con la valoración del 1/1/2018)

(3) Potencial deportivo

- a. Valor de mercado de la plantilla calculado por Transfermarkt

(4) Derechos televisivos

- a. Acuerdos a nivel liga para las próximas temporadas
- b. Método de distribución utilizado

(5) Propiedad del estadio

- a. El club es o no propietario del estadio en el que juega los partidos como local.

Para la valoración, tienen en cuenta los estados financieros de los ejercicios cerrados el año anterior y el precedente a este (p. ej., en el caso del EV 2018, se utilizan los estados financieros de las temporadas 2015/16 y 2016/17).

#### **4. Valoración por aproximación al modelo de KPMG**

Se ha construido una base de datos que recoge la información disponible en la versión Starter de la propia base de datos de Football Benchmark y datos recogidos de otras fuentes para completar la información de las 8 variables que se mencionan en todos y cada uno de los tres informes, a saber:

1. Ratio costes de personal / ventas
2. Instagram
3. Twitter
4. Facebook
5. Valor de mercado de la plantilla calculado por Transfermarkt
6. Acuerdos a nivel liga para las próximas temporadas
7. Método de distribución utilizado
8. Club propietario o no del estadio donde juega como local

para las 32 observaciones. A continuación, se realiza una regresión para tratar de determinar el peso de cada una de las variables en la fórmula por la que el equipo de Football Benchmark ajusta el múltiplo EV/S que aplica. Se trabaja bajo la hipótesis de que la fórmula es una función lineal. El propósito es poder extender esta aproximación al modelo de KPMG a cualquier club, valorando con él a la totalidad de los clubes de la Primera División española.

En el proceso de realizar la regresión, se decidió no tener en cuenta para el análisis a cuatro clubes, por presentar valores relativamente alejados del resto: Galatasaray SK, SL Benfica, Fenerbahce SK y AS Monaco FC.

La regresión resultante es:

$$\begin{aligned} \text{Log}\left(\frac{EV}{S}\right) &= 0,00037079 - 0,2929823 \times \text{Costes de personal sobre Ventas (\%)}_{16/17} \\ &+ 0,08895906 \times \text{Log}(\text{Seguidores}) + 0,2091927 \\ &\times \text{Log}(\text{Valor de mercado de la plantilla}_{17/18}) \end{aligned}$$

$R^2$  ajustada = 84,24%

Los resultados son los siguientes:

**Figura 33: Resultados de la regresión**

Club	EV/S <sub>Predicho</sub> (x)	EV/S <sub>KPMG</sub> (x)	Ingresos 16/17 (millones de €)	EV <sub>Predicho</sub> (millones de €)	EV <sub>KPMG</sub> (millones de €)
Manchester United FC	4,5	4,8	676	3.021	3.255
Real Madrid CF	4,4	4,4	671	2.952	2.920
FC Barcelona	4,5	4,3	643	2.870	2.783
FC Bayern München	4,1	4,3	588	2.392	2.552
Manchester City FC	4,0	4,1	527	2.086	2.160
Arsenal FC	3,8	4,3	487	1.868	2.102
Chelsea FC	3,8	4,1	428	1.645	1.765
Liverpool FC	3,6	3,7	424	1.521	1.580
Juventus FC	3,5	3,2	412	1.422	1.302
Tottenham Hotspur FC	3,8	3,6	356	1.337	1.286
Paris Saint-Germain FC	3,3	3,4	335	1.090	1.142
Borussia Dortmund	3,2	3,2	333	1.056	1.060
Atlético de Madrid	3,3	3,1	294	979	900
FC Schalke 04	2,4	2,9	231	565	673
Leicester City FC	2,7	2,2	272	738	596
West Ham United FC	2,4	2,6	206	500	531
SSC Napoli	2,9	2,6	201	591	518
AC Milan	2,9	2,7	191	546	514
Everton FC	2,6	2,6	199	517	512
FC Internazionale Milano	2,6	2,3	218	575	491
AS Roma	2,4	2,6	175	425	455
Olympique Lyonnais	2,6	2,2	198	517	429
Besiktas JK	2,3	2,3	145	339	333
Athletic Club Bilbao	2,2	2,5	130	281	331
Sevilla FC	2,2	2,2	141	311	316
AFC Ajax	2,4	2,4	118	283	283
SS Lazio	2,3	2,5	99	223	241
Valencia CF	2,3	2,3	102	233	239
<i>Media</i>	<b>3,1</b>	3,1	<b>Total EV</b>	<b>30.884</b>	31.268
<i>Mediana</i>	<b>2,9</b>	2,8			
<i>Agregado</i>	<b>3,5</b>	3,6			

