



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

LA INVERSIÓN EN LOS CLUBES EUROPEOS DE FÚTBOL PROFESIONAL: UN ANÁLISIS POST-COVID-19

Autor: Pablo Hens Ruiz

Tutora: D^a Susana de los Ríos Sastre

MADRID | Abril de 2023

RESUMEN

El objetivo de este Trabajo se basa en evaluar las diferencias en la inversión en clubes europeos de fútbol profesional que cotizan en Bolsa, habida cuenta de la situación provocada por la pandemia de Covid-19. Desde hace varias décadas, el proceso de mercantilización y comercialización del fútbol ha provocado que este deporte no sea únicamente una pasión, sino que se ha convertido en una industria que mueve miles de millones de euros cada año. Muchos clubes han transformado sus modelos de negocio para dar cabida a inversores extranjeros, mientras que otros han optado por acudir a los mercados de capitales en búsqueda de financiación que les permita abordar nuevos fichajes o desarrollar infraestructuras.

No obstante, la pandemia ha supuesto un cambio de paradigma para muchos de estos clubes, que han visto reducidas algunas fuentes de ingresos que antaño se consideraban aseguradas. Por tanto, es relevante estudiar qué ha sucedido desde el punto de vista de la cotización bursátil. Para ello, se realiza un análisis visual que abarca múltiples métricas e indicadores y se encuentra estructurado en tres partes. En primer lugar, se estudia la cotización de los equipos de las cinco grandes ligas. Después, se analiza su desempeño frente a los otros clubes cotizados de otras ligas europeas. Finalmente, se examinan las causas de la falta de equipos españoles cotizados y se evalúa cómo ha sido el desempeño del único caso de referencia, el CF Intercity, desde su salida a Bolsa.

Así, se extraen una serie de conclusiones, entre las que destacan la gran opción de inversión que han supuesto los clubes cotizados de las ligas menos relevantes (en contraste con los de las grandes ligas) y los negativos resultados bursátiles obtenidos por el CF Intercity.

PALABRAS CLAVE

Fútbol, mercantilización, modelo económico, finanzas deportivas, desempeño bursátil, inversores.

ABSTRACT

The aim of this paper is to assess the differences in investments in listed European professional football clubs, taking into account the situation caused by the Covid-19 pandemic. For several decades, the process of commercialisation of football has meant that the sport is no longer just a passion, but has become a multi-billion euro generating industry every year. Many clubs have transformed their business models to incorporate foreign investors, while others have resorted to the capital markets for funding to enable them to make new signings or develop infrastructure.

However, the pandemic has been a paradigm shift for many of these clubs, which have seen a reduction in some sources of income that were once considered secure. It is therefore relevant to study what has happened from the point of view of the stock market price. To this end, a visual analysis is carried out, covering multiple metrics and indicators and structured in three parts. First, the share price of the public teams in the five major leagues is studied. Then, it analyses their performance against other top-rated clubs in other European leagues. Finally, it examines the reasons for the lack of listed Spanish teams and assesses the performance of the only reference case, CF Intercity, since its IPO.

A series of conclusions are drawn, among which we highlight the great investment option that listed clubs from the less relevant European leagues (in contrast to those from the major leagues) have represented and the disappointing stock market results obtained by CF Intercity.

KEY WORDS

Football, commercialisation, economic model, sports finance, stock performance, investors.

ÍNDICE

| | |
|--|-----------|
| CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN | 8 |
| I. 1. Cuestión del objeto de la investigación. Justificación del interés..... | 8 |
| I. 2. Objetivos..... | 10 |
| I. 3. Metodología y plan de trabajo | 11 |
| CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO | 14 |
| II. 1. Contextualización: la mercantilización y el fútbol actual. | 14 |
| II. 2. El modelo económico del fútbol contemporáneo..... | 15 |
| II.2.1. Los derechos de retransmisión por televisión y los ingresos comerciales | 16 |
| II.2.2. La internacionalización..... | 18 |
| II.2.3. El merchandising | 19 |
| II.2.4. Caso de estudio: El Real Madrid | 20 |
| II. 3. Instituciones de gobierno y supervisión económica en el fútbol | 21 |
| II.3.1. Supervisión de ámbito global: la FIFA | 22 |
| II.3.2. Supervisión de ámbito continental: las confederaciones continentales.... | 23 |
| II.3.3. Supervisión de ámbito nacional: las federaciones nacionales y otros organismos..... | 29 |
| II. 4. La inversión en clubes de fútbol | 31 |
| II.4.1. Terminología: concepto de inversión. Rentabilidad y riesgo | 31 |
| II.4.2. La inversión en el fútbol. Alternativas de financiación para los clubes ... | 32 |
| II.4.3. Posibilidades de inversión en clubes de fútbol desde la perspectiva del inversor minorista en la actualidad..... | 39 |
| CAPÍTULO III. ESTUDIO DE LA INVERSIÓN TRAS LA PANDEMIA EN LOS EQUIPOS COTIZADOS DE LAS LIGAS EUROPEAS..... | 43 |
| III. 1. Selección de la muestra, objetivos y visualizaciones a mostrar | 43 |
| III.1.1. Primera parte. Equipos cotizados de las cinco grandes ligas europeas | 43 |
| III.1.2. Segunda parte. Comparación de los equipos de las cinco grandes ligas vs equipos de otras ligas europeos menos relevantes..... | 45 |
| III.1.3. Tercera parte. Examen de la falta de equipos cotizados de LaLiga y el caso del CF Intercity..... | 46 |
| III. 2. Desarrollo del análisis | 47 |
| III.2.1. Primera parte. Equipos cotizados de las cinco grandes ligas europeas | 47 |
| III.2.2. Segunda parte. Comparación de los equipos de las cinco grandes ligas vs equipos de otras ligas europeos menos relevantes..... | 58 |
| III.2.3. Tercera parte. Examen de la falta de equipos cotizados de LaLiga y el caso del CF Intercity..... | 61 |
| CAPÍTULO IV. CONCLUSIONES..... | 67 |
| BIBLIOGRAFÍA | 69 |

ÍNDICE DE ESQUEMAS

| | |
|---|----|
| ESQUEMA 1. ESTRUCTURA GLOBAL DE ADMINISTRACIÓN DEL FÚTBOL PROFESIONAL | 22 |
|---|----|

ÍNDICE DE GRÁFICOS

| | |
|--|----|
| GRÁFICO 1. PIB DE LAS ECONOMÍAS DE LAS CINCO GRANDES LIGAS E INGRESOS DE LOS CLUBES CON MÁS INGRESOS..... | 17 |
| GRÁFICO 2. INGRESOS DE LAS DIEZ PRINCIPALES LIGAS DEPORTIVAS PROFESIONALES A NIVEL GLOBAL ... | 17 |
| GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN DE DISTRIBUCIONES DE INGRESOS EN ALGUNAS TEMPORADAS DE LOS 20 CLUBES EUROPEOS CON MAYORES INGRESOS..... | 18 |
| GRÁFICO 4. NÚMERO DE CAMISETAS VENDIDAS EN 2021..... | 19 |
| GRÁFICO 5. DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS EN LAS TEMPORADAS 1999-2000 Y 2021-2022 | 20 |
| GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y EBITDA DEL REAL MADRID | 21 |
| GRÁFICO 7. DISTRIBUCIONES DE LA UEFA A LOS CLUBES PARTICIPANTES DE LA CHAMPIONS LEAGUE.... | 25 |
| GRÁFICO 8. CRECIMIENTO DE INGRESOS DE 2007-2012 EN LAS CINCO GRANDES LIGAS..... | 26 |
| GRÁFICO 9. CRECIMIENTO DEL GASTO EN SALARIOS DE 2007-2012 EN LAS CINCO GRANDES LIGAS | 26 |
| GRÁFICO 10. EVOLUCIÓN DE RESULTADOS NETOS AGREGADOS EN LAS PRIMERAS DIVISIONES EUROPEAS (2008-2021) | 27 |
| GRÁFICO 11. NÚMERO DE COMPONENTES DEL ÍNDICE STOXX EUROPE FOOTBALL | 34 |
| GRÁFICO 12. PROPIEDAD DE LOS CLUBES DE LAS CINCO GRANDES LIGAS EN FUNCIÓN DEL ORIGEN PROPIETARIO..... | 36 |
| GRÁFICO 13. VALOR GLOBAL DE OPERACIONES APALANCADAS DE 2005-2021 (\$ EN MILES DE MILLONES) | 37 |
| GRÁFICO 14. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL STOXX EUROPE FOOTBALL FRENTE AL STOXX EUROPE 600..... | 41 |
| GRÁFICO 15. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE COTIZACIÓN DE LOS CINCO CLUBES DE LA MUESTRA | 48 |
| GRÁFICO 16. RETORNOS DIARIOS EN EL PERÍODO 1-1-2020 A 14-4-2023..... | 51 |
| GRÁFICO 17. RETORNOS DIARIOS ACUMULADOS EN EL PERÍODO 1-1-2020 A 14-4-2023 | 51 |
| GRÁFICO 18. RETORNOS DIARIOS ACUMULADOS DE LOS CLUBES FRENTE A LOS ÍNDICES DE SUS RESPECTIVAS BOLSAS | 53 |
| GRÁFICO 19. MATRIZ DE CORRELACIONES DE LAS ACCIONES | 55 |
| GRÁFICO 20. VOLATILIDAD ANUALIZADA DE LAS ACCIONES | 56 |
| GRÁFICO 21. VOLATILIDAD ANUALIZADA DEL ÍNDICE LIGASTOPEUROPA FRENTE A LOS CLUBES..... | 57 |
| GRÁFICO 22. RENTABILIDAD ACUMULADA DEL ÍNDICE LIGASTOPEUROPA DEL 1-1-2020 AL 14-4-2023 | 57 |
| GRÁFICO 23. RENTABILIDAD ACUMULADA DEL ÍNDICE RESTOLIGASEUROPA DEL 1-1-2020 AL 14-4-2023 | 58 |
| GRÁFICO 24. RENTABILIDAD ACUMULADA DEL ÍNDICE RESTOLIGASEUROPA Y DEL ÍNDICE LIGASTOPEUROPA DEL 1-1-2020 AL 14-4-2023..... | 59 |
| GRÁFICO 25. VOLATILIDAD ANUALIZADA DE RESTOLIGASEUROPA Y DE LIGASTOPEUROPA DEL 1-1-2020 AL 14-4-2023..... | 59 |

| | |
|--|----|
| GRÁFICO 26. RENTABILIDAD DEL ÍNDICE TODASLIGASEUROPA DEL 1-1-2020 AL 14-4-2023..... | 60 |
| GRÁFICO 27. VOLATILIDAD ANUALIZADA DE LOS TRES ÍNDICES..... | 61 |
| GRÁFICO 28. EVOLUCIÓN BURSÁTIL DEL CF INTERCITY DEL 1-11-2021 AL 14-4-2023 | 64 |
| GRÁFICO 29. RENTABILIDAD ACUMULADA DEL INTERCITY DEL 1-11-2021 AL 14-4-2023..... | 64 |
| GRÁFICO 30. RETORNOS DEL INTERCITY FRENTE AL IBEX 35 DEL 1-11-2021 AL 14-4-2023 | 65 |

ÍNDICE DE TABLAS

| | |
|---|----|
| TABLA 1. ALGUNAS TRANSACCIONES RELEVANTES DE CLUBES EN LAS CINCO GRANDES LIGAS EUROPEAS | 38 |
| TABLA 2. ALGUNAS TRANSACCIONES RELEVANTES DE OTROS TIPOS DE INVERSIÓN EN LAS CINCO GRANDES LIGAS EUROPEAS..... | 38 |
| TABLA 3. CLUBES SELECCIONADOS PARA LA MUESTRA DE LA PRIMERA PARTE DEL ANÁLISIS | 44 |
| TABLA 4. CLUBES SELECCIONADOS PARA LA MUESTRA DE LA SEGUNDA PARTE DEL ANÁLISIS | 46 |
| TABLA 5. CLUB SELECCIONADO PARA LA MUESTRA DE LA TERCERA PARTE DEL ANÁLISIS | 47 |
| TABLA 6. RETORNOS ANUALIZADOS Y DIVIDENDOS EN EL PERÍODO 1-1-2020 A 14-4-2023 | 50 |

LISTADO DE ABREVIATURAS

CSD: Consejo Superior de Deportes

FIFA: *Fédération Internationale de Football Association*

IFAB: *International Football Association Board*

IPO: *Initial Public Offering*

LFP: Liga de Fútbol Profesional

MLB: *Major League Baseball*

MLS: *Major League Soccer*

NBA: *National Basketball Association*

NFT: *Non-Fungible Token*

NHL: *National Hockey League*

OPI: Oferta Pública Inicial

OPS: Oferta Pública de Suscripción

PIB: Producto Interior Bruto

RFEF: Real Federación Española de Fútbol

SAD: Sociedad Anónima Deportiva

TJUE: Tribunal de Justicia de la Unión Europea

UEFA: *Union of European Football Associations*

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

I. 1. CUESTIÓN DEL OBJETO DE LA INVESTIGACIÓN. JUSTIFICACIÓN DEL INTERÉS

La justificación de la realización del presente Trabajo de Fin de Grado se sustenta en diversas razones, las cuales se pueden resumir en tres: (i) la importancia del fútbol como fenómeno de masas y como motor económico en la sociedad europea, (ii) el aumento de inversiones que ha tenido lugar en el fútbol profesional en las últimas décadas y (iii) el cambio de paradigma que ha supuesto la pandemia en la búsqueda de financiación para los clubes de fútbol.

El fútbol como hoy lo conocemos nació en el siglo XIX en Gran Bretaña. Ya en 1843 se habían producido algunos intentos de codificar las reglas para hacerlas comunes, como el realizado por la Universidad de Cambridge. Sin embargo, no fue hasta 1863 cuando se creó la Football Association entre clubes de alrededor de Londres, quienes redactaron las primeras normas de fútbol de carácter escrito (Alegi *et al*, 2023). En el caso de nuestro país, se entiende que la llegada del fútbol se produjo tras la llegada de mineros ingleses a Huelva hacia 1866 (Rodríguez García, 2021).

Por su parte, los clubes surgieron como entidades sociales. Si bien en sus primeros años de popularidad el fútbol se vinculaba a la burguesía (puesto que los alumnos de las *public schools* donde estudiaban hijos de la élite practicaban este deporte), posteriormente fueron naciendo clubes y sociedades vinculadas a instituciones muy diversas y de distinto escalafón social que podemos encuadrar en cuatro grupos: iglesias locales, centros de trabajo, bares y fábricas (Simón Sanjurjo, 2015).

En cuanto a sus métodos de financiación, éstos se basaban principalmente en las cuotas de sus socios y los ingresos por taquilla obtenidos con la venta de entradas para ver los partidos. La propiedad de los clubes era colectiva y democrática, y su objetivo era el fomento del deporte y el ocio entre sus miembros. Es decir, no tenían ningún tipo de fines económicos, sino que sus objetivos eran puramente deportivos.

No obstante, esto se fue orientando hacia una profesionalización progresiva del fútbol que obedece a diversos factores. Como indican Pujadas y Santacana (2001), en el caso de España se ha entendido tradicionalmente que esto se debe a diversos factores. Algunos de estos engloban la necesidad de cobrar al público por el espectáculo para costear

encubiertamente los sueldos de futbolistas que perdían horas de trabajo (concepto conocido como *amateurismo marrón*) o la creciente popularidad del deporte, mientras que otros se basan en la posibilidad de inscribir clubes en los registros gubernamentales, lo que daría lugar a las federaciones.

De esta manera, a finales del siglo XIX y principios del XX el fútbol se profesionalizó y se expandió rápidamente por Europa y el mundo. En este marco surgiría la Real Federación Española de Fútbol (RFEF) en 1909, cuyo primer nombre fue Federación Española de Clubs de Fútbol. Un acontecimiento muy relevante para la popularización del deporte en España fue sin duda la consecución del segundo puesto por parte de la Selección Española en las Olimpiadas de Amberes de 1920 (Báez y Pérez de Tudela, 2012).

Este proceso de transformación hacia el fútbol como fenómeno de masas tuvo como protagonistas señalados a los clubes de fútbol, quienes para poder profesionalizarse precisaban de dos factores: ostentar la propiedad de un terreno para su explotación económica y aumentar el *engagement* (compromiso) de sus aficionados mediante el nombramiento de socios y el pago de entradas (Simón Sanjurjo, 2011). Este proceso fue muy similar en las otras grandes plazas europeas, cuya principal fuente de financiación principal también provenía de la venta de entradas (Andreff & Staudohar, 2000).

En este contexto, se pueden encontrar tres modelos muy diferentes en nuestro país, dependiendo del estatus económico de los clubes: (i) clubes estables con gran cantidad de socios y con un futuro asegurado, como el FC Barcelona, (ii) clubes sustentados económicamente gracias a las aportaciones de personas adineradas influyentes, como el RCD Español y (iii) clubes apoyados por una gran masa social y burguesía, que contaban con altas cuotas de asistencia de público, como el Athletic de Bilbao (Simón Sanjurjo, 2011; Bahamonde, 2002).

La segunda mitad del siglo XX supuso un gran crecimiento del fútbol como espectáculo mundial, impulsado por el desarrollo de los medios de comunicación, las competiciones internacionales y los patrocinios comerciales. En países como Francia, Alemania e Italia, la financiación de clubes profesionales se desarrolló rápidamente y comenzó a incluir subsidios estatales y sponsorizaciones de grandes *players* industriales como Peugeot o Philips, que se publicitaban para aumentar su imagen de marca. No obstante, la progresión inicial de los medios de comunicación no fue fácil, puesto que los clubes se mostraban

reacios a la retransmisión en directo de los partidos, pensando que su principal fuente de ingresos (la venta de entradas) disminuiría (Andreff & Staudohar, 2000).

Finalmente, la pasión desatada por el fútbol acabaría con los prejuicios de los clubes de fútbol, quienes finalmente tomaron cuenta de la importancia de los derechos televisivos como fuente alternativa de obtención de ingresos. Otra fuente de ingresos que causó furor durante ese periodo fue el *merchandising* de artículos de los equipos, fruto del sentido de pertenencia de los aficionados a sus equipos, que derivó en los años 70 y 80 en la creación de diversos grupúsculos *hooligans* y ultras.

A la par de estas nuevas fuentes de ingresos, los clubes comenzaron a observar la necesidad de obtener financiación externa para poder acometer reformas en sus estadios y fichar a mejores jugadores, por lo que a mediados de la década de los 80 comenzaron a salir a Bolsa numerosos clubes de fútbol sobre todo en la Premier League. Además, numerosos inversores privados comenzaron a adquirir participaciones significativas en equipos de fútbol, que pasaron de ser asociaciones a empresas lideradas por magnates multimillonarios.

En la actualidad (como se verá en el siguiente capítulo) los clubes han afianzado estas nuevas fuentes de ingresos y la inversión en fútbol ha crecido de manera sostenida, dando lugar al modelo económico del fútbol contemporáneo. Si bien esto ha tenido una importancia esencial para la salvación económica de muchos clubes en estos dos últimos años, el Covid-19 ha provocado que las fuentes de financiación tradicionales prácticamente desaparezcan, por lo que los clubes han seguido precisando de nuevas fuentes de financiación.

En consecuencia, esta necesidad de capital por parte de los clubes ha disparado la inversión institucional en el ámbito del fútbol. No obstante, esta actividad ha tenido lugar sobre todo en el mercado privado, sin que los clubes se hayan lanzado a los mercados de valores. Por tanto, es muy interesante analizar el estado actual de los clubes cotizados, para evaluar así en qué medida es ventajoso este tipo de financiación.

I. 2. OBJETIVOS

Este Trabajo de Fin de Grado se enfoca en el estudio de la financiación de los clubes europeos de fútbol profesional. En concreto, su objetivo principal se basa en la evaluación

mediante visualizaciones de las diferencias en la inversión en clubes cotizados, especialmente tras la irrupción de la pandemia del coronavirus.

Así pues, el Trabajo trata de mostrar cuál es la tipología e importancia de cada fuente de financiación en la que se pueden apoyar los equipos en la actualidad, analizando en qué medida el desempeño de aquellos cotizados ha sido o no satisfactorio. Para ello, se analizan específicamente las acciones individuales de los clubes cotizados de las cinco grandes ligas y se conforman índices, de manera que sea más fácil comparar distintos conjuntos de clubes.

Además, el Trabajo pretende abordar las causas que están detrás de la falta de equipos españoles cotizados en los mercados públicos. Como recientemente ha salido a Bolsa el club de la tercera división española CF Intercity, el Trabajo pretende valorar su rendimiento, así como la posibilidad de que ese modelo de financiación sea aplicable a otros clubes españoles profesionales.

Con esto en mente, el Trabajo muestra el contexto económico e institucional que rodea al fútbol, examinando aspectos fundamentales para el estudio de cualquier inversor que pretenda entrar en el sector. De esta manera, se expone el modelo de negocio de los clubes actuales y su evolución, las opciones de invertir en los mismos desde la perspectiva del inversor minorista o la importancia de la normativa del *fair play* financiero en la estructura financiera de los equipos.

I. 3. METODOLOGÍA Y PLAN DE TRABAJO

La metodología adoptada por el autor en la realización de este Trabajo de Fin de Grado se basa en tres pilares principales: (i) la lectura de revistas, *papers*, informes y otras publicaciones de carácter escrito, (ii) el empleo de herramientas de Microsoft y (iii) la utilización de código en el lenguaje de programación Python. Además, cabe destacar la extracción de datos financieros y transacciones relevantes realizada desde la plataforma de información financiera FactSet.

Con respecto al primero, se han consultado numerosas fuentes escritas para asentar el marco teórico en lo relativo a la inversión en equipos profesionales de fútbol en Europa. En algunos apartados son de mayor importancia fuentes de revistas del ámbito de las ciencias económicas o jurídicas, mientras que en otros lo son informes de instituciones o de compañías líderes en investigación sobre industrias.

En cuanto al segundo, se han empleado las herramientas de Microsoft denominadas Excel, PowerBI y PowerPoint para la creación de algunos gráficos determinados, cuyos datos se han obtenido de fuentes externas.

Por último, se ha utilizado la plataforma de Google denominada Google Colaboratory para desarrollar código en el lenguaje de programación Python y producir las visualizaciones deseadas. Este código se ha dividido en tres partes principales, correspondiendo cada una a una de las tres partes de análisis que se realizan en el trabajo. Concretamente, la obtención de los datos de cotización de las acciones e índices se ha llevado a cabo a través de la librería *yfinance*, mientras que para la escritura del cuerpo del código y la preparación de la información se han utilizado librerías tales como *pandas* o *numpy*. Por último, para la visualización de la información se han utilizado tanto la librería *matplotlib* como la librería *seaborn*.

En lo referido a la estructura del trabajo, se ha optado por comenzar con las cuestiones generales (marco teórico) para poder así abordar las cuestiones más particulares y de reflexión propia (análisis). Para ello, se presentan de manera general en esta introducción las cuestiones a las que se pretende dar respuesta en este Trabajo, se examina su entorno económico-financiero desde una perspectiva teórica y se produce su análisis empírico con datos de cotización reales.

De esta manera, la estructura del trabajo queda conformada en cuatro capítulos principales, cada uno de los cuales se encuentran divididos en diversos apartados. En primer lugar, el presente Capítulo I introduce tanto el tema como los objetivos del trabajo, justificando el interés y presentando la metodología del mismo. Además, desarrolla los antecedentes pertinentes a la dimensión económica del fútbol.

En segundo lugar, en el Capítulo II tiene lugar una exposición del marco económico que rodea a la inversión en el fútbol. En primer lugar, se hace referencia a cómo ha tenido lugar la mercantilización de este deporte. Posteriormente, se desarrollan diversos aspectos, entre los que cabe destacar los modelos económicos del fútbol, instituciones que lo gobiernan a nivel profesional y conceptos financieros relevantes para el tema.

En el Capítulo III, se lleva a cabo el análisis por medio de las visualizaciones producidas en Python. Internamente, este análisis se divide en tres partes, dependiendo de los clubes utilizados en la muestra para cada una.

Finalmente, en el Capítulo IV se realizan algunas consideraciones finales, adoptando una serie de conclusiones que resultan no sólo de la sección de análisis, sino también de la exposición realizada a lo largo del resto del Trabajo.

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

II. 1. CONTEXTUALIZACIÓN: LA MERCANTILIZACIÓN Y EL FÚTBOL ACTUAL.

Todos los factores mencionados en el primer apartado del capítulo anterior causaron que la facturación de los clubes de fútbol se multiplicara, lo que les permitió fichar a estrellas mundiales y construir estadios más grandes y modernos. A mi modo de ver, es en este momento cuando comienza a tener lugar una verdadera mercantilización del fenómeno futbolístico, desplazando el éxito deportivo como fin único y añadiendo el fin económico como objetivo adicional esencial. Esto, de manera análoga al nacimiento del fútbol como deporte, tuvo lugar en primer lugar en Inglaterra, y se desarrolló posteriormente en Francia e Italia, y en último lugar en España (*Vid.* Sánchez Martínez, 2019).

En nuestro país, el acontecimiento más relevante en este proceso lo conforma el nacimiento de la Sociedad Anónima Deportiva (en lo sucesivo, SAD), introducida en la Ley 10/1990, de 15 de octubre, del Deporte¹. En aquella época, la fiebre mercantilizadora del fútbol provocó que los clubes tuvieran que aumentar su financiación de manera abrupta para poder hacer frente a fichajes de alto precio y al desarrollo de infraestructuras que pudieran ser adecuadas para acoger al creciente público de este deporte (Gallego Larrubia, 2018).

Con carácter previo a su entrada en vigor, los clubes de fútbol eran simplemente asociaciones que generalmente se encontraban muy asfixiadas financieramente. Esto no sólo generaba una situación confusa, sino también insostenible desde el punto de vista financiero (Martínez-Lemos, 2015). Así pues, el legislador optó por regular este tipo de asociaciones e impuso la reconversión a SAD de aquellos clubes cuyo patrimonio negativo hubiera sido negativo. Sólo había cuatro clubes (el Athletic de Bilbao, el FC Barcelona, el Real Madrid y el Club Atlético Osasuna) cuyo balance patrimonial fuese

¹ Cabe destacar que esta Ley ha sido recientemente modificada por la Ley 39/2022, del Deporte, que introduce una amplia reforma del marco de las SAD. Su nuevo art. 69 no impone la constitución de las entidades deportivas como SAD, sino que les ofrece dicha alternativa.

positivo en ese momento, por lo que únicamente ellos mantuvieron la opción de permanecer como asociación.

De este modo (como se ha mencionado *supra*), la propiedad de los clubes se diversificó aún más, con la aparición de nuevos actores como grupos empresariales, inversores extranjeros o fondos de inversión, que buscaban rentabilizar su inversión o aumentar su prestigio. La actividad de estos inversores en el mundo del deporte será desarrollada en un apartado específico (4.2) dentro de este capítulo, dada su gran relevancia para la realización de este trabajo.

La evolución presentada a lo largo del desarrollo de este capítulo no ha hecho más que exacerbarse en los últimos años. Por su parte, el siglo XXI ha traído nuevos desafíos y oportunidades para el fútbol europeo. La globalización ha provocado que el fútbol se convierta en un fenómeno que ha traspasado todas las fronteras, con millones de aficionados en prácticamente cada rincón de los cinco continentes. Los clubes han ampliado sus mercados y han buscado nuevos socios estratégicos para crecer. Al mismo tiempo, la competencia se ha intensificado y ha generado desequilibrios entre los clubes más acaudalados y los más modestos, y entre ciertos patrocinadores y operadores con respecto a sus competidores. Debido a esto, las instituciones gubernativas del fútbol (que se expondrán en el próximo apartado) han tratado de regular el fútbol europeo con diversas medidas, que pretenden garantizar la sostenibilidad económica y la competitividad deportiva de los clubes.

A modo de resumen, la evolución del modelo económico de los clubes europeos desde la invención del fútbol hasta hoy ha sido un reflejo de la historia económica y social del continente. Los clubes se han transformado radicalmente, pasando de ser entidades sociales con objetivos meramente deportivos a ser empresas globales, con diferentes modelos de propiedad y gestión.

II. 2. EL MODELO ECONÓMICO DEL FÚTBOL CONTEMPORÁNEO

Cuando se habla del modelo económico del fútbol, se hace referencia a cómo los clubes de fútbol interactúan con su entorno y cuál es su manera de generar ingresos, así como de analizar de dónde surgen sus principales gastos. Este modelo puede incluir diversos factores, pero para este trabajo se pondrá el foco en aquellos que generan rentabilidad para los clubes. Es decir, mediante el concepto de modelo económico se pretende aludir

a los elementos fundamentales que explican cómo funciona económicamente el fútbol profesional (Martín Magdalena, 2016).

En el fútbol contemporáneo se ha producido un verdadero cambio del modelo económico de los clubes. Si el modelo financiero de los clubes antiguos podía afirmarse que se sustentaba en los espectadores, subsidios, patrocinadores y apoyo local, el modelo actual se sujeta sobre cuatro pilares principales: medios de comunicación, corporaciones, *merchandising* y mercados (Andreff, 2006). De esta interacción entre el mundo de los negocios y el deporte surgen importantes sinergias (*Ibid.*).

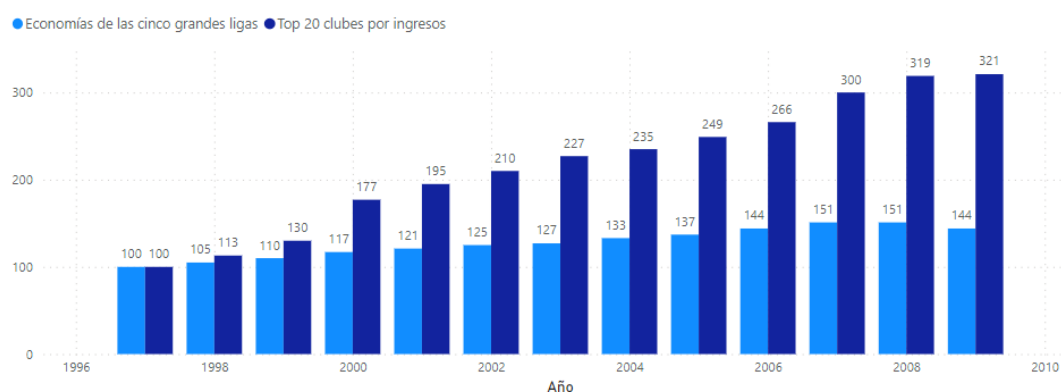
II.2.1. Los derechos de retransmisión por televisión y los ingresos comerciales

Como se ha expuesto en el apartado anterior, desde 1990 surge un hito fundamental que ha supuesto el mayor factor de crecimiento para los ingresos de los equipos europeos: la retransmisión de los encuentros y los derechos televisivos relacionados. Esta nueva fuente de ingresos, unida a los crecientes ingresos por patrocinios y contratos comerciales han causado que en el modelo actual los clubes ya no dependan únicamente de ayudas y resultados deportivos favorables que atraigan asistencia de público a los partidos. Además, es una fuente de carácter muy recurrente, lo que permite a los clubes una mejor previsión de sus resultados para poder adaptar su gestión.

Esto permitió que el volumen de negocio de las cinco grandes ligas creciera exponencialmente, convirtiendo a algunas de las cinco grandes ligas de fútbol entre las competiciones deportivas con mayor generación de ingresos.

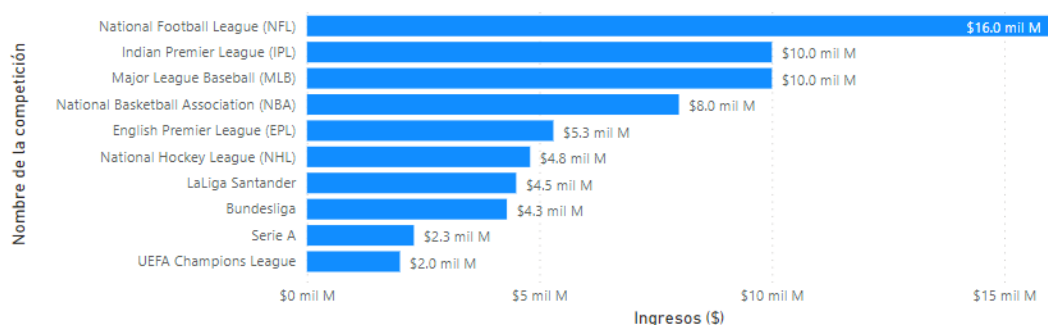
En el Gráfico 1 se muestra cómo han crecido los ingresos de los 20 equipos europeos con mayores ingresos si se comparan con el Producto Interior Bruto (PIB) de las economías de Alemania, España, Francia, Inglaterra y Italia. Por su parte, el Gráfico 2 expone los ingresos de las ligas deportivas profesionales que más dinero generan.

Gráfico 1. PIB de las economías de las cinco grandes ligas e ingresos de los clubes con más ingresos



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Deloitte (2010).

Gráfico 2. Ingresos de las diez principales ligas deportivas profesionales a nivel global

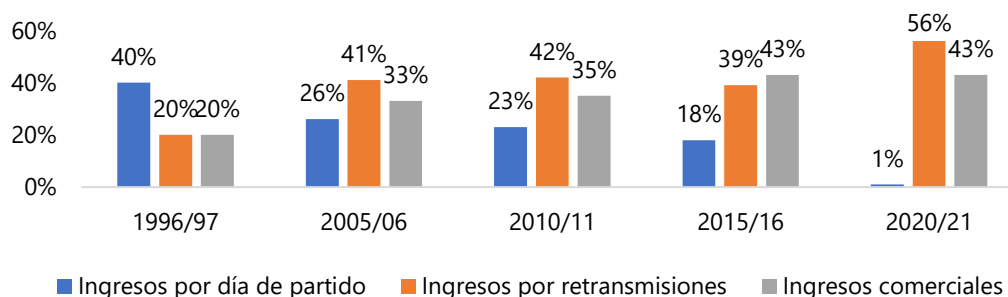


Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Sports Unfold (2023).

En la temporada 2008-2009, los derechos televisivos representaban ya la mayor fuente de ingresos para 14 de los 20 clubes europeos con mayores ingresos, aportando a los clubes el 42% de los ingresos totales (Deloitte, 2010). A día de hoy, tal ha sido su importancia que los ingresos comerciales y de retransmisión se han convertido en la principal fuente para la práctica totalidad de los equipos.

Es más, la supervivencia de muchos clubes durante la pandemia ha sido garantizada por este tipo de contratos. Como se puede observar en el siguiente gráfico, durante la temporada 2020-2021 los clubes han visto prácticamente eliminados sus ingresos por taquilla y actividades relacionadas. Esta situación ha sido dramática para una gran cantidad de ellos, y si no fuera por la recurrencia de estos ingresos (firmados en contratos con plazos que generalmente duran varios años), la cifra de clubes quebrados hubiera sido muy elevada.

Gráfico 3. Evolución de distribuciones de ingresos en algunas temporadas de los 20 clubes europeos con mayores ingresos



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Deloitte (2022).

II.2.2. La internacionalización

Otro aspecto característico del modelo económico contemporáneo de los clubes que se ha de tener en cuenta es su internacionalización. Actualmente, los equipos de fútbol son verdaderas multinacionales, cuya gestión es realizada por empresarios y equipos muy profesionalizados. Si antiguamente los fans de los equipos provenían principalmente de la localidad de los mismos, hoy en día los principales clubes europeos poseen seguidores en todas partes del mundo.

Esta internacionalización se debe a varias causas que se pueden apreciar muy bien en el caso del Manchester United. Este equipo a finales de siglo (i) firmó contratos millonarios con entidades como Vodafone con el fin de cederles un espacio para publicitarse en sus camisetas, (ii) llegó a acuerdos con organizaciones deportivas extranjeras como los New York Yankees (equipo de la *Major League Baseball*) y (iii) comenzó a llevar a cabo iniciativas solidarias de Responsabilidad Social Corporativa con organizaciones no gubernamentales como UNICEF (Ginesta Portet, 2011).

Aparte de estos, también es preciso mencionar otros dos factores: (iv) las giras de pretemporada y amistosos internacionales y (v) las actividades realizadas por las fundaciones de los equipos. Con respecto a las primeras, sirven para dar a conocer la imagen de marca del equipo o de la competición en países donde el fútbol es menos conocido. Si bien tradicionalmente estas giras han tenido lugar en Estados Unidos y posteriormente en Asia (Desbordes, 2006), actualmente se han extendido a África y Oriente Medio. Algunos ejemplos de estas iniciativas se encuentran en el establecimiento de Riad (Arabia Saudí) como sede para jugar la final de la Supercopa de España (Rico, 2022), la gira estadounidense que equipos como el FC Barcelona realizan todos los años

(FC Barcelona, 2022) o el amistoso entre el Paris Saint Germain y el Al Nassr celebrado en Arabia Saudí, que generó más de 10M€ para el club parisino (Schwarz, 2023).

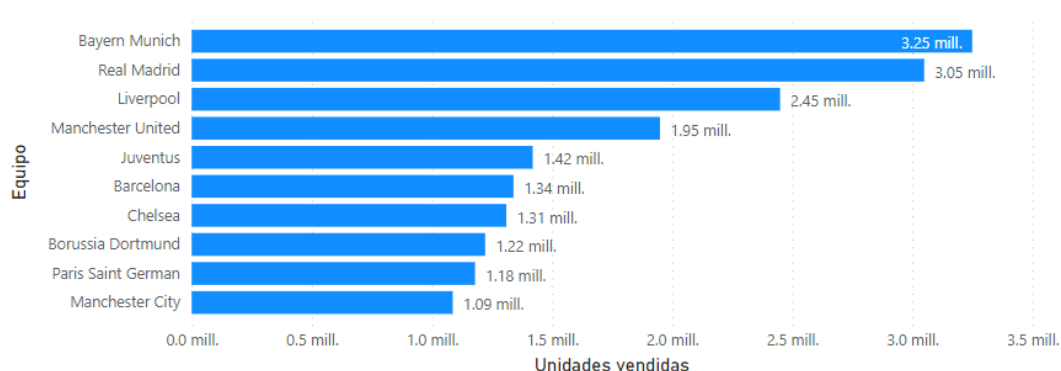
En conclusión, la internacionalización de los clubes no sólo trae causa de que haya sido invertidos por entidades extranjeras, sino que también estos otros factores han contribuido a su expansión global. Todas estas iniciativas refuerzan la ventaja competitiva de los equipos, que, como acertadamente expresa Martín Magdalena (2016), se basa en la lealtad del aficionado/consumidor.

II.2.3. El merchandising

En conexión con el párrafo anterior, otro método del que han hecho uso los clubes de fútbol para afianzar su base de fanáticos ha sido la producción y venta de *merchandising* oficial de productos del equipo. Para ello, son muchas las marcas que pretenden asociarse con los clubes para ser sus proveedores oficiales de muchos tipos de productos (Mayorga Escalada, 2021), debido a la visibilidad que les aporta.

Como en muchas otras industrias hoy en día, la marca representa el mayor activo que tienen los clubes de fútbol (Bauer *et al*, 2005). Como resultado de la internacionalización del fútbol, seguidores de todo el mundo buscan adquirir todo tipo de productos con el logo de su equipo favorito. Esto no sólo genera ingresos para el club, sino que produce una sensación de identificación y lealtad con el mismo por parte del consumidor. Este fenómeno ha provocado que los clubes adopten verdaderas estrategias de ventas, por ejemplo estableciendo canales de venta online, para poder servir las necesidades de sus clientes. De esta manera, los principales clubes europeos logran vender millones de camisetas cada año de forma sistemática.

Gráfico 4. Número de camisetas vendidas en 2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Statista (2022).

II.2.4. Caso de estudio: El Real Madrid

Para reflejar de un modo práctico y concreto este modelo económico, se propone como caso de estudio el Real Madrid. En primer lugar, con respecto a sus ingresos por derechos televisivos e ingresos comerciales, cabe exponer cómo han ido ganando peso en las últimas décadas. Se ha reducido paulatinamente el peso de los ingresos derivados del estadio para dar paso a una distribución más equilibrada entre las distintas fuentes, liderada por los ingresos comerciales. Esto ha provisto al club de gran estabilidad económica, mitigando la posible falta de ingresos derivada de resultados deportivos negativos (Real Madrid CF, 2022).

Gráfico 5. Distribución de ingresos en las temporadas 1999-2000 y 2021-2022



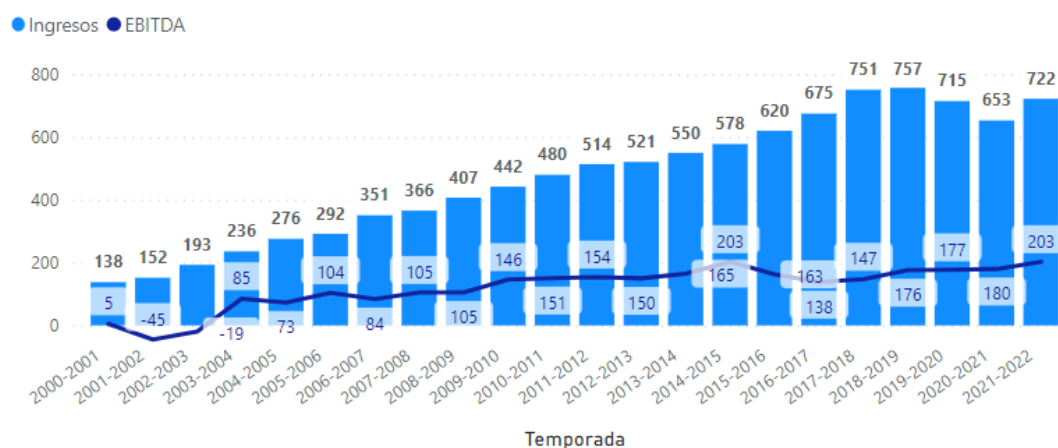
Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos del Real Madrid (2022).

En lo que a la internacionalización y *merchandising* se refiere, puede afirmarse que el Real Madrid ha aplicado los cinco factores expuestos *supra*. Por ejemplo, en 1982 el Real Madrid firmó un contrato con la marca de electrodomésticos Zanussi para mostrar su logo en las camisetas (Mundo Deportivo, 1982). Después de esta, otras marcas se han sucedido y en la actualidad es la aerolínea Fly Emirates la que patrocina las camisetas. Aparte de esto, la Fundación Real Madrid lleva a cabo numerosos proyectos caritativos en una gran cantidad de países del mundo².

² Véase la web de la Fundación Real Madrid (<https://www.realmadrid.com/sobre-el-real-madrid/fundacion/proyectos/area-internacional>)

Algunos ejemplos adicionales que ilustran perfectamente esta globalización pueden ser los partidos amistosos jugados por el Real Madrid en Dubái³ o la próxima apertura de un parque de ocio en esa misma ciudad⁴, así como las giras que realiza en América todos los veranos, habiendo llegado incluso a disputar un Clásico en Estados Unidos el pasado verano (De Marco, 2022). Todas estas iniciativas han llevado al Real Madrid a la vanguardia económica del fútbol, convirtiendo al club en una empresa muy rentable.

Gráfico 6. Evolución de ingresos y EBITDA del Real Madrid



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos del Real Madrid (2022).

II. 3. INSTITUCIONES DE GOBIERNO Y SUPERVISIÓN ECONÓMICA EN EL FÚTBOL

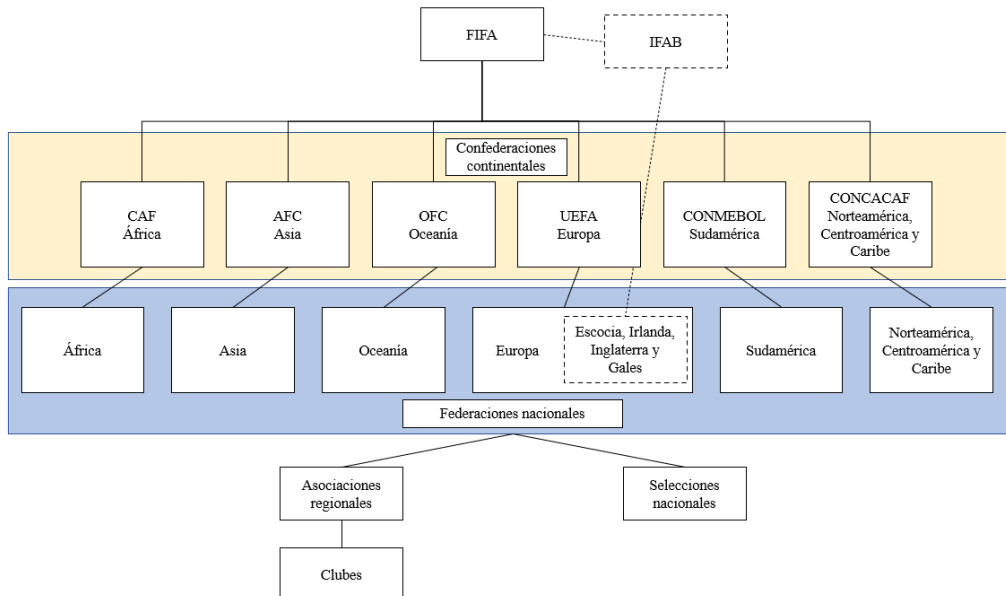
Paralelamente al proceso de mercantilización del fútbol, se fueron creando diversas instituciones con dos fines principales: establecer reglas comunes y estándares para la práctica del fútbol y la organización de encuentros de carácter internacional. A continuación, se realizará una breve exposición de las que tienen mayor relevancia en la actualidad, para así entender el reparto de competencias que se produce entre los distintos organismos supervisores. Hoy en día, el entorno de supervisión del fútbol profesional se

³ El Real Madrid, en diciembre de 2014, jugó contra el AC Milan un partido amistoso en la ciudad de Dubái (Europa Press, 2014).

⁴ A finales de 2023, está prevista la nueva apertura de un parque temático sobre el Real Madrid en Dubái, en virtud del acuerdo firmado por el club con la empresa Dubai Holding Entertainment (Palco23, 2022).

basa en tres niveles principalmente, los cuales se pueden apreciar en el siguiente Esquema 1:

*Esquema 1. Estructura global de administración del fútbol profesional*⁵



Fuente: Elaboración propia. Adaptación de Gatautis *et al* (2007).

II.3.1. Supervisión de ámbito global: la FIFA

En primer lugar, ha de hacerse referencia a la actividad llevada a cabo por la *Fédération Internationale de Football Association*, más conocida por sus siglas como FIFA. Creada en 1904, esta asociación es la encargada de gobernar las distintas federaciones nacionales. Además, organizan torneos tan conocidos como la Copa Mundial de la FIFA, que enfrenta a países de todo el mundo cada cuatro años.

Como se expresa en el artículo 2 de sus estatutos, la misión de la FIFA es mejorar el fútbol en todo el mundo, promoviendo su desarrollo y protegiendo su integridad, además

⁵ La International Football Association Board (IFAB) es una asociación formada por las asociaciones de fútbol de los países fundadores y la FIFA, responsable de la elaboración y modificación de las reglas de juego.

de otros como llevar a cabo torneos de carácter internacional o establecer reglas y normas para el juego (FIFA, 2018).

En materia económica, la FIFA posee un papel muy relevante en la supervisión tanto de clubes como de federaciones. Posee una estructura organizada en distintos comités, entre los que se encuentra el Comité de Finanzas, a través del cual la organización establece reglas y directrices para la gestión financiera de los clubes y federaciones, con el objetivo de garantizar la estabilidad económica del deporte a nivel mundial. Aparte de esto, la FIFA también supervisa los pagos de traspaso de jugadores y regula el funcionamiento del mercado de transferencias.

Por último, es interesante hacer referencia a la denominada “autonomía jurisdiccional” de la FIFA, que hace referencia a la capacidad de este organismo de crear sistemas normativos autónomos y vinculantes para los operadores del sector futbolístico, prescindiendo del alcance que pudieran tener otros regímenes (Espinosa Rada & Ortiz Ruiz, 2016). Esto, unido a la gran aceptación internacional de la que goza la institución provoca que la FIFA sea una institución muy poderosa en el control del fútbol.

II.3.2. Supervisión de ámbito continental: las confederaciones continentales

Sin embargo, la institución internacional más relevante en términos financieros para los clubes europeos es sin lugar a dudas la UEFA (*Union of European Football Associations*). Este organismo, surgido en 1954, es una asociación de asociaciones que aglutina a las 55 federaciones nacionales y tiene objetivos parecidos a la FIFA, pero se diferencia en su ámbito de actuación. Mientras que la FIFA es encargada de la supervisión a nivel mundial, la esfera de actuación de la UEFA se circunscribe a Europa. Cabe destacar que existen otras confederaciones continentales como la CONMEBOL, cuyo ámbito de competencias radica en Sudamérica, o la CONCACAF, que realiza lo propio en algunas zonas del Caribe, Norteamérica y Centroamérica.

Además, organiza torneos distintos a los de la UEFA, cuyo máximo es la Liga de Campeones (*Champions League*), junto con otros como la *Europa League*, la *Conference League* o la Supercopa de Europa. Esto provoca que, teniendo en cuenta los torneos organizados por la FIFA, estas dos instituciones posean la totalidad del control del fútbol moderno.

En el ámbito económico, la UEFA opera mediante un sistema de licencias, otorgadas a aquellos clubes que acreditan el cumplimiento de ciertos requisitos⁶ (UEFA, 2021). Por tanto, es la institución encargada tanto de administrar como de controlar los aspectos económicos del fútbol en Europa. Posee competencias relativas a diversos aspectos de índole deportiva y financiera, como la supervisión y aprobación de los presupuestos de todos los clubes europeos, organización y comercialización de las competiciones de la UEFA (mencionadas en el párrafo anterior) y distribución de los ingresos generados por dichas competiciones entre los clubes participantes. Además de estas competencias, la UEFA colabora estrechamente con las federaciones de cada país, así como con las autoridades gubernamentales con el fin de garantizar que el fútbol se gestiona de manera responsable y sostenible desde el punto de vista financiero.

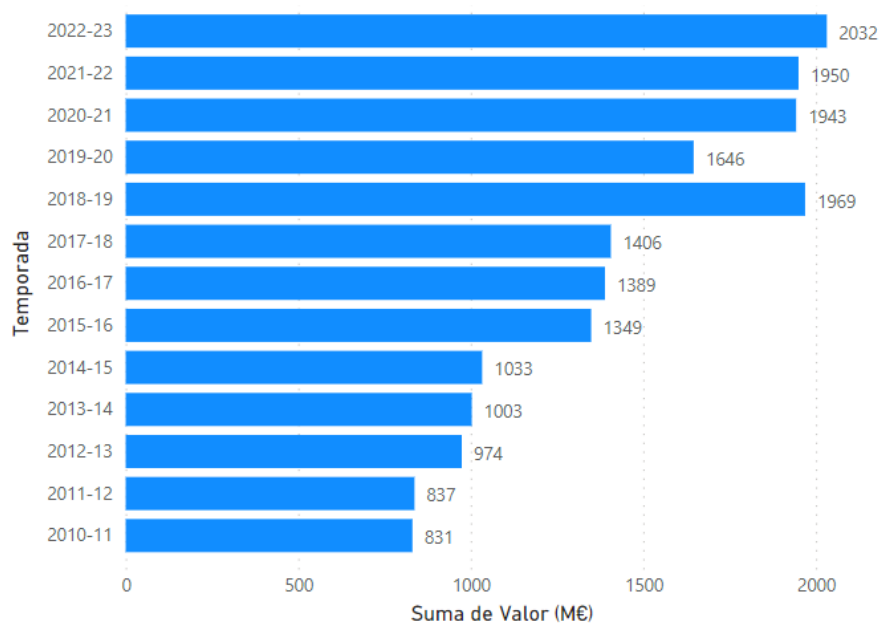
A este respecto, cabe destacar que los ingresos por competiciones pueden suponer una importante partida para los clubes europeos. Esto, a mi modo de ver, tiene dos repercusiones. Por un lado, es una muestra evidente de la mercantilización del fútbol mencionada *supra*, cuyas implicaciones en el modelo económico del fútbol actual se han analizado en el apartado 2 del presente capítulo. Por otro, también es un claro factor de motivación para que los clubes impulsen la consecución de objetivos deportivos, puesto que conforme un equipo avance más en el torneo, su premio suele ser mayor.

No obstante, no siempre se cumple esta regla, debido a las fórmulas de cálculo de las distribuciones de premios. Por ejemplo, en la temporada 2014-2015, la Juventus de Turín fue el equipo que más dinero obtuvo de la *Champions League*, si bien no ganó el torneo. Esto sucedió porque fue el único equipo italiano que pasó de la fase de grupos del torneo, y una parte de los ingresos distribuidos por la UEFA dependen del tamaño de mercado de los derechos televisivos de cada país (Burn-Murdoch, 2015).

Como se puede observar en el Gráfico 7, los premios obtenidos por los clubes tras la consecución de los torneos no han hecho más que aumentar en los últimos años:

⁶ Véase la actual redacción del artículo 7 bis, apartado 4 de los Estatutos de la UEFA.

Gráfico 7. Distribuciones de la UEFA a los clubes participantes de la Champions League



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de UEFA (2010-2022).

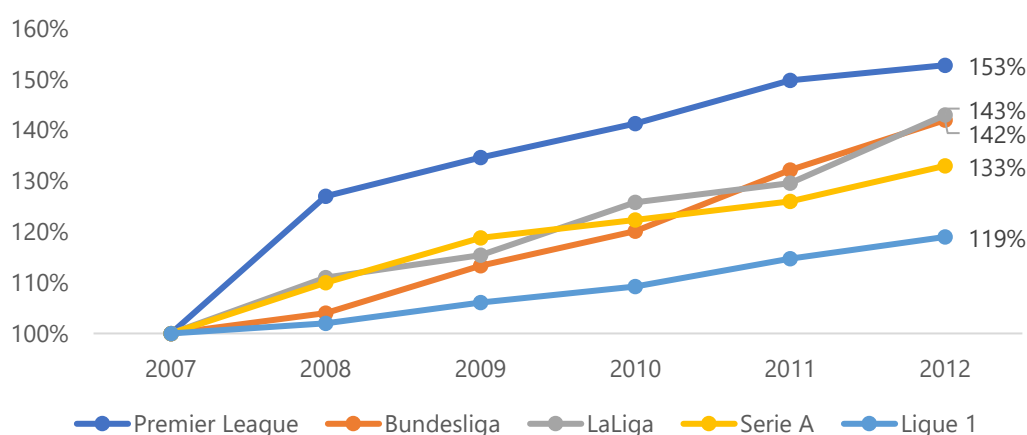
Para una mayor comprensión del entorno económico y la situación actual en la que se encuentra el fútbol, es muy conveniente tratar a continuación dos de los aspectos más polémicos que guardan relación con la UEFA: la regulación relativa al *fair play* financiero y la problemática Superliga Europea.

II.3.2.1. La normativa del fair play financiero

En la última década ha ganado una relevancia capital la normativa de la UEFA en lo relativo a la estabilidad financiera. Entre las competencias de la UEFA, destaca el establecimiento y supervisión de las reglas y límites económicos.

Al comienzo de este siglo, los problemas de financiación expuestos en el apartado II.1.1 de muchos clubes europeos persistían. Por un lado, los ingresos de estos clubes continuaban creciendo de manera sostenida.

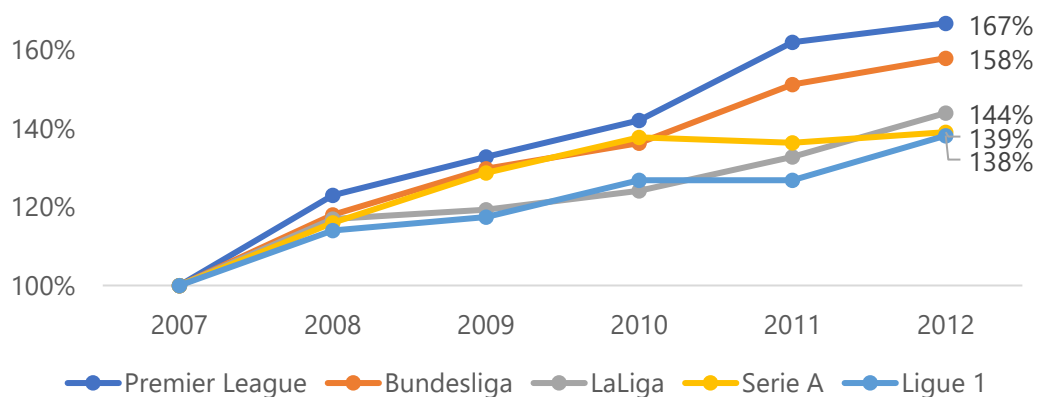
Gráfico 8. Crecimiento de ingresos de 2007-2012 en las cinco grandes ligas



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de UEFA (2012).

No obstante, los gastos habían aumentado enormemente, encontrándose muchos clubes en situación de gran endeudamiento. Esto provocaba que, para poder financiarse, los clubes tuvieran que solicitar grandes cantidades de sus benefactores o inversores (Müller *et al*, 2012). Concretamente, aumentaron en gran medida partidas como los salarios de los jugadores.

Gráfico 9. Crecimiento del gasto en salarios de 2007-2012 en las cinco grandes ligas



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de UEFA (2012).

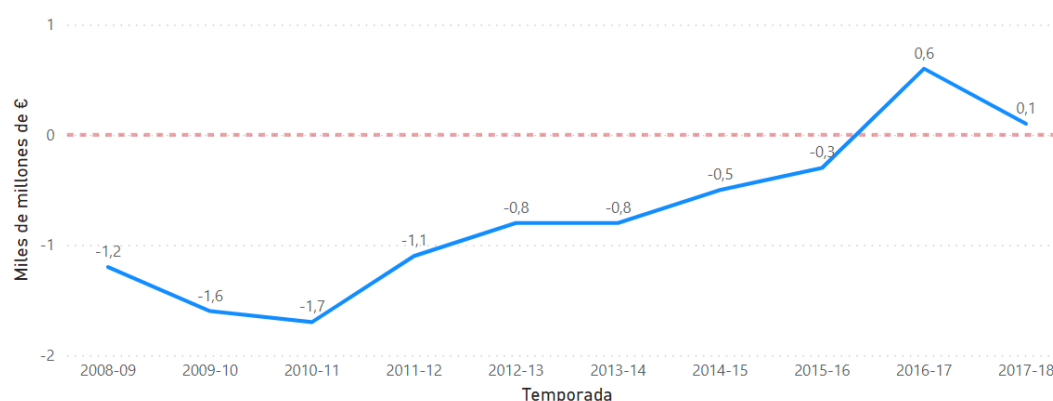
Como método para paliar esta desfavorable situación, la UEFA desarrolló un plan de acción que se implantó desde 2011, tras la publicación en 2010 del documento *UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations*. En su artículo 2, el documento fija diversas aspiraciones, entre las que destaca aumentar la transparencia y credibilidad de

las finanzas de los clubes, para que puedan operar en base a sus ingresos y no en base a endeudamientos desmedidos. A modo de resumen, el objetivo de esta normativa era prevenir que los equipos “vivieran por encima de sus posibilidades” Gilart González (2021).

Así, se introdujeron en el fútbol medidas que obligaron por primera vez a los clubes clasificados para competir en torneos organizados por la UEFA a satisfacer diversos requisitos, relativos a igualdad entre ingresos y gastos, inexistencia de deudas con las instituciones nacionales, jugadores y otros equipos, etc. Además, se establecieron distintos tipos de sanciones para los clubes que no se ajustaran a la nueva regulación, lo que provocó en varias ocasiones que equipos clasificados no pudiesen disputar competiciones UEFA. Un ejemplo de este caso sería el AC Milan, que por incumplir la normativa en cuestión desde 2014 a 2018 fue vetado de jugar competiciones europeas durante un año (EUROSPORT, 2019).

En los años siguientes, se ha podido observar como la situación financiera de la generalidad de los clubes mejoró notoriamente. Como se puede observar en el Gráfico 10, incluso la suma de los resultados de los clubes de las primeras divisiones se volvió positiva en las temporadas 2016-17 y 2017-18.

Gráfico 10. Evolución de resultados netos agregados en las primeras divisiones europeas (2008-2021)



Fuente: Elaboración propia. Adaptación de Football Benchmark (2022).

No obstante, esta buena dinámica fue dinamitada por la pandemia del Covid-19, que ha devuelto a los clubes a una situación financiera asfixiante. Las pérdidas durante los años fiscales de 2020 (3.093M€) y 2021 (4.702M€) han sido récord, superando con creces las pérdidas de 2010 y 2011.

Para concluir este apartado, cabe mencionar que los requisitos fijados por el *fair play* financiero han sido objeto de sucesivas precisiones y modificaciones. La última de ellas⁷, que entró en vigor a mediados del año pasado, incluyó nuevas medidas para hacer frente a la situación creada por el Covid-19. Estas medidas dan cierta flexibilidad a los clubes, permitiendo la acumulación de hasta 60M€ en pérdidas a lo largo de tres ejercicios consecutivos (el doble de lo permitido anteriormente). Sin embargo, fijan nuevos límites, como la imposibilidad de imputar más del 70% de los ingresos a la masa salarial (véase el art. 93.01 del documento) a partir de la temporada 2025-26 (Harris & Harnal, 2022).

II.3.2.2. *La Superliga Europea*

Por otro lado, es interesante hacer una breve referencia a otro aspecto importante a tener en cuenta: el intento de creación de la denominada Superliga Europea. En abril de 2021, varios clubes europeos líderes en sus ligas anunciaron públicamente la creación de una novedosa competición de carácter eminentemente cerrado entre 15 equipos con estatus de fundadores y 5 que se clasifican anualmente. (The Super League, 2021).

Las razones detrás de esta iniciativa eran variadas. En primer lugar, se buscaba una manera de reflotar el interés de la juventud en el fútbol, dado que en Europa la pasión por el fútbol entre los más jóvenes ha decrecido en los últimos años (dos de cada cinco jóvenes de 16 a 24 años expresa que odia o no le interesa este deporte, mientras que un 28% se declara fan o muy fan del mismo⁸). Como respuesta, se planteó un modelo con partidos entre los equipos más fuertes de las ligas nacionales con una frecuencia mucho mayor a la ofrecida por las competiciones de la UEFA, que previsiblemente generaría mayores ingresos. Esto, habida cuenta del contexto de recuperación postpandémica al tiempo del anuncio, era esencial para garantizar la viabilidad económica de los clubes europeos, cuyo endeudamiento es muy alto.

⁷ Estas medidas han sido publicadas en una nueva versión del documento *UEFA Club Licensing and Financial Sustainability Regulations*, disponible en: https://editorial.uefa.com/resources/0274-14dc03ef33b9-3e2caa872860-1000/20220408_club_licensing_and_financial_sustainability_regulations_2022-en.pdf

⁸ A este respecto, puede consultarse la información ofrecida por el informe *Fan of the Future: Defining Modern Football Fandom* (European Club Association, 2020).

Sin embargo, tras la publicación de esta información, surgieron innumerables críticas. Por un lado, los aficionados de equipos poco dominantes reclamaron que nunca iban poder ser testigos de ver a su equipo compitiendo contra los equipos europeos históricos, dada la dificultad de formar parte de los 5 clasificados que rotan cada temporada. Por otro, numerosos poderes públicos se mostraron en contra de este torneo, expresando que su creación obedecía a las intenciones particulares de los clubes inicialmente suscriptores, y que generaría una desigualdad tremenda entre unos y otros equipos (*Vid.* Rodríguez-Díaz, 2021).

A mi modo de ver, la Superliga es sin duda el resultado paradigmático del proceso de mercantilización del fútbol europeo. Es cierto que su fin último no es otro que la generación de beneficio económico para unos pocos clubes. Esto no es en absoluto positivo, ya que la pasión ocupa en el fútbol un lugar irremplazable. No obstante, no se ha de pasar por alto la necesidad del fútbol de pensar en nuevos modelos de negocio que no sólo atraigan y mantengan el interés de las generaciones venideras, sino que también permitan un aprovechamiento económico justo.

Parece que, por el momento, la iniciativa de la Superliga no tiene muchas opciones de salir adelante. En la fecha de realización del presente Trabajo, la Superliga se encuentra a la espera de que se dicte sentencia en un procedimiento ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE), la cual se prevé que será promulgada en la primavera de 2023 (IUSPORT, 2023). No obstante, se ha considerado adecuada su inclusión en este Trabajo, debido a que, en caso de llevarse a cabo, va a ser un factor esencial a tener en cuenta en la financiación, rentabilidad y estructura de capital de los clubes europeos.

II.3.3. Supervisión de ámbito nacional: las federaciones nacionales y otros organismos

Para cerrar este apartado, se ha de mencionar el tercer ámbito de control económico sobre los clubes de fútbol: el realizado a nivel nacional. En España, este control se realiza de manera tripartita a través de tres instituciones: la Real Federación Española de Fútbol (en adelante, RFEF), la Liga de Fútbol Profesional (en lo sucesivo, LFP) y el Consejo Superior de Deportes (conocido por sus siglas como CSD).

En primer lugar, la RFEF es una institución privada de utilidad pública que se encarga⁹ tanto de regular como de administrar todas las competiciones oficiales de fútbol que tienen lugar en España. Esto incluye tanto la Primera División como todas las inferiores. En materia económica, la RFEF se encarga de gestionar los ingresos por derechos de televisión y patrocinios de las competiciones que organiza, así como de distribuir estos ingresos entre los diferentes clubes participantes en función de su clasificación.

Por otro lado, la LFP es la institución responsable de gestionar de manera específica las dos primeras divisiones de fútbol profesional en nuestro país. Es decir, gestiona aquellas competiciones de carácter oficial que (i) son de ámbito nacional y (ii) se consideran profesionales. Entre sus competencias, cabe destacar su capacidad de negociar los derechos televisivos y patrocinios de los clubes de sus competiciones y de gestionar los ingresos derivados de estas fuentes. Además de esto, también tiene la potestad para los asuntos que tienen que ver con el taquillaje de los estadios, así como de aprobar los requisitos para que las sociedades o clubes puedan formar parte de sus competiciones (LaLiga, S.F).

Económicamente, los ingresos derivados de esta competición son menores que los de las competiciones UEFA. Por ejemplo, el caso del Real Madrid, que salió victorioso tanto de la *Champions League* como de la Liga la pasada temporada, se embolsó 134M€ (ESPN, 2023) por la primera, mientras que por ganar la Liga ingresó una cifra levemente superior a los 60M€ (Diario Marca, 2022).

En último lugar, el artículo 14 de la Ley 39/2022, de 30 de diciembre, del Deporte enuncia las competencias del CSD. Este organismo es responsable de dos materias principales: la regulación y el fomento del deporte en España. En el ámbito del fútbol, el CSD tiene diversas competencias, como la de mediación en los conflictos que se puedan dar entre los distintos agentes implicados en la gestión del fútbol español. Además, ha de supervisar cumplimiento de las normas y regulaciones del deporte en general. En términos

⁹ *Cfr.* Artículo 5 de la Resolución de 3 de agosto de 2022, de la Presidencia del Consejo Superior de Deportes, por la que se publican los Estatutos de la Real Federación Española de Fútbol (BOE 16 de agosto de 2022).

económicos, el CSD tiene un papel importante, sobre todo en la financiación de numerosas infraestructuras deportivas y en la promoción de la inversión en la industria deportiva.

II. 4. LA INVERSIÓN EN CLUBES DE FÚTBOL

II.4.1. Terminología: concepto de inversión. Rentabilidad y riesgo

En otro orden de cosas, es necesario fijar el marco teórico en el que nos encontramos en lo relativo al ámbito financiero, con el objetivo de valorar la posibilidad de que los clubes de fútbol sean objeto de inversión. Para ello, es procedente definir en primer lugar el concepto de inversión.

Como primera aproximación, podemos apoyarnos en lo expresado por Gitman y Joehnk (2009), quienes expresan que la inversión puede ser definida como cualquier tipo de instrumento “en el que se depositan fondos con la expectativa de que genere ingresos positivos y/o conserve o aumente su valor”. Por lo tanto, cualquier puesta a disposición de una cantidad cierta de dinero, con el fin de obtener un beneficio, entraría dentro del concepto de inversión.

Este beneficio suele denominarse mediante el uso de distintos términos, tales como rentabilidad, rendimiento, retribución o retorno, y se puede obtener de dos maneras principales. Por un lado, si el valor de la inversión realizada aumenta en una fecha posterior a la fecha de inversión inicial, se considera que la inversión ha obtenido una cierta rentabilidad, puesto que si se vendiese se generaría un beneficio para el vendedor. Por otro, la obtención de rentas o intereses de carácter periódico asociados a dicha inversión también se considera parte de su rentabilidad.

Otro aspecto fundamental a tener en cuenta es el del riesgo inherente a todo tipo de inversión, cuya cuantificación más simple suele proporcionarse mediante la volatilidad (Bodie, Kane, & Marcus, 2003). Tradicionalmente, la discusión de este concepto ha ido de la mano con la relativa a la rentabilidad. Esto se debe a que se ha venido entendiendo que cuando se realiza una inversión, asumir un mayor riesgo lleva consigo una recompensa superior. Sin embargo, desde la década de 1970, numerosos autores han puesto en cuestión esta premisa (Haugen & Heins, 1975). Aunque posteriormente este tema ha sido muy extensamente tratado, hoy en día no está demasiado claro cómo de directa es la relación entre rendimiento y volatilidad (Marín-Lozano Montón, 2016).

II.4.2. La inversión en el fútbol. Alternativas de financiación para los clubes

Habiendo precisado lo que supone realizar una inversión, procede ahora destacar el encaje de la inversión en el mundo del fútbol. Desde la Segunda Guerra Mundial, las retransmisiones de eventos deportivos y la popularización de las vacaciones pagadas provocaron una profunda globalización del fenómeno deportivo. Esto, en consecuencia, indudablemente ha supuesto un crecimiento del peso del deporte en el Producto Interior Bruto (PIB) de los países (Andreff, 2008). A modo de ejemplo, en el caso de España la industria del deporte supuso el 3,3% del PIB en 2018, alcanzando un volumen de 39.117M€ (PwC & Fundación España Activa, 2020).

Por tanto, podemos afirmar que el deporte ha sido objeto de una mercantilización muy similar a la llevada a cabo en el fútbol. Según se ha ido conformando su dimensión económica y empresarial a lo largo de estas últimas décadas, los equipos han aumentado sus necesidades de financiación, lo que les ha movido a aventurarse en los mercados financieros. De este modo, han sido muchos los inversores que han comenzado a prestar atención a esta industria como activo invertible.

Cuando una empresa necesita una infusión de capital, tiene dos opciones principales, que a su vez tienen numerosas variantes: (i) realizar una ampliación de capital o (ii) emitir instrumentos de deuda tales como bonos o préstamos. La primera vía consiste en una aportación de recursos propios, mientras que en la segunda esos recursos son ajenos (Domínguez Martínez, 2022).

Para la elaboración del presente trabajo, la fuente de financiación de mayor interés es indudablemente la primera. En este marco, una empresa puede recibir nuevas aportaciones de capital de dos maneras: acudiendo al mercado público o al mercado privado.

II.4.2.1. La financiación en el mercado público

Por un lado, la financiación en el mercado público supone un aumento de los recursos de carácter propio de una empresa, dando entrada de manera sencilla a un amplísimo grupo de inversores en la propiedad de la compañía. Generalmente, esta operación se realiza mediante una salida a Bolsa, denominada Oferta Pública Inicial (Ljungqvist, 2004). No obstante, se suele mencionar su denominación en inglés: *Initial Public Offering* (IPO). Si posteriormente tiene lugar otra ampliación de capital se denomina *Oferta Pública de*

Suscripción (OPS). De este modo, los nuevos inversores adquieren de la entidad emisora títulos creados al efecto (CNMV, S.F.). Posteriormente, estos valores son objeto de negocio en el mercado secundario.

Esta solución de capital ha sido una alternativa de financiación fundamental en el ámbito empresarial desde hace tiempo. Cabe destacar que los costes que supone son muy significativos, así como que las obligaciones de *reporting* (divulgación financiera) que se derivan para las compañías públicas son muy exigentes (Farinós & Sanchís, 2009).

Son diversas las razones que han llevado a los clubes a considerar la cotización en un mercado público. Ahondando en lo que puede suponer esa inyección de capital, autores como Cheffins (1998) han distinguido dos objetivos habituales. A largo plazo, la otorga la posibilidad de llevar a cabo una cierta expansión, permitiendo tanto la compra como la mejora de infraestructuras tales como el estadio. A corto plazo, permitía liquidez para no sólo comprar jugadores de mayor valor y así lograr mejores actuaciones en los partidos, lo que según otros autores resultaría en mayores beneficios financieros y comerciales (v.g. Dobson & Goddard (1998); Renneboog & Vanbrabant (2000); Andreff & Staudohar (2000)).

Si bien la opción de la salida a Bolsa como método de financiación ha sido adoptada por numerosísimas empresas de distintas industrias, éste no ha sido el caso de los equipos deportivos profesionales. Hoy en día, son muy pocas las entidades de esta índole que han acudido a los mercados bursátiles para financiarse. A primera vista, podría pensarse que esta es la tendencia únicamente en Europa, dado que los mercados bursátiles europeos están algo menos desarrollados que sus homólogos americanos, y que en Estados Unidos sí que se ha llevado al extremo esta comercialización del deporte. No obstante, curiosamente en Norteamérica el número de equipos cotizados ha sido incluso inferior al europeo (Oh, 2019). Algunos estudios, como el de Hubman (2011), evalúan la rentabilidad de algunos de estos equipos americanos.

A continuación, merece la pena hacer una referencia más concreta a esta evolución. En primer lugar, cabe destacar que a finales del siglo pasado comenzaron a cotizar numerosos equipos, con el Tottenham Hotspur como primer precedente en 1983. En la década de los 90, esta cifra aumentaría de manera significativa hasta principios de siglo, encontrando que diez de los veinte equipos de la liga inglesa cotizaban en mercado público. En otras ligas europeas, el número de equipos cotizados era notoriamente inferior, si bien en otras

ligas cotizaban tres de los equipos más relevantes a nivel deportivo (Barajas & Ángel, 2002). Por ejemplo, en enero de 2002, cotizaban en la Borsa Italiana la A.S. Roma, la S.S. Lazio y la Juventus FC de Turín.

En la actualidad, el número de equipos en el mercado público ha descendido de manera notoria en comparación con esas cifras. Si bien clubes como la Juventus, el Manchester United o el Borussia Dortmund cotizan todavía, hemos sido testigos de la gran cantidad de clubes que han visto sus acciones deslistadas. Por ejemplo, en abril de 2023 el único equipo que continúa en Bolsa de la Premier League es el Manchester United, habiendo sido excluidos de cotización más de 15 equipos ingleses desde el año 2000.

Gráfico 11. Número de componentes del índice Stoxx Europe Football¹⁰



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Oh (2019).

Merece la pena detenerse en la información aportada por la tabla anterior. Hace referencia al índice *Stoxx Europe Football*, que incluía las acciones de los clubes cotizados europeos. En ella, se muestra perfectamente el progresivo aumento de valor de los clubes de fútbol europeos (medido mediante la capitalización bursátil), pese a que el número de clubes cotizados ha descendido en los últimos años.

¹⁰ Nota: Los datos de capitalización bursátil del año 2019 son a fecha de 3 de mayo. Con respecto al resto de años, son a fecha de 31 de diciembre.

Esto último, como expresan Aglietta *et al* (2010), se debe tanto a malos resultados en la cotización como a inversiones privadas que han vuelto a privatizar los clubes¹¹. Dada la importancia de este tipo de inversiones en el fútbol actual, es interesante tratarlas en un apartado específico.

II.4.2.2. *La financiación en el mercado privado*

Por otro lado, se ha de mencionar la posibilidad de financiación mediante capital privado. Este término hace referencia simplemente a aquellas inversiones que no son de carácter público, realizadas generalmente a través de fondos (Preqin, S.F.).

a) Origen y evolución

En primer lugar, el fútbol fue testigo de numerosos empresarios que comenzaron a aventurarse en la dirección de los clubes de fútbol, profesionalizando su gestión financiera, mejorando los resultados financieros y movilizándolo capital para crecer (Andreff & Staudohar, 2000). Esto provocó que posteriormente, de manera similar a lo producido en el entorno del mercado público, en la última década del siglo pasado inversores extranjeros comenzasen a interesarse por los equipos de fútbol como opción de inversión (Breuer & Rohde, 2016). A principios de siglo, tuvo lugar una verdadera fiebre inversora, especialmente en la *Premier League*, que implicó la adquisición de una gran cantidad de clubes por parte de inversores americanos, rusos y de Oriente Medio (Bonnal *et al*, 2016), que solían ser individuos muy acaudalados.

Cabe plantearse cuáles fueron los motivos que les llevaron a verse atraídos por el sector. Desde el punto de vista de los inversores, tradicionalmente se ha considerado que los clubes europeos han priorizado los objetivos económicos sobre los objetivos deportivos (García del Barrio & Szymanski, 2009). Si se sigue esta corriente, se asume que una inversión en un equipo de fútbol no se realiza con el ánimo de obtener un beneficio económico (Emrich *et al*, 2021). Por lo tanto, algunas razones se pueden encontrar en la irracionalidad de invertir en un equipo con el que con carácter previo a la inversión ya se

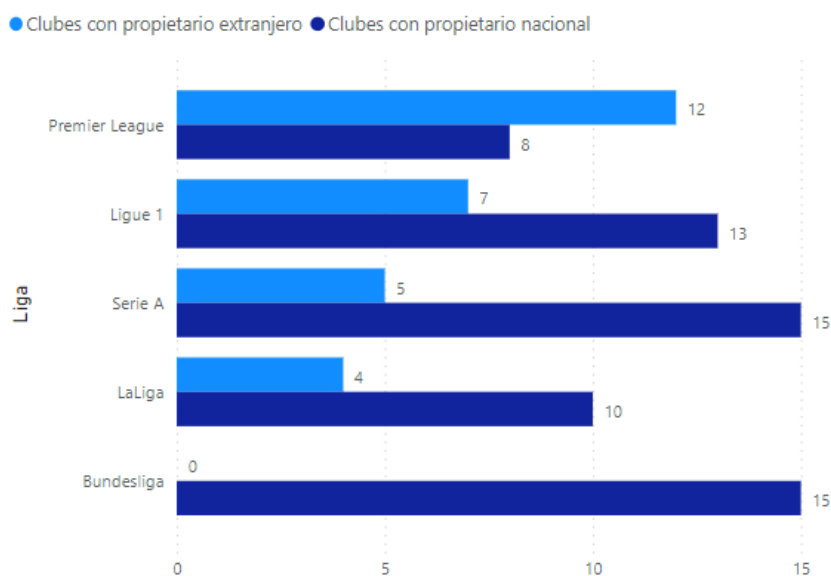
¹¹ Este tipo de transacciones se denominan *public-to-private* (P2P), puesto que implican la adquisición por parte de un inversor privado de las acciones de una compañía pública para excluirla de la cotización.

tenía un vínculo emocional, o el logro de cierta aceptación social o política (Franck, 2010).

A este respecto, se han de tener en cuenta las profundas diferencias existente entre este tipo de inversores (denominados dueños de franquicias) y los inversores de tipo institucional (Browndorf, 2021), cuya entrada ha surgido algo más tarde. Mientras los primeros entran en la inversión por tiempo indefinido, con la intención de hacer crecer el valor de la franquicia y venderlo a otro individuo o incluso que sea objeto de herencia para sus hijos, los segundos lo hacen por un periodo determinado para generar retornos a sus inversores (*limited partners*) cuando vendan su participación (*Ibid.*).

Desde la entrada de ambos tipos de inversores en el fútbol, esta actividad no ha hecho más que crecer, transformando a la gran mayoría de equipos actuales de asociaciones deportivas a empresas eminentemente capitalistas. En 2018, ya se puede apreciar (como indica el Gráfico 12) una existencia importante de inversores extranjeros en las cinco grandes ligas, claramente liderados por la *Premier League*.

Gráfico 12. Propiedad de los clubes de las cinco grandes ligas en función del origen propietario



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de UEFA (2018).

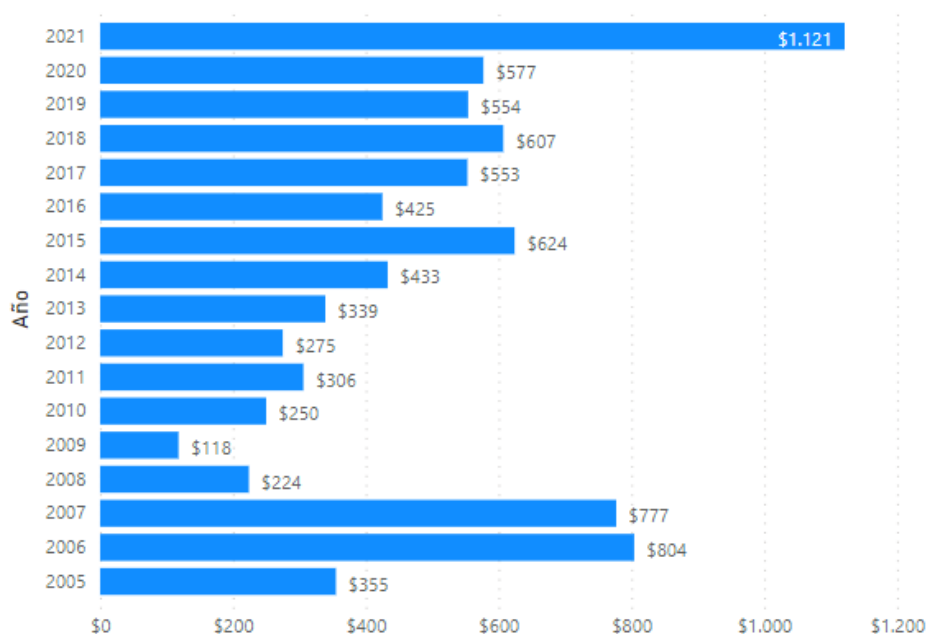
b) La inversión institucional y el auge del capital riesgo

Con respecto a la inversión de tipo institucional, que es la más relevante para la realización de este Trabajo, cabe destacar que en el ámbito del fútbol ha sido llevada a cabo por medio de distintos instrumentos. Dentro del capital privado podemos encontrar

muchísimas vertientes en función del activo objeto de inversión, existiendo fondos de inversión libre o cobertura (*hedge funds*), fondos de deuda (*private debt funds*), fondos de capital riesgo (*private equity*), fondos inmobiliarios (*Real Estate funds*), de infraestructuras, etc. Un ejemplo de esto lo encontramos en el fondo Elliott Advisors, que adquirió el control del equipo italiano AC Milan cuando los propietarios anteriores no fueron capaces de afrontar los pagos de la deuda que Elliott les había suministrado (Reuters, 2018).

De todas esas ramas se ha de destacar la importancia actual del capital riesgo, en especial tras lo acontecido durante la pandemia del coronavirus. Desde que se comenzó a hablar de recuperación postpandémica a partir de finales de 2020, se ha producido un *boom* de actividad en el mercado de inversión de fondos de *private equity* a nivel global, que en 2021 batió todos los récords previos no sólo en cuanto a volumen sino también en cuanto a valor de las operaciones realizadas.

Gráfico 13. Valor global de operaciones apalancadas de 2005-2021 (\$ en miles de millones)



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Bain & Company (2022).

En el fútbol en concreto, han tenido lugar muchísimas transacciones que han implicado o bien el cambio de propiedad de estos o inversiones minoritarias por parte de entidades profesionales de este ámbito que han aportado capital adicional para el crecimiento y expansión del club. Algunas de las que merece la pena destacar de entre las ejecutadas en las cinco grandes ligas son las que muestra la Tabla 1:

Tabla 1. Algunas transacciones relevantes de clubes en las cinco grandes ligas europeas

| Objetivo | Comprador | Fecha de anuncio de la transacción | Status de la transacción | Tipo de transacción | País |
|--|---|------------------------------------|--------------------------|---------------------------|-------------|
| Getafe Club de Fútbol SAD | Group Sport Ltd. | 23-nov-2022 | Pendiente | Adquisición / Fusión | España |
| Hertha BSC GmbH & Co. KGaA | 777 Partners LLC | 23-nov-2022 | Completada | Participación mayoritaria | Alemania |
| Olympique Lyonnais Groupe | Eagle Football Holdings LLC | 21-jun-2022 | Completada | Participación mayoritaria | Francia |
| Associazione Calcio Milan SpA | Yankee Global Enterprises LLC RedBird Capital Partners | 01-jun-2022 | Completada | Adquisición / Fusión | Italia |
| CHELSEA FC PLC | Clearlake Capital Group LP | 06-may-2022 | Completada | Adquisición / Fusión | Reino Unido |
| Southampton Football Club Ltd. | Sport Republic Ltd. | 04-ene-2022 | Completada | Participación mayoritaria | Reino Unido |
| Wigan Athletic Football Club & FL Interactive Ltd. | Phoenix 2021 Ltd. | 15-mar-2021 | Completada | Adquisición / Fusión | Reino Unido |
| The Sunderland Association Football Club Ltd. | The Sunderland Association Football Club Ltd. /Platek/ | 22-sep-2020 | Completada | Adquisición / Fusión | Reino Unido |
| Toulouse Football Club SA | RedBird Capital Partners LLC | 20-jul-2020 | Completada | Participación mayoritaria | Francia |
| Football Club des Girondins de Bordeaux SASP | Football Club Des Girondins De Bordeaux Sasp /Fieviet/ | 19-feb-2020 | Pendiente | Adquisición / Fusión | Francia |

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de FactSet (2023).

Además de las transacciones que involucran de manera directa a los clubes, tal ha sido el deseo de los inversores de entrar en el sector que han buscado otras maneras de invertir su capital en el fútbol. En este sentido, también merece la pena mencionar otros tipos de transacciones que han tenido lugar, como la inversión de fondos en derechos televisivos, ligas o derechos relacionados con negocios llevados a cabo en los estadios.

Tabla 2. Algunas transacciones relevantes de otros tipos de inversión en las cinco grandes ligas europeas

| Vendedor | Comprador | Fecha de anuncio de la transacción | Tipo de transacción | País |
|----------------|-----------------------|------------------------------------|---|---------|
| FC Barcelona | Sixth Street Partners | 22-jul-2022 | Venta de derechos televisivos | España |
| Real Madrid CF | Sixth Street Partners | 19-may-2022 | Venta de derechos de explotación del Nuevo Bernabéu | España |
| Ligue 1 | CVC Capital Partners | 24-mar-2022 | Venta de derechos televisivos | Francia |
| LaLiga | CVC Capital Partners | 04-ago-2021 | Venta de derechos televisivos | España |

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de PE Hub Europe (McGlashan, 2022).

No obstante, esta tendencia no sólo se aprecia en el fútbol, sino que también ha tenido un gran impacto en otras disciplinas del deporte. En Estados Unidos se han adoptado decisiones encaminadas a favorecer la inversión en este campo. Ligas como la *National Basketball Association* (NBA), la *National Hockey League* (NHL), la *Major League Baseball* (MLB) o la *Major League Soccer* (MLS) comenzaron en 2021 a permitir la

inversión de fondos de capital riesgo en sus equipos. La NBA ha ido incluso más allá, permitiendo asimismo la inversión por parte de fondos soberanos (Puccio, 2022).

Además del baloncesto, en otros deportes ya se han observado transacciones de gran tamaño con fondos como protagonistas. Algunos ejemplos de esto son la venta del equipo de béisbol New York Mets al gestor de fondos Steven Cohen por 2.400M\$ (Fontanella-Khan *et al* , 2020) o la compra del equipo de Fórmula 1 Williams Racing por parte del fondo americano de *private equity* Dorilton Capital, por la cantidad de 136M£ (Private Equity Insights, 2020).

Previsiblemente, estas decisiones empujarán a que las competiciones deportivas en general sigan una tendencia similar a la llevada a cabo en los clubes de fútbol europeos, dando entrada de manera progresiva a inversores extranjeros.

Vista la importancia de estas transacciones en la actualidad, es relevante estudiar cuáles son las razones detrás del auge de este tipo de capital privado tras la situación creada por la pandemia. Por un lado, desde el punto de vista de los clubes, es indudable que la pandemia ha acelerado enormemente sus necesidades de financiación, puesto que se han visto reducidos de manera drástica sus ingresos por taquillaje. Esto les ha llevado a tener que buscar socios estratégicos para poder mantener los ratios exigidos por las normas de *fair play* financiero de la UEFA expuestas *supra*.

Desde la perspectiva de los fondos, la respuesta obedece a diversas causas. Por un lado, la industria del fútbol cuenta con las dinámicas que busca el capital riesgo a la hora de realizar una inversión. Esto se debe a varios factores: (i) sus ingresos son relativamente recurrentes (salvo los ingresos por competiciones, que dependen de la posición en que queda el equipo, los ingresos por derechos televisivos, taquillaje y patrocinios son bastante previsibles) y han crecido de manera continuada en las últimas décadas, (ii) no es una industria muy dependiente de los ciclos económicos, (iii) no exige excesivos esfuerzos de investigación y desarrollo, (iv) la pandemia ha permitido a los inversores conseguir precios muy atractivos y (v) existen numerosos clubes susceptibles de una mayor mercantilización y eficiencia en la gestión (*Cfr.* UEFA, 2021).

II.4.3. Posibilidades de inversión en clubes de fútbol desde la perspectiva del inversor minorista en la actualidad

Por otra parte, y en línea con el apartado anterior, es preciso delimitar cuáles son las posibilidades que puede tener un inversor minorista o particular si desea realizar una inversión relacionada con el fútbol. En la actualidad, estas opciones se reducen a tres principalmente.

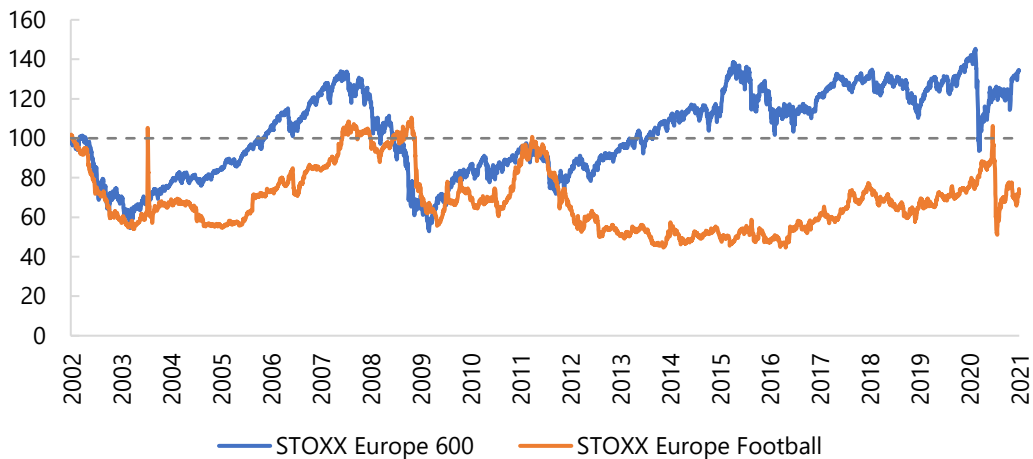
En primer lugar, de manera evidente y como se ha desarrollado, encontramos la alternativa de inversión directa en los clubes de fútbol (como el Manchester United, la Juventus FC o el Borussia Dortmund) que cotizan en Bolsa, por medio de un bróker autorizado. Con la evolución de las tecnologías, cualquier persona con un dispositivo móvil puede realizar inversiones desde su dispositivo a través de la enorme cantidad de brókers disponibles online.

A fecha de febrero de 2023, existen 21 clubes cotizados en los países del entorno UEFA, que conforman el 3% del total de los clubes europeos (UEFA, 2021). A este respecto, se han de tener en cuenta los numerosos factores que pueden afectar a que los precios de la acción fluctúen, tales como los resultados deportivos, títulos, fichajes de jugadores o la gestión económico-financiera de los clubes (Admirals, 2023).

En segundo lugar, es posible realizar una inversión por medio un índice que incluya a diversos clubes de fútbol *ad hoc*. Es decir, mediante la creación de un índice específico que siga el valor de cotización de las acciones de distintos clubes de fútbol. Desde 2002, existía un índice denominado *Stoxx Europe Football*, entre cuyos componentes se encontraban numerosos clubes de fútbol de Europa o alrededores (por ejemplo, Turquía) cotizados en mercados de valores. No obstante, en agosto de 2020, Stoxx decidió no continuar siguiéndolo debido a su elevada volatilidad (Stoxx, 2020).

Si bien la evolución de la cantidad de clubes que conforman este índice se ha analizado en el apartado anterior, cabe plantearse qué retornos hubiera obtenido un inversor si hubiese invertido desde su creación hasta su discontinuidad.

Gráfico 14. Evolución histórica del *Stoxx Europe Football* frente al *Stoxx Europe 600*¹²



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de FactSet (2023).

- En el caso de que un inversor hubiese invertido una cierta cantidad el 1 de enero de 2002 en el *Stoxx Europe 600*, a fecha de 31 de diciembre de 2020 habría obtenido un retorno del 33,58%.
- No obstante, si hubiese invertido en el índice *Stoxx Europe Football* en la misma fecha, el valor de su inversión se habría deteriorado, reduciéndose hasta un 71,47% del capital depositado inicialmente.

Por último, la tercera opción de inversión en la industria del fútbol se puede considerar una suerte de “cajón de sastre”. Se basa en invertir en otras empresas o activos que, no siendo equipos de fútbol, estén íntimamente relacionados con este deporte. La lista de posibles inversiones que se pueden encontrar aquí son numerosísimas. Algunos ejemplos de esto pueden ser la inversión en patrocinadores de clubes de fútbol, compañías de apuestas deportivas o incluso fondos cotizados de capital riesgo que hayan invertido en equipos de fútbol.

Además, es posible comprar coleccionables de tipo NFT de jugadores profesionales. Los *Non-Fungible Tokens* (NFT) son activos de carácter digital que pueden tener muchos

¹² Este índice sigue la evolución de las 600 compañías europeas con mayor capitalización bursátil.

formatos, tales como arte, música, imágenes o vídeos. Básicamente son *tokens* que, por medio de la tecnología *blockchain* permiten hacer única la propiedad de un activo específico.

CAPÍTULO III. ESTUDIO DE LA INVERSIÓN TRAS LA PANDEMIA EN LOS EQUIPOS COTIZADOS DE LAS LIGAS EUROPEAS

III. 1. SELECCIÓN DE LA MUESTRA, OBJETIVOS Y VISUALIZACIONES A MOSTRAR

Habiendo enunciado el marco teórico aplicable a la inversión en los clubes de fútbol en la actualidad, procede ahora comenzar la parte relativa al análisis. Para desarrollar esta sección, como se ha expuesto en el apartado 1.3, se ha utilizado código del lenguaje de programación Python, cuyo desarrollo se puede encontrar en el enlace a pie de página¹³.

Se ha dividido el análisis en tres partes principales, en función de los clubes utilizados en la muestra para cada uno. A continuación, se detallarán las condiciones de selección de la muestra para cada parte del análisis, así como los datos y visualizaciones concretos que se pretenden obtener.

III.1.1. Primera parte. Equipos cotizados de las cinco grandes ligas europeas

Una gran parte de este capítulo de análisis lo conforma este primer apartado, referido al análisis y visualización de los aspectos más relevantes de los equipos cotizados de las cinco grandes ligas europeas.

Para su realización, lo primero que se ha llevado a cabo ha sido la selección de la muestra. Con respecto esto, se ha decidido seleccionar a aquellos clubes que cumplan una serie de condiciones:

- Que hayan estado cotizados en un mercado público regulado en la totalidad de la duración del periodo 1 de enero de 2020 a 14 de abril de 2023.
- Que en la fecha de 14 de abril de 2023 pertenezcan a la primera división de alguna de las cinco grandes ligas de fútbol profesional europeo (Premier League, LaLiga, Bundesliga, Serie A o Ligue 1) y que no hayan sido relegadas a la segunda

¹³ Código disponible en:

<https://colab.research.google.com/drive/1XB2S1mrhvhlgKZfPPDjQtH-jD1oZbEb?usp=sharing>

división de sus respectivas ligas en ningún momento desde el 1 de enero de 2020 al 14 de abril de 2023.

De esta manera, el conjunto de clubes que serán objeto de análisis es el que se muestra en la siguiente tabla. A este respecto, cabe realizar un par de precisiones. En primer lugar, cabe destacar que en septiembre de 2022 se produjo la salida de Bolsa del equipo AS Roma, por lo que se ha decidido excluirlo del análisis. Por otro lado, cabe destacar que el tamaño de la muestra es muy pequeño ($n=5$), existiendo únicamente uno o dos equipos a evaluar en cada Liga. En consecuencia, los análisis se verán muy afectados por factores inherentes a cada equipo, por lo que la capacidad de extracción de conclusiones se puede ver limitada.

Tabla 3. Clubes seleccionados para la muestra de la primera parte del análisis

| Nombre del club | País | Ticker de Yahoo Finance | Ticker de Yahoo Finance del índice principal en el país | Año de comienzo de cotización |
|--|------------|-------------------------|---|-------------------------------|
| Borussia Dortmund Gmch & Co KGaA | Alemania | BVB.DE | FTSEMIB.MI (FTSE MIB) | 2000 |
| Juventus Football Club S.p.A. | Italia | JUVE.MI | FTSEMIB.MI (FTSE MIB) | 2001 |
| Manchester United PLC | Inglaterra | MANU | SPY (S&P 500) | 2012 |
| OL Groupe SA (Olympique Lyonnais F.C.) | Francia | OLG.PA | ^FCHI (CAC 40) | 2007 |
| Societa Sportiva Lazio S.p.A. | Italia | SSL.MI | ^GDAXI (DAX 30) | 1998 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Oh (2019) y Yahoo Finance (2023).

En esta parte se llevará a cabo un estudio pormenorizado de los aspectos bursátiles más importantes de estos cinco equipos. El orden de análisis que se llevará a cabo en base a esta muestra busca alcanzar los siguientes objetivos:

- Observar cómo ha evolucionado su cotización desde el periodo inmediatamente anterior a la pandemia (desde el 1 de enero de 2020).
- Calcular si este tipo de inversiones generan tanto retornos como dividendos para los inversores, o si por el contrario no son una inversión adecuada si lo que se pretende es obtener rentabilidad.
- Comparar métricas que evalúan la volatilidad, rentabilidad y correlación de la inversión en estos equipos, destacando si alguno de ellos ofrece una rentabilidad superior a los demás.
- Evaluar si la volatilidad de un índice creado *ad hoc* denominado “LIGASTOPEUROPA” que monitorice la evolución de estos equipos cotizados de las cinco grandes ligas europeas es inferior a las de los clubes de manera

individual. De esta manera, se considerará si es una alternativa más recomendable que la inversión directa en acciones de un solo equipo.

III.1.2. Segunda parte. Comparación de los equipos de las cinco grandes ligas vs equipos de otras ligas europeos menos relevantes

Por otra parte, se contrastará el rendimiento de los equipos vistos en la parte anterior contra otra serie de equipos europeos cotizados que no pertenecen a ninguna de estas cinco grandes ligas.

Para seleccionar la muestra de clubes que se estudiarán en esta parte, se fijan asimismo una serie de condiciones:

- Que hayan estado cotizados en un mercado público regulado en la totalidad de la duración del periodo 1 de enero de 2020 a 14 de abril de 2023.
- Que en la fecha de 14 de abril de 2023 no pertenezcan a las cinco grandes ligas de fútbol profesional europeo.
- Que a fecha de 14 de abril de 2023 pertenezcan a la primera división de cualquier otra liga europea y que no hayan sido relegadas a la segunda división de sus respectivas ligas en ningún momento desde el 1 de enero de 2020 al 14 de abril de 2023
- Que se puedan obtener los datos de sus acciones mediante Yahoo Finance.

En base a estos requisitos, la muestra de equipos queda conformada como se muestra en la Tabla 4. Es importante señalar que esta muestra es sensiblemente más grande que la utilizada para la parte anterior (n=15), lo cual proporcionará un marco de referencia adecuado para comparar nuestro análisis de los equipos de las cinco grandes ligas frente al resto de equipos europeos.

Tabla 4. Clubes seleccionados para la muestra de la segunda parte del análisis

| Nombre del club | País | Ticker de Yahoo Finance | Año de comienzo de cotización |
|---|--------------|-------------------------|-------------------------------|
| Aalborg Boldspilklub AS | Dinamarca | AAB.CO | 1998 |
| AFC Ajax N.V. | Países Bajos | AJAX.AS | 1998 |
| AGF AS | Dinamarca | AGF-B.CO | 2004 |
| Besiktas Futbol Yatirimlari Sanayi ve Ticaret AS | Turquía | BJKAS.IS | 2002 |
| Broendbyernes IF Fodbold AS | Dinamarca | BYXB.F | 1990 |
| Celtic PLC | Escocia | CCPC.L | 1995 |
| Fenerbahce Futbol AS | Turquía | FENER.IS | 2004 |
| Futebol Clube Do Porto | Portugal | FCP.LS | 1998 |
| Galatasaray Sportif Sinai ve Ticari Yatirimlar AS | Turquía | GSRAY.IS | 2002 |
| Parken Sport & Entertainment A/S (F.C. Copenhagen) | Dinamarca | PARKEN.CO | 1997 |
| Silkeborg IF Invest AS | Dinamarca | SIF.CO | 1991 |
| Sport Lisboa e Benfica-Futebol SAD | Portugal | SLBEN.LS | 2007 |
| Sporting Clube de Braga - Futebol SAD | Portugal | SCB.LS | 2004 |
| Sporting Clube De Portugal - Futebol SAD | Portugal | SCP.LS | 1998 |
| Trabzonspor Sportif Yatirim ve Futbol Isletmeciligi TAS | Turquía | TSPOR.IS | 2005 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Oh (2019) y Yahoo Finance (2023).

En este sentido, el objetivo de esta segunda parte radica en la confrontación del rendimiento de este índice creado *ad hoc* (“LIGASTOPEUROPA”) frente a otro índice (que también será creado a propósito) que incluya al resto de equipos cotizados del entorno europeo, denominado “LIGASRESTOEUROPA”.

De esta manera, se analizará cuál es una mejor oportunidad de inversión en el contexto postpandémico: invertir en un club maduro de las cinco grandes ligas o invertir en un club de una liga más pequeña pero con mayores expectativas de crecimiento.

III.1.3. Tercera parte. Examen de la falta de equipos cotizados de LaLiga y el caso del CF Intercity

Para la realización de esta tercera parte, no es necesario realizar ninguna tarea de muestreo, puesto que a fecha de 14 de abril de 2023 no existe ningún club de fútbol español de Primera o Segunda División que se encuentre cotizado. En esta parte, se explicarán en primer lugar las causas de este fenómeno, puesto que es muy llamativo que la española sea la única de las cinco grandes ligas en las que esto sucede.

No obstante, en 2021 comenzó a cotizar en bolsa el equipo alicantino CF Intercity. Dada la singularidad de este caso, se examinarán las mismas métricas expuestas para los clubes de las cinco grandes ligas, para así evaluar la evolución de su cotización, sus retornos y su volatilidad a partir de la fecha de comienzo de cotización (1 de noviembre de 2021).

El objetivo último de este análisis se basará en examinar si el desempeño del CF Intercity en los mercados de capitales ha sido adecuado, para valorar su posible aplicación a otros equipos españoles.

Tabla 5. Club seleccionado para la muestra de la tercera parte del análisis

| Nombre del club | País | Ticker de Yahoo Finance | Año de comienzo de cotización |
|------------------------------|--------|-------------------------|-------------------------------|
| Club de Fútbol Intercity SAD | España | CITY.MC | 2021 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance.

III. 2. DESARROLLO DEL ANÁLISIS

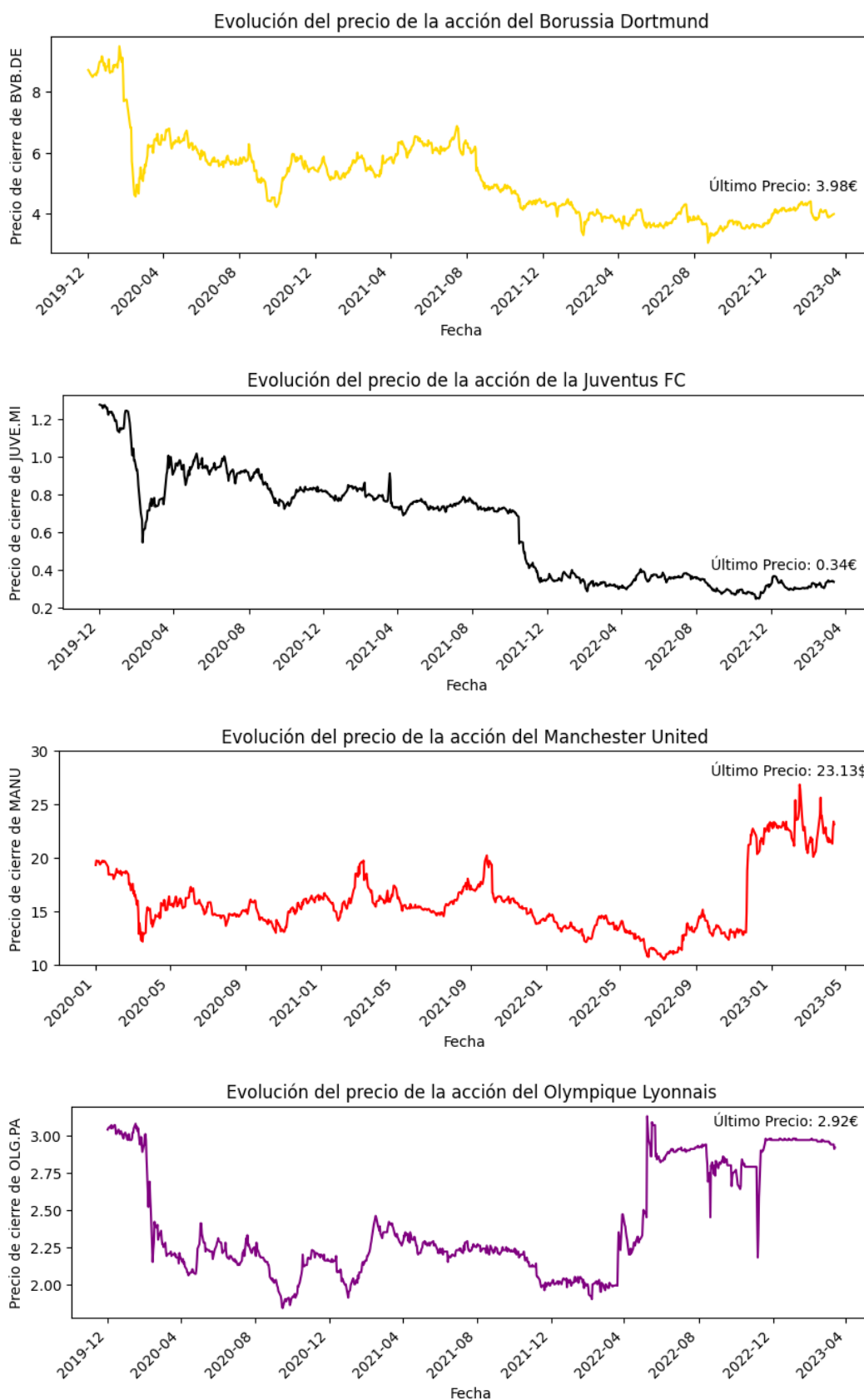
III.2.1. Primera parte. Equipos cotizados de las cinco grandes ligas europeas

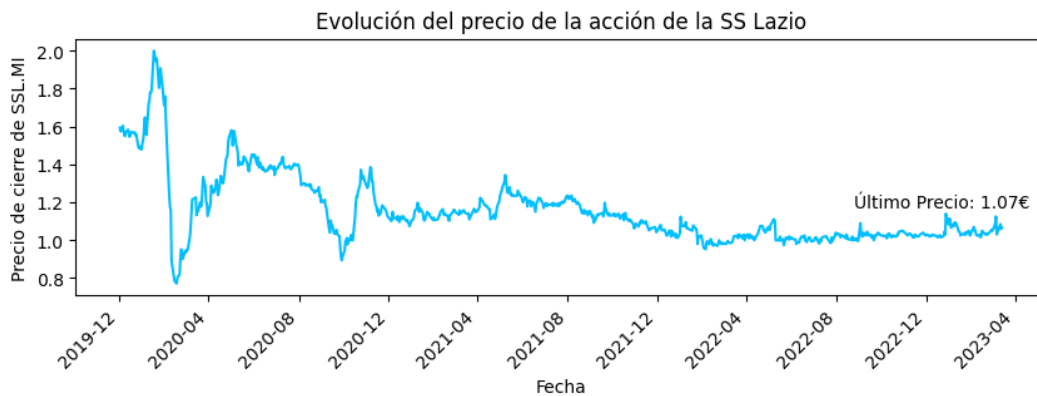
Para comenzar el estudio, se atenderá a la evolución de los precios de cotización de los cinco equipos cotizados desde el 1 de enero de 2020 al 14 de abril de 2023. Se ha asignado un color más o menos característico de cada equipo para facilitar su identificación, de la siguiente manera:

- Borussia Dortmund: Dorado
- Juventus FC: Negro
- Manchester United: Rojo
- Olympique Lyonnais: Morado
- SS Lazio: Azul

Así pues, los gráficos obtenidos son los siguientes:

Gráfico 15. Evolución de los precios de cotización de los cinco clubes de la muestra





Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

La evolución de la cotización no aporta excesiva información cuantitativa. No obstante, de esta primera aproximación se pueden extraer dos conclusiones principales. Por un lado, todos los gráficos salvo el del Manchester United indican una bajada general de los precios de cotización, lo que puede apuntar a que los clubes de las cinco grandes ligas no se han convertido en una buena oportunidad de inversión tras la pandemia.

Por otro, parece indicar que existe una gran volatilidad inherente a las características particulares de cada equipo, debido a que: (i) los gráficos que más se parecen entre sí son los relativos al Borussia Dortmund y la Juventus, que no son equipos de la misma liga; (ii) los gráficos de la Juventus y la SS Lazio, pese a que son de la misma liga, muestran evoluciones sensiblemente distintas. Estas diferencias se notan, por ejemplo, a finales de 2021. En este periodo, la Juventus sufrió un gran descenso en sus acciones poco después de salir Cristiano Ronaldo del club turinense, debido a investigaciones relacionadas con fraudes (Marcotti, 2021).

En segundo lugar, se ha construido una calculadora mediante código de Python para calcular tanto los retornos anualizados como los dividendos totales obtenidos por el inversor durante ese mismo periodo. Para ello, se han calculado los retornos diarios usando la función “*pct.change()*”, se ha calculado su promedio y se han anualizado teniendo en cuenta que: (i) entre la fecha de entrada y salida de la inversión han pasado 840 días en los que ha habido cotización y (ii) que se asume que hay 252 días hábiles para cotizar al año. El uso de esta convención es habitual, pues resta a los días del año natural los fines de semana y algunos días de vacaciones en los que los mercados no están abiertos.

Los resultados de este análisis se muestran en la Tabla 6.

Tabla 6. Retornos anualizados y dividendos en el período 1-1-2020 a 14-4-2023

| Club de Fútbol | País | Ticker de Yahoo Finance | Retornos anualizados desde el 1-1-2020 al 14-4-2023 (%) | Retornos acumulados desde el 1-1-2020 al 14-4-2023 (%) | Dividendos totales obtenidos |
|--|------------|-------------------------|---|--|------------------------------|
| Borussia Dortmund Gmch & Co KGaA | Alemania | BVB.DE | -16,29% | -54,31% | 0,00 € |
| Juventus Football Club S.p.A. | Italia | JUVE.MI | -22,07% | -73,57% | 0,00 € |
| Manchester United PLC | Inglaterra | MANU | +5,90% | +19,66% | 0,45 \$ |
| OL Groupe SA (Olympique Lyonnais F.C.) | Francia | OLG.PA | -1,18% | -3,95% | 0,00 € |
| Societa Sportiva Lazio S.p.A. | Italia | SSL.MI | -9,96% | -33,19% | 0,00 € |

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

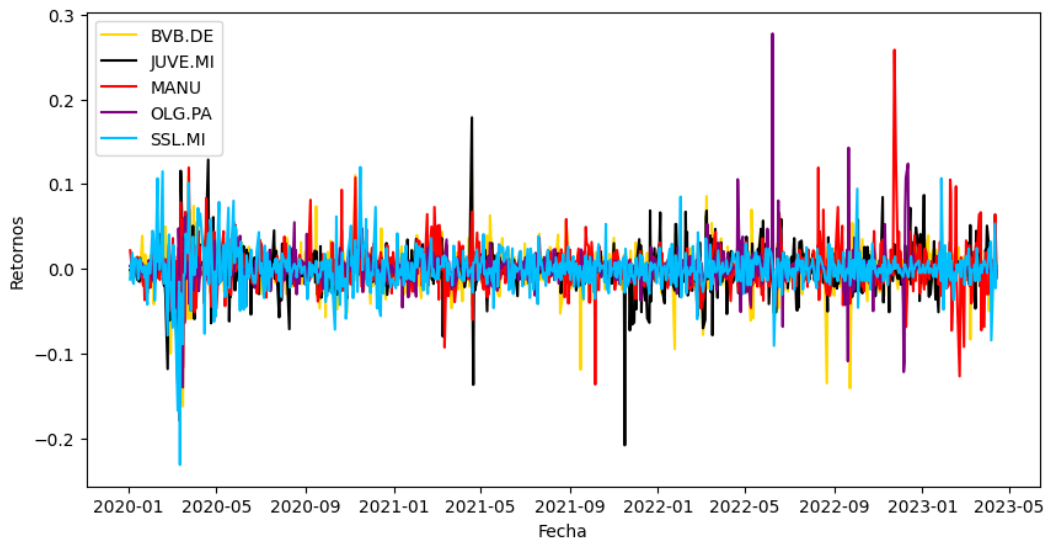
De la misma manera que con el análisis previo, confirmamos que las acciones del Manchester United han sido las únicas de las cinco grandes ligas que ofrecen al inversor una rentabilidad positiva durante el periodo objeto de estudio. No obstante, en línea con lo visualizado en el gráfico anterior, esta rentabilidad no ha sido sostenida en el tiempo.

Si se observa el gráfico de cotización anterior, se puede apreciar que a finales de 2022 las acciones aumentaron bruscamente de precio. Esta fuerte subida se debe a una causa muy determinada: los rumores de posible venta que existen sobre el club, puesto que ha despertado el interés de numerosos inversores internacionales (Turner, 2022). No obstante, exceptuando este periodo más reciente, la cotización durante el resto del periodo de estudio ha sido inferior al precio inicial. Por tanto, no se puede asegurar que ni siquiera las acciones del Manchester United ofrezcan una rentabilidad sostenida en el tiempo.

Con respecto al resto de acciones, algunas han sufrido abundantes pérdidas en el precio de cotización, lo que se debe principalmente a dos razones. Por un lado, a las pérdidas y endeudamiento derivados de la pandemia. Por otro, a los malos resultados deportivos obtenidos (la SS Lazio y la Juventus rondaron el 4º o 5º puesto en la clasificación final de las dos temporadas anteriores, mientras que el Olympique Lyonnais realizó una pasada campaña muy mejorable, finalizando 8º).

Prosiguiendo con otras visualizaciones que se pueden mostrar, se pueden graficar los retornos diarios obtenidos en cada gráfico para estudiar su oscilación. Sin embargo, esta visualización no aporta demasiada información, puesto que de manera lógica la mayoría de los retornos diarios se encuentran alrededor del 0. Esto se debe a que los cambios en el precio de cotización no suelen variar en gran manera de un día para otro (con excepciones), sino que suelen seguir tendencias que marcan su comportamiento a más largo plazo.

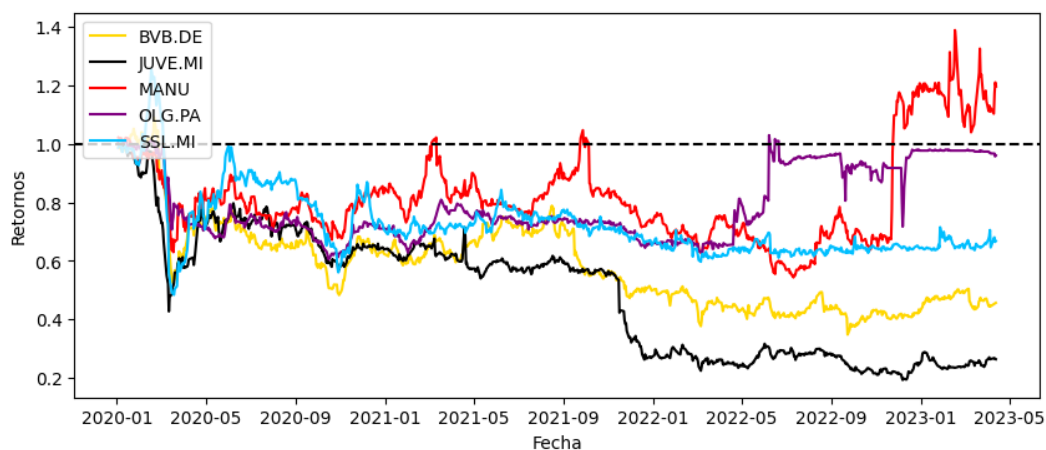
Gráfico 16. Retornos diarios en el período 1-1-2020 a 14-4-2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

En línea con esta visualización, algo que sí resulta muy interesante es realizar el cálculo de los retornos acumulados de los cinco equipos y dibujarlos en un mismo gráfico (Gráfico 17). Como las acciones cotizan a distintos precios diariamente, no se pueden comparar directamente a nivel visual. Por tanto, si se calcula el retorno diario y luego su producto acumulado, se obtendrán 5 líneas distintas (una por cada club) que partirán desde el mismo punto (la altura del gráfico $y=1$). El resultado de esta visualización se presenta *infra*:

Gráfico 17. Retornos diarios acumulados en el período 1-1-2020 a 14-4-2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

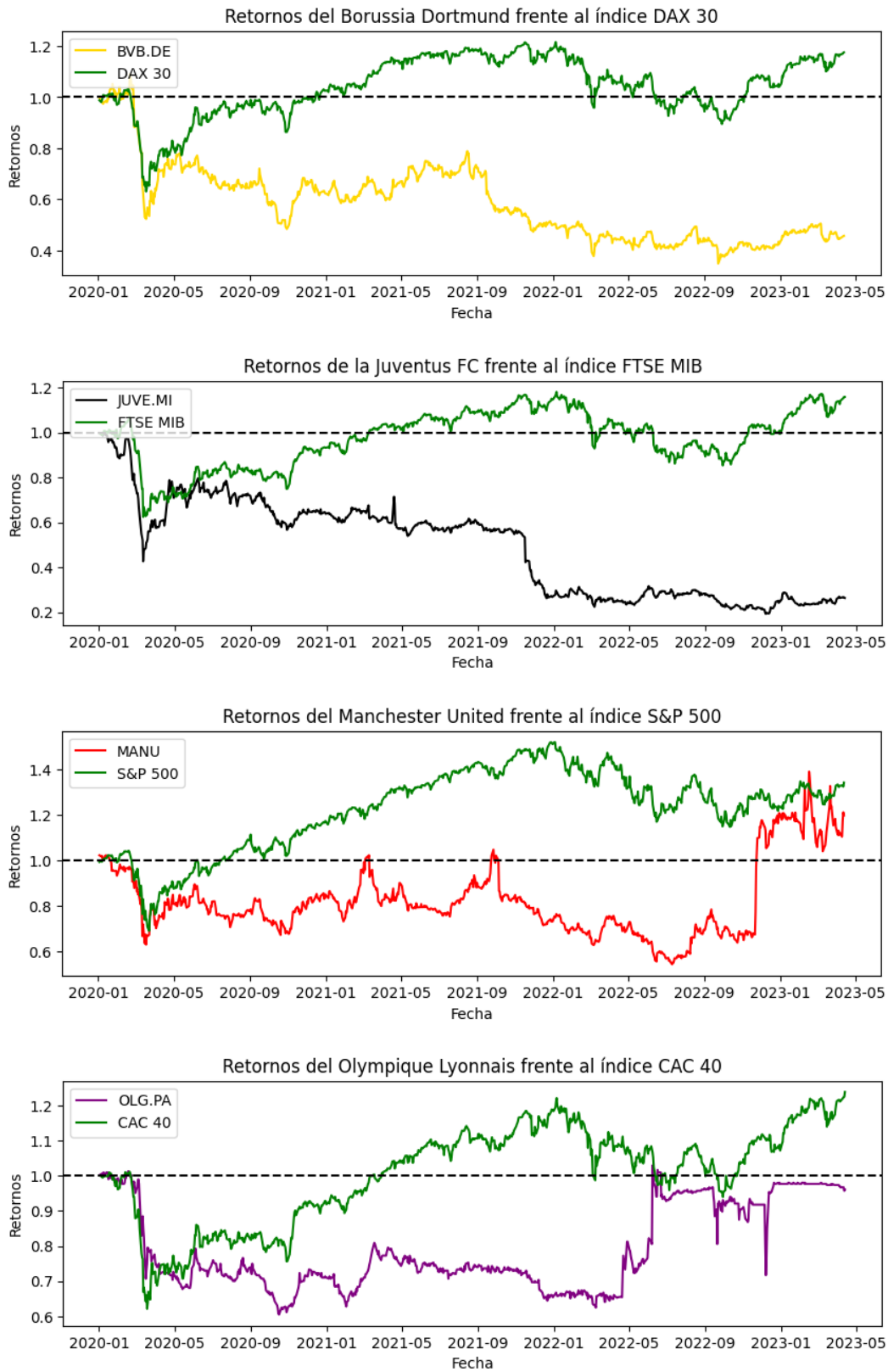
En consonancia con la Tabla 6 presentada anteriormente, en este gráfico se aprecia perfectamente cómo ha sido la evolución de los retornos generados por cada una de las acciones. Es muy llamativo que, tras la pandemia, sólo han superado su precio inicial las acciones del Manchester United en la actualidad y en otros dos periodos muy cortos, y las acciones del Olympique Lyonnais en un momento específico y poco prolongado. Por el contrario, el resto de acciones (Borussia Dortmund, Juventus FC y SS Lazio) han ofrecido de manera sistemática retornos negativos desde la fecha de inversión.

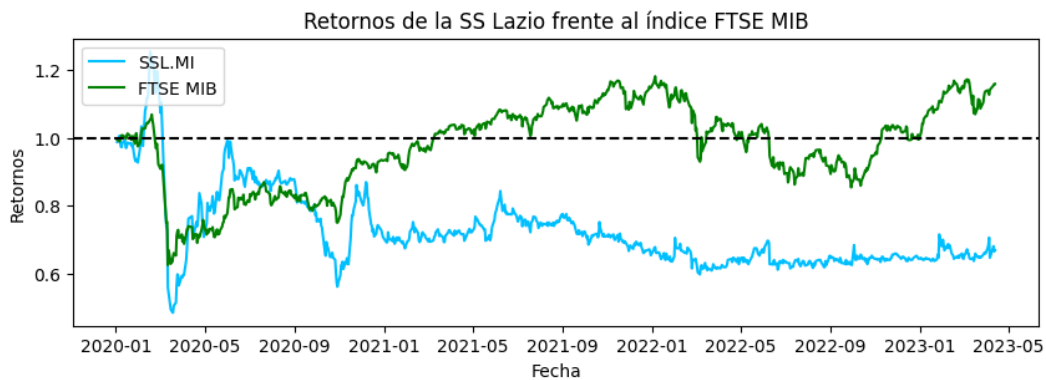
Como última visualización relacionada con la rentabilidad de estas acciones, cabe plantearse si su rendimiento también se ha visto afectado por factores geográficos o económicos, fruto del mercado donde opera el equipo.

Para analizar esta cuestión, se ha decidido contrastar la rentabilidad de estos equipos frente al índice más destacado de las Bolsas en las que cotizan. De esta manera, si el comportamiento visual de las acciones se asemeja mucho al del índice de su país, puede que la acción de ese equipo se vea influenciada por factores económicos locales. Cabe precisar que en el caso del Manchester United se ha decidido confrontar su acción con el índice S&P 500, puesto que este equipo cotiza en la Bolsa de Nueva York y no en la de Londres.

La técnica utilizada para poder comparar ambas líneas ha sido la misma que la empleada en la visualización anterior. Se ha decidido dibujar los índices de color verde, con el fin de no confundirlos con las líneas de los propios equipos.

Gráfico 18. Retornos diarios acumulados de los clubes frente a los índices de sus respectivas Bolsas





Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

De estas visualizaciones se pueden deducir varias cosas. En primer lugar, no parece que en ninguno de los casos el comportamiento de las acciones guarde una gran correlación con el índice de su país de cotización. Esto implica que es poco probable que los equipos se vean afectados por factores económicos de carácter nacional.

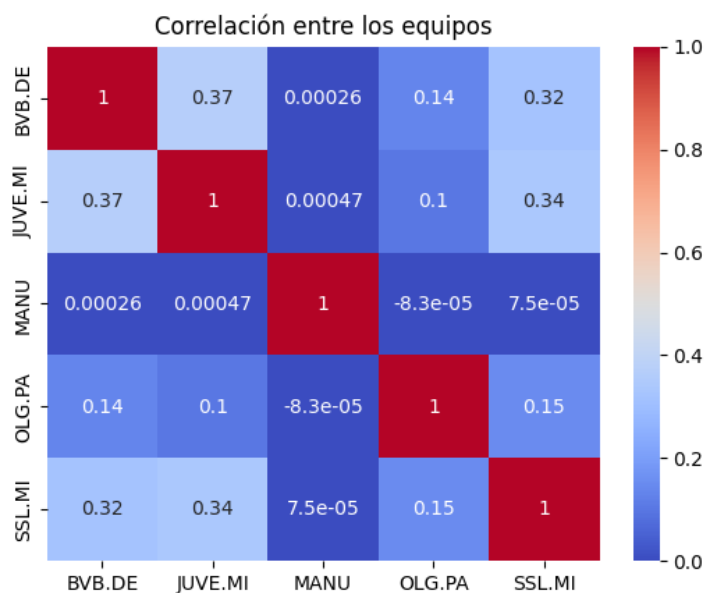
Además, cabe destacar que desde finales de 2020, los únicos clubes que han superado en algún momento la rentabilidad ofrecida por sus índices respectivos son el Manchester United y el Olympique Lyonnais. No obstante, ninguna de esas dos acciones ofrece en la actualidad una rentabilidad superior a la del índice: en el caso del Manchester United, se encuentra fluctuando alrededor del retorno acumulado del S&P 500, mientras que en el caso del Olympique Lyonnais su rentabilidad acumulada se encuentra ya a un nivel muy por debajo de la ofrecida por el CAC 40.

A continuación, cabe plantearse asimismo si existe algún tipo de correlación entre estas cinco acciones. Esta medida, que oscila entre -1 y 1, hace referencia al grado de asociación o relación existente entre los distintos equipos. Cuanto más positiva sea y más se aproxime a 1, implicará que las dos acciones se dirigen a una dirección parecida, mientras que si la correlación es negativa y tendente a -1 las acciones tendrán comportamientos opuestos.

Para comprender este concepto, es relevante hacer mención al término “diversificación”. Cuando se invierte mediante un portafolio o cartera de activos, se procura que estén lo más diversificados posibles. Si dos de los activos están poco correlacionados, el riesgo de la inversión global es menor, puesto que la probabilidad de que ambos activos tengan un rendimiento malo a la vez es inferior. Por lo tanto, se pretende observar si existe mucha correlación entre los cinco equipos, o si las características particulares de cada uno

provocan comportamientos muy distintos en la cotización. Una manera fácil y visual de poder evaluar este aspecto se puede obtener realizando un mapa de calor con la matriz de correlaciones (Gráfico 19).

Gráfico 19. Matriz de correlaciones de las acciones



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

Como se puede observar, en ningún par de acciones se encuentra una correlación positiva o negativa fuerte. Sin embargo, sí que merece la pena mencionar un par de asociaciones que pueden ser significativas.

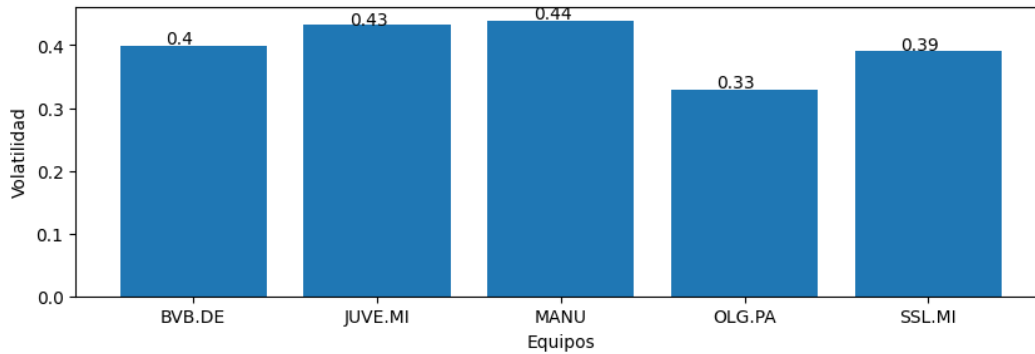
De una parte, la suposición realizada *supra* de que los gráficos de cotización del Borussia Dortmund y la Juventus eran similares encuentra aquí su sustento, pues dicho par posee una correlación de 0,37. Si bien no es una correlación fuerte, sí que demuestra una cierta relación entre ambos desempeños.

Por otro lado, la segunda correlación más fuerte (0,34) se encuentra entre la Juventus y la SS Lazio, lo cual también tiene sentido, ya que son equipos que pertenecen a la misma liga y han obtenido posiciones más o menos semejantes en las últimas temporadas.

Por último, cabe destacar la poca correlación que presenta el Manchester United con respecto al resto de equipos. Esto indica que el Manchester United es probable que posea algunas características especiales que afectan a su cotización y que no son aplicables al resto de equipos.

En otro orden de cosas, puede resultar provechoso echar un vistazo también a la volatilidad de los distintos equipos. A la vista de las visualizaciones expuestas anteriormente, todo parece indicar que las acciones de equipos de fútbol están sujetas a altos niveles de volatilidad.

Gráfico 20. Volatilidad anualizada de las acciones

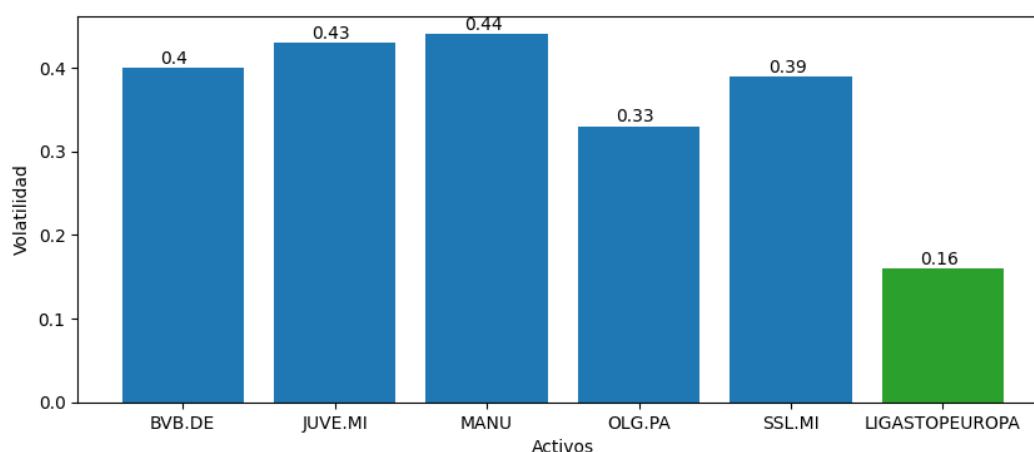


Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

Al graficar el diagrama de barras, se aprecia que, en efecto, las volatilidades anualizadas resultantes son elevadas si fijamos como referencia el índice S&P 500, que alcanza únicamente un 24%. Esto, como se ha mencionado, puede deberse a una gran cantidad de factores, algunos inherentes a los equipos y otros que escapan a su control. No obstante, sirve para recalcar que la inversión en clubes de fútbol no es una inversión para ahorradores con un perfil poco arriesgado.

Por último, para finalizar el análisis de esta primera parte, se ha decidido construir un índice (“LIGASTOPEUROPA”) cuyas componentes sean los cinco clubes cuyos aspectos bursátiles se han tratado específicamente, otorgándoles un peso idéntico a cada uno. El objetivo de este último ejercicio será ilustrar el concepto de diversificación expuesto anteriormente, de manera que se valore si la volatilidad de la cartera de activos poco correlacionados es inferior a la de los activos considerados individualmente.

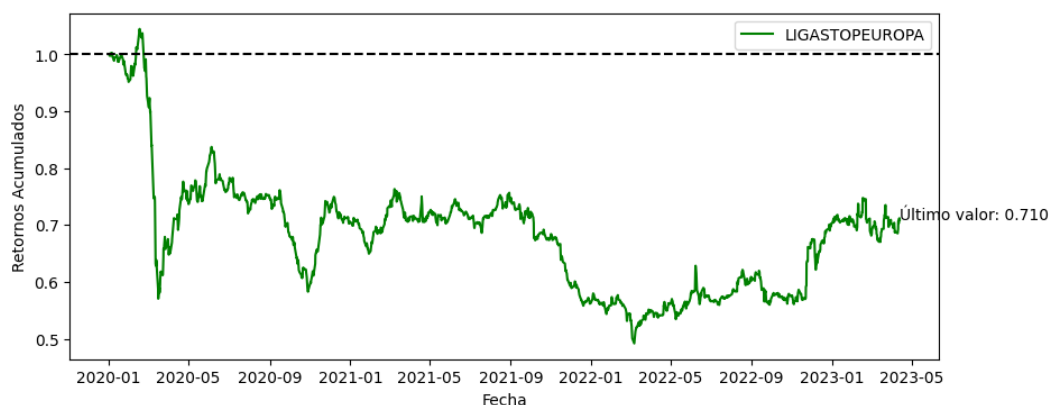
Gráfico 21. Volatilidad anualizada del índice LIGASTOPEUROPA frente a los clubes



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

En efecto, en vista del diagrama de barras (Gráfico 21) puede establecerse que la volatilidad obtenida mediante el índice (16%) es muy inferior a la de la acción del club menos volátil de los cinco (el Olympique Lyonnais, cuya volatilidad es el 33%). En conclusión, la inversión por medio de este índice es menos arriesgada que la inversión en cualquiera de los equipos individuales.

Gráfico 22. Rentabilidad acumulada del índice LIGASTOPEUROPA del 1-1-2020 al 14-4-2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

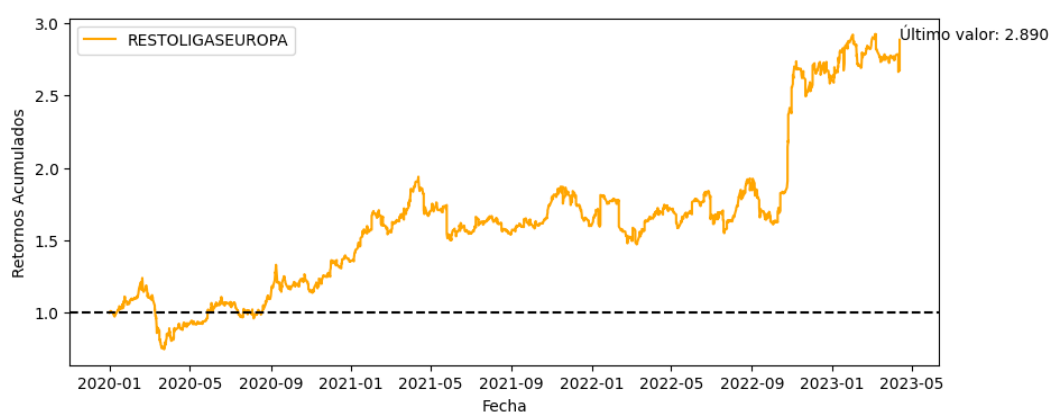
Por último, es preciso evaluar la posible rentabilidad ofrecida por este índice. Si bien es menos volátil, es cierto que ofrece una recompensa mucho menor que si por ejemplo se hubiera invertido en el Manchester United. Un inversor que hubiera depositado una cantidad de 1.000€ el 1 de enero de 2020 recibiría únicamente 710€ a día de hoy, lo que suponen pérdidas significativas en la inversión.

III.2.2. Segunda parte. Comparación de los equipos de las cinco grandes ligas vs equipos de otras ligas europeos menos relevantes

Esta evaluación será realizada mediante la comparación de los retornos del índice “LIGASTOPEUROPA” frente a otro índice creado *ad hoc* (“RESTOLIGASEUROPA”), que incluye a partes iguales equipos cotizados de otras ligas europeas que no forman parte de las cinco grandes.

Como el índice “LIGASTOPEUROPA” ya se ha creado y definido en la parte anterior, es preciso únicamente crear el índice “RESTOLIGASEUROPA”. Para ello, se utilizan los equipos de la segunda muestra expuesta en la introducción de este capítulo, y se dibujan sus retornos acumulados en el Gráfico 23.

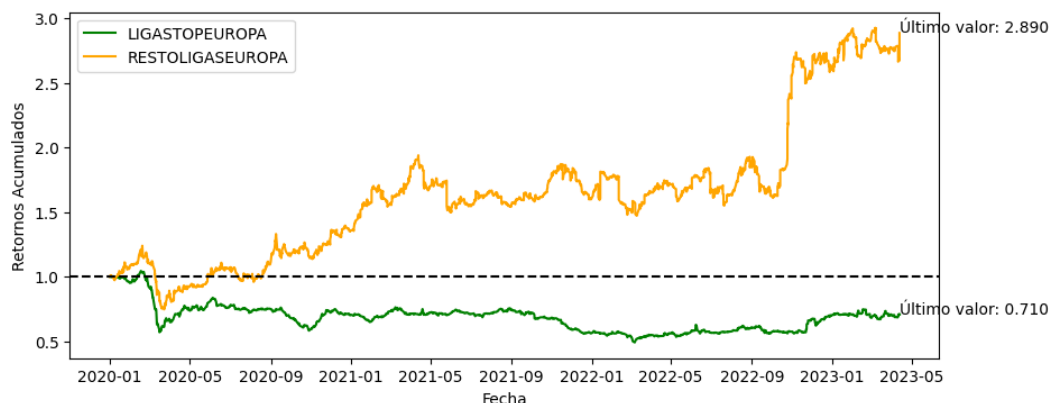
Gráfico 23. Rentabilidad acumulada del índice RESTOLIGASEUROPA del 1-1-2020 al 14-4-2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

Los resultados de este gráfico sí que son sumamente atractivos y dignos de análisis, puesto que muestra que si se hubiesen invertido 1.000€ al comenzar el año 2020 en este índice, a día de hoy se obtendrían 2.890€. Es decir, casi se habría triplicado la inversión en un corto periodo de tres años, lo que la convierte en una inversión notoriamente mejor que la del índice “LIGASTOPEUROPA”.

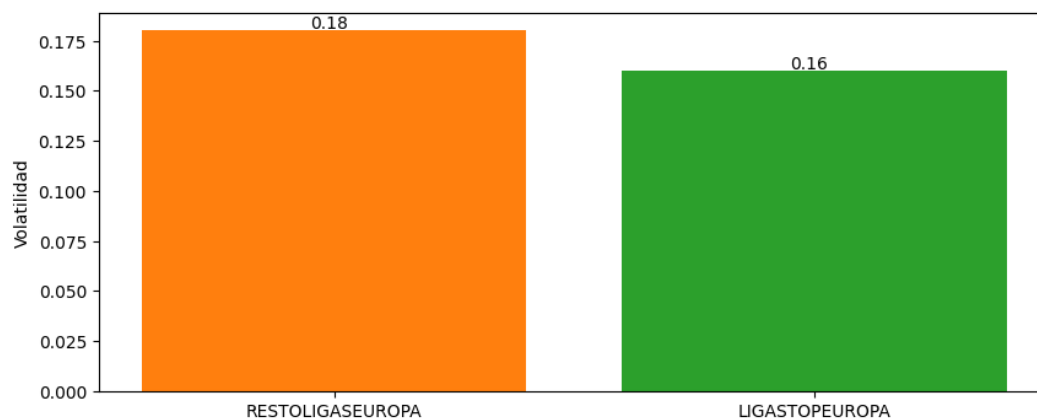
Gráfico 24. Rentabilidad acumulada del índice RESTOLIGASEUROPA y del índice LIGASTOPEUROPA del 1-1-2020 al 14-4-2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

Ahora bien, es preciso asimismo evaluar la volatilidad de este nuevo índice. Es posible que como los equipos seleccionados para “RESTOLIGASEUROPA” cotizan en mercados más inestables y menos maduros, provoquen que el índice posea una volatilidad más alta de la esperada. Si se grafican las volatilidades de ambos índices, se obtiene el Gráfico 25.

Gráfico 25. Volatilidad anualizada de RESTOLIGASEUROPA y de LIGASTOPEUROPA del 1-1-2020 al 14-4-2023



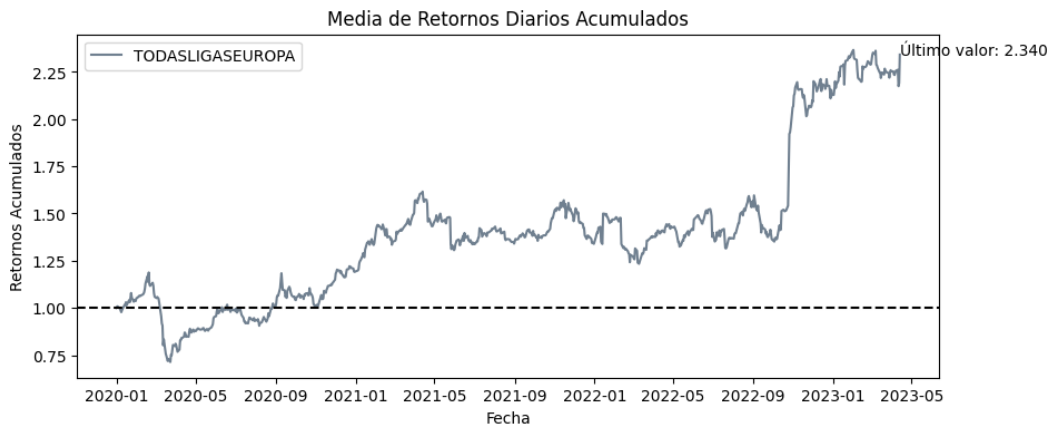
Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

Sorprendentemente, la volatilidad que muestra “RESTOLIGASEUROPA” no es tan alta como la suculenta recompensa que otorga, puesto que es inferior a todas las volatilidades de los equipos de las cinco grandes ligas y sólo un 2% superior a la de “LIGASTOPEUROPA”. En consecuencia, cabe afirmar que la inversión en este índice que abarca ligas en expansión es más que recomendable, puesto que con una volatilidad

muy ajustada ha dado la oportunidad de triplicar la inversión. Es evidente, claro está, que el desempeño histórico no es representante del desempeño futuro, pero sin duda es una gran alternativa de inversión.

Antes de cerrar este apartado, cabría preguntarse una última cuestión. Dado que el índice *Stoxx Europe Football* ya no existe, y que muchos de sus componentes han mostrado un desempeño extraordinario desde el comienzo de esta década, es interesante analizar cómo ha sido el desempeño de un tercer índice que aglutine a todos los clubes europeos cotizados. A continuación se desarrollará este análisis, denominado a este índice “TODASLIGASEUROPEAS”.

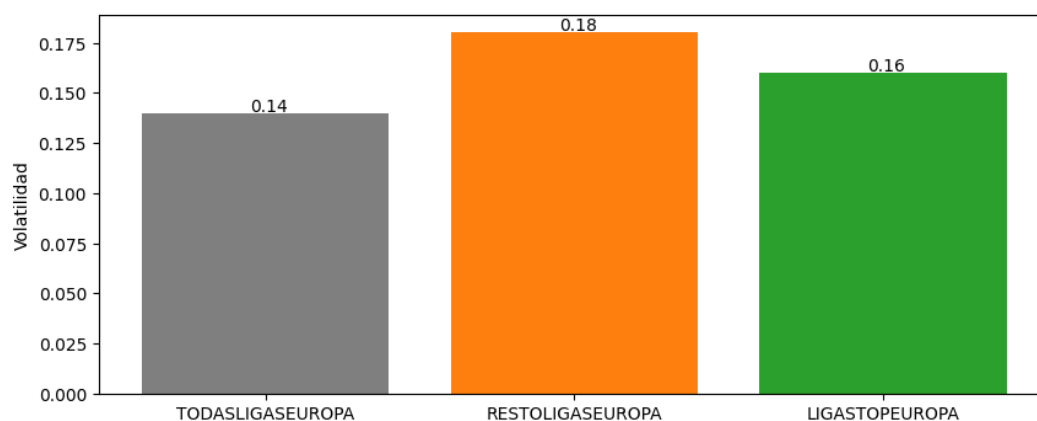
Gráfico 26. Rentabilidad del índice TODASLIGASEUROPA del 1-1-2020 al 14-4-2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

Debido al peso que tienen en la composición de este índice los equipos del resto de ligas (75%), se puede observar cómo la rentabilidad que se obtiene es muy buena, alcanzando más del doble del valor de la inversión en el periodo. Al igual que en los casos anteriores, es interesante de nuevo echar un vistazo a lo ocurrido con la volatilidad de este índice frente a los dos anteriores (véase el Gráfico 27).

Gráfico 27. Volatilidad anualizada de los tres índices



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

Como es lógico, la volatilidad de “TODASLIGASEUROPA” (14%) es menor que la volatilidad de los otros dos índices, sin duda debido a la mayor cantidad de equipos que la conforman. Asimismo, es inferior a todas las volatilidades de sus componentes. Por tanto, es una opción de inversión que ha de valorarse de manera muy positiva.

Para concluir esta parte, es plausible afirmar que el aumento de valor y la generación de los retornos de la inversión en los clubes de fútbol europeos en la actualidad viene impulsada por el crecimiento de ligas que tradicionalmente han sido menos populares, como la turca o la portuguesa. Situaciones como ventas minoritarias (por ejemplo, en el caso del Sporting de Braga) o la transformación de los modelos de negocio de estas ligas europeas menores hacia modelos más mercantilizados han influido sin duda en el gran desempeño de las acciones de estos clubes. En el caso de los clubes de ligas más maduras y desarrolladas, parece que su desempeño es sistemáticamente inferior a su situación prepandémica, con la salvedad de aquellas noticias que sitúan a los clubes en el foco de una posible inversión.

III.2.3. Tercera parte. Examen de la falta de equipos cotizados de LaLiga y el caso del CF Intercity

III.2.3.1. La falta de equipos cotizados de Primera División

Como se ha indicado en el primer apartado de este capítulo, es relevante hacer referencia a la anomalía relativa a la falta de equipos españoles de fútbol cotizados en Bolsa. Aunque en la actualidad el número de clubes cotizados es muy inferior al que existía en la década de los años 2000, llama la atención que ningún equipo español saliese a Bolsa ni siquiera

en ese periodo. Algún autor esperaba que España siguiese la fiebre inversora surgida en otros países en aquel tiempo (Sánchez Martín, 2003), aunque el tiempo ha demostrado que no ha sucedido así. Por tanto, cabe plantearse en primer lugar cuáles son las causas de esta dinámica.

En primer lugar, se ha de hacer referencia a la esencialidad del factor regulatorio, puesto que las Sociedades Anónimas Deportivas españolas sólo contaron con la posibilidad de salir a Bolsa desde enero del 2002 (Barajas & Ángel, 2002). Además, como se ha mencionado previamente, no es preciso en la actualidad que un club deportivo se constituya como SAD, aunque hay muchos equipos de Primera División constituidos como tal fruto de la anterior regulación.

Aunque eso no ha impedido a los cuatro clubes que no son SAD a acudir a los mercados de capitales en diversas ocasiones para endeudarse mediante la obtención de financiación de carácter ajeno¹⁴, éstos no pueden cotizar en Bolsa, al no cumplir los requisitos formales impuestos por la Ley.

Por otra parte, es cierto que el desarrollo y tradición de inversión otros países europeos como Inglaterra o Alemania es mayor que el español, aunque en países como Portugal existen asimismo numerosos clubes cotizados (*Ibid.*).

Sin embargo, las razones que parecen más acertadas para explicar la no cotización de los 16 equipos restantes de Primera División son bastante diversas. Por un lado, es fundamental tener en cuenta una vez más la volatilidad inherente a este tipo de acciones, dada la pasión e irracionalidad del perfil de inversor aficionado al fútbol, puesto que puede cambiar el valor de las acciones de manera brusca dependiendo de noticias sobre fichajes o resultados deportivos.

¹⁴ Véanse a este respecto, por ejemplo, las noticias relacionadas con la remodelación por parte del Real Madrid del Estadio Santiago Bernabéu, en las que se hace alusión a la colocación de títulos de renta fija por valor de 575M€ (Marco, 2019).

Aparte de esto, la cantidad de costes generados en la OPI y las obligaciones de *reporting* que han de asumir las compañías públicas son muy rígidas, lo que choca con el carácter tradicionalmente opaco de las comisiones generadas por primas y fichajes.

Además, si un club comienza a cotizar en Bolsa, existen dos escenarios difíciles de prever: puede ser que surja un verdadero movimiento de inversión por parte de los seguidores y fanáticos del equipo y que este método de financiación sea satisfactorio, pero también puede suponer la pérdida de control sobre la gestión del club en caso de que cualquier inversor disponga de capital suficiente para adquirir la mayoría de las acciones.

Considero por tanto que, dado el arraigo tan fuerte que el fútbol tiene en España, la apertura de la posibilidad de los clubes a ceder su propiedad a grupos inversores extranjeros puede ocasionar tensiones entre las aficiones y la directiva del club. En este sentido, cabe hacer mención de lo ocurrido en situaciones como en la que se encuentra actualmente el Valencia CF, que fue comprado por un inversor de Singapur llamado Peter Lim y cuya gestión del club ha sido objeto de numerosísimas críticas.

En conclusión, salvo para aquellos equipos que son asociaciones o clubes y no SAD, no existe una causa específica por la que no hayan optado por la salida a Bolsa. Existen varias razones diversas que pueden desalentar esta idea, entre las cuales se pueden destacar la volatilidad, el miedo a la cesión de control y las obligaciones de información

III.2.3.2. El caso del CF Intercity

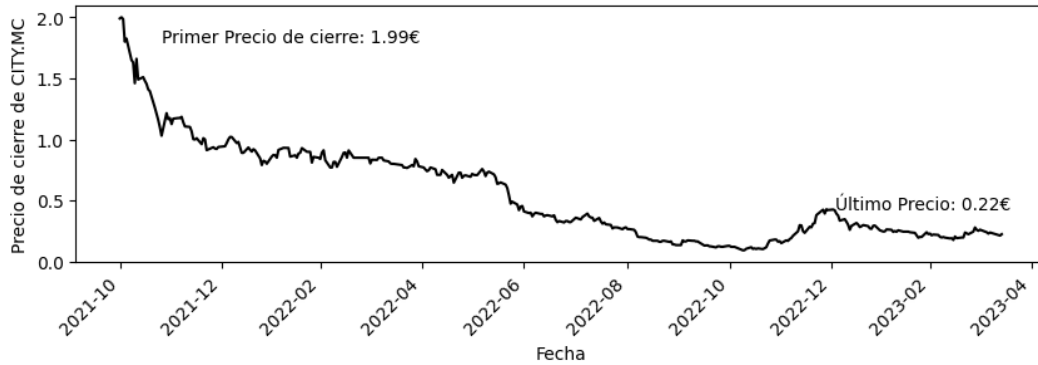
En 2021, el equipo de la cuarta división nacional llamado Club de Fútbol Intercity hizo historia al convertirse en el primer equipo español en cotizar en un mercado público (el BME Growth). En la actualidad milita en la tercera categoría, denominada Primera RFEF, tras ascender de división el pasado mes de mayo de 2022. Entre las bases de este proyecto, creado unos pocos años atrás, se encontraba la búsqueda de una mayor visibilidad en todos los ámbitos y el objetivo de lograr el ascenso a Segunda División.

Además, el club decidió recurrir a este método de financiación para hacer frente a las dificultades económicas que suelen perjudicar la viabilidad de muchos clubes semiprofesionales. De esta manera, no sólo han aumentado su capacidad de financiación, sino que también han incrementado su visibilidad comercial (Sanchís, 2023).

A este respecto, es interesante plantearse cuál ha sido el comportamiento de las acciones del Intercity en el mercado (véase el Gráfico 28), así como analizar su volatilidad y

retornos de manera similar a la realizada en las dos partes anteriores. Si el rendimiento de estas acciones es adecuado, quizás la iniciativa llevada a cabo por el Intercity pueda servir para que otros clubes opten por salir a Bolsa.

Gráfico 28. Evolución bursátil del CF Intercity del 1-11-2021 al 14-4-2023

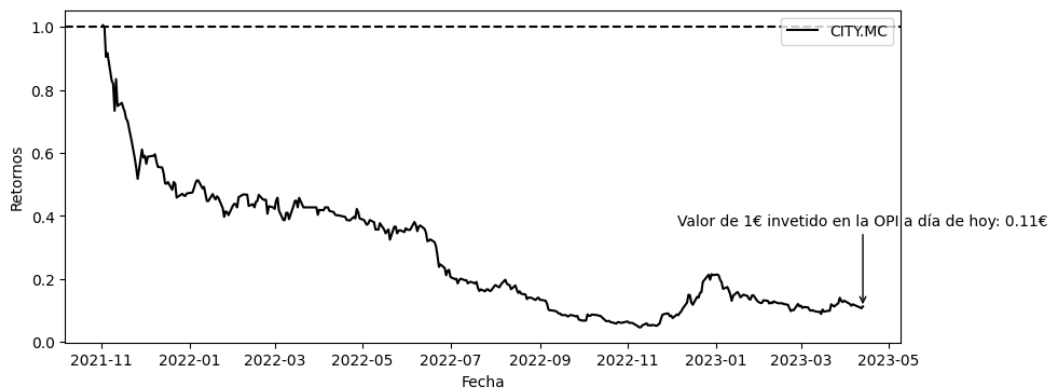


Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

En primer lugar, en cuanto al comportamiento de la acción, cabe destacar que su precio ha descendido de una manera muy notoria, desde prácticamente 2€ al cierre de la primera sesión hasta los 22 céntimos término de la sesión del pasado 14 de abril de 2023.

Si se observan los retornos en el Gráfico 29, se obtienen cifras porcentuales claramente inferiores a las obtenidas para los cinco grandes clubes en la primera parte del análisis. Según la calculadora de retornos empleada en las partes anteriores, de haber invertido en el Intercity el mismo día de la OPI, en la actualidad se hubiera perdido el 88.74% de su valor de manera acumulada, o el 26.62% si se observa el retorno anualizado.

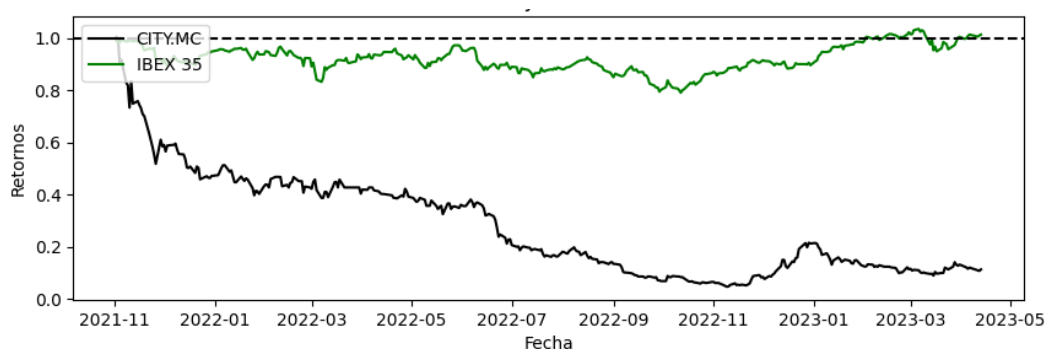
Gráfico 29. Rentabilidad acumulada del Intercity del 1-11-2021 al 14-4-2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

No obstante, también puede ser interesante visualizar el desempeño de las acciones del Intercity frente al índice bursátil de referencia español (el IBEX 35). La visualización resultante de esta tarea es la que se presenta en el siguiente gráfico, que muestra la gran divergencia de retornos entre la inversión en el Intercity y el IBEX 35. Aunque los retornos ofrecidos por el IBEX no son excesivamente positivos, sino que actualmente rondan el valor de la inversión inicial, los retornos ofrecidos por las acciones del Intercity han sido inferiores a su valor inicial en todo momento.

Gráfico 30. Retornos del Intercity frente al IBEX 35 del 1-11-2021 al 14-4-2023



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Yahoo Finance (2023).

Llegados a este punto, es preciso asimismo examinar lo sucedido con su volatilidad, puesto que el gráfico parece que presenta oscilaciones diarias algo más estables que las de los cinco clubes de las grandes ligas. No obstante, Tras calcularla mediante el mismo procedimiento empleado para el resto de clubes, se observa que mientras la volatilidad del IEX 35 alcanza el 19,3%, la volatilidad de las acciones del Intercity asciende a la cantidad de 100,7%.

En vista de los análisis realizados sobre esta acción, es indudable que la volatilidad a la que se ha visto sujeta esta acción ha sido extrema, y que los retornos que ha ofrecido hasta la fecha a sus inversores son muy negativos. Este desempeño no parece que obedezca a circunstancias macroeconómicas de la economía española, puesto que la volatilidad del IBEX 35 es inferior, así como su rentabilidad es ampliamente superior.

Así pues, cabe concluir que, al menos hasta abril de 2023, los resultados del experimento de la salida a Bolsa del CF Intercity no han sido favorables. Por tanto, en el caso de los clubes españoles de tamaño pequeño o mediano, no parece que seguir este modelo de negocio sea la alternativa de financiación más adecuada. Es cierto, por supuesto, que un

hipotético ascenso a segunda podría suponer un gran salto cuantitativo y cualitativo en cuanto a recursos y repercusión para el club, pero a día de hoy los números expresan lo contrario.

CAPÍTULO IV. CONCLUSIONES

Como se expuso al inicio de este trabajo, el principal objetivo de estudio realizado en este Trabajo de Fin de Grado ha sido la evaluación de las diferencias en la inversión en clubes europeos de fútbol profesional cotizados, especialmente tras la irrupción del Covid-19. Tras haber analizado su modelo económico, evolución y desempeño bursátil en este periodo, las principales conclusiones extraídas del estudio han sido las siguientes:

Primera. La pandemia ha demostrado la relevancia de la mercantilización en el fútbol profesional. Si los clubes no se hubiesen adaptado a fuentes de ingresos distintas de las tradicionales (como la venta de entradas o las cuotas sociales), muchos de ellos no hubieran sobrevivido a las consecuencias derivadas de la falta de público en los estadios.

Segunda. Hay aspectos regulatorios muy importantes que inciden de lleno en las operaciones financieras de los equipos. En particular, las normas de *fair play* financiero de la UEFA imponen sendas obligaciones y límites que los clubes han de observar. A nivel deportivo y económico, las confederaciones continentales son monopolios. Esto ha provocado que algunos clubes estén buscando nuevas fórmulas de competir para aumentar su autonomía e ingresos, entre las que destaca la Superliga Europea.

Tercera. Existen varias alternativas para que los equipos se puedan financiar. En los últimos tiempos destacan sin duda aquellas ofrecidas por los fondos de inversión profesionales debido a su flexibilidad y recursos. A este respecto, la recurrencia y dinámicas favorables de la industria del fútbol han convertido al fútbol en un activo atractivo para los inversores de capital riesgo, quienes han adquirido tanto equipos como derechos audiovisuales y otras participaciones en ligas y competiciones.

Cuarta. Si se pone el foco en el desempeño bursátil de los clubes europeos cotizados de las cinco grandes ligas, se observa que salvo el Manchester United, el resto de clubes ofrecen retornos negativos. Todos ellos han tenido rendimientos por debajo