**Figura 34: EV estimados de los clubes de la Primera División española**

Club	personal17	log(seguidores)	log(plantilla)	log[(EV/S) <sub>Predicho</sub> ]	EV/S <sub>Predicho</sub> (x)	Ingresos 16/17 (millones de €)	EV <sub>Predicho</sub> (millones de €)	EV <sub>KPMG</sub> (millones de €)
Real Madrid CF	61%	2,3	2,9	0,6	<b>4,4</b>	671,1	<b>2.953</b>	2.920
FC Barcelona	62%	2,3	3,0	0,7	<b>4,5</b>	642,5	<b>2.870</b>	2.783
Atlético de Madrid	60%	1,3	2,8	0,5	<b>3,3</b>	294,4	<b>979</b>	900
Sevilla FC	71%	0,5	2,4	0,3	<b>2,2</b>	140,7	<b>311</b>	316
Athletic Club Bilbao	54%	0,3	2,2	0,3	<b>2,2</b>	130,1	<b>281</b>	331
Valencia CF	77%	0,7	2,5	0,4	<b>2,3</b>	102,3	<b>233</b>	239
Villarreal CF	62%	0,2	2,3	0,3	<b>2,1</b>	103,3	<b>213</b>	
Real Sociedad de Fútbol	67%	0,4	2,2	0,3	<b>2,0</b>	69,7	<b>141</b>	
RC Celta de Vigo	57%	0,0	2,1	0,3	<b>1,8</b>	75,1	<b>138</b>	
Málaga CF	58%	0,3	1,9	0,3	<b>1,8</b>	73,0	<b>133</b>	
UD Las Palmas	40%	-0,3	2,1	0,3	<b>1,9</b>	63,5	<b>124</b>	
RCD Espanyol	70%	-0,1	1,9	0,2	<b>1,6</b>	76,5	<b>120</b>	
Real Betis Balompié	67%	0,3	2,0	0,2	<b>1,8</b>	67,5	<b>119</b>	
RC Deportivo de La Coruña	50%	-0,2	2,0	0,2	<b>1,8</b>	61,7	<b>109</b>	
Granada CF	55%	-0,2	1,5	0,1	<b>1,4</b>	60,2	<b>82</b>	
Real Sporting de Gijón	48%	-0,3	1,6	0,2	<b>1,4</b>	53,3	<b>76</b>	
Deportivo Alavés	51%	-0,8	1,8	0,2	<b>1,4</b>	51,5	<b>74</b>	
CD Leganés	30%	-0,9	1,7	0,2	<b>1,6</b>	45,2	<b>71</b>	
SD Eibar	63%	-0,7	1,9	0,1	<b>1,4</b>	46,1	<b>64</b>	
CA Osasuna	77%	-0,4	1,4	0,0	<b>1,1</b>	53,1	<b>58</b>	
				<i>Media</i>	<b>2,1</b>	<i>Total EV</i>	<b>9.150</b>	
				<i>Mediana</i>	<b>1,8</b>			
				<i>Agregado</i>	<b>3,2</b>			

## **5. Conclusión**

En este Trabajo se han analizado algunas de las principales variables que afectan al negocio del fútbol. Se ha tratado de encontrar un método de valoración para este tipo de negocios tan particular, y finalmente se ha optado por aproximar el método de KPMG.

Los resultados de la regresión sugieren que los clubes que busquen aumentar su valor deberán trabajar para controlar sus costes salariales, pero sin descuidar la calidad de la plantilla ni el atractivo para los aficionados, que cada vez más se relacionan con los clubs a través de las redes sociales.

## 6. Bibliografía

Barajas, A. (2004). *Modelo de valoración de clubes de fútbol basado en los factores clave de su negocio*.

Boudway, I. (12 junio, 2018). Soccer Is the World's Most Popular Sport and Still Growing. *Bloomberg*. Recuperado de <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-12/soccer-is-the-world-s-most-popular-sport-and-still-growing>

Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J. (1991). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Nueva York, NY (EE.UU.): John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Hoboken, Nueva Jersey (EE.UU.): John Wiley & Sons, Inc.

Deloitte. (junio, 2018). Roar power. Annual Review of Football Finance 2018. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/annual-review-of-football-finance.html>

Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Gestión 2000.

Franck, E. (2010). Private Firm, Public Corporation or Member's Association Governance Structures in European Football. *International Journal of Sport Finance*, 5(2): 108-127.

Garcia-del-Barrio, P. y Szymanski, S. (2009). Goal! Profit Maximization Versus Win Maximization in Soccer, *Review of Industrial Organisation*, 34, 45-68.

KPMG. (2016). *The European Elite 2016*.

KPMG. (2017). *The European Elite 2017*.

KPMG. (2018). *The European Elite 2018*.

Kuper, S. y Szymanski, S. (2018). *Soccernomics*. Londres: HarperCollinsPublishers.

LaLiga. (marzo, 2018). *Informe Económico-Financiero del Fútbol Profesional 2017*. Recuperado de [https://files.laliga.es/pdf-hd/informe-economico/informe-economico-2017\\_v3.pdf](https://files.laliga.es/pdf-hd/informe-economico/informe-economico-2017_v3.pdf)

Markham, T. (2013). *What is the optimal method to value a football club?*

Sloane, P. (2014). Club objectives. En J. Goddard y P. Sloane (Eds.), *Handbook on the Economics of Professional Football* (pp. 13-22). Cheltenham Reino Unido: Edward Elgar Publishing Limited.

Sloane, P. (2015). The Economics of Professional Football Revisited. *Scottish Journal of Political Economy*. Vol. 62, No. 1.

UEFA (2017). *The European Club Footballing Landscape. Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2015*. Recuperado de la página web de la UEFA.

UEFA (2018). *The European Club Footballing Landscape. Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2016*. Recuperado de la página web de la UEFA.

UEFA (2019). *The European Club Footballing Landscape. Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2017*. Recuperado de la página web de la UEFA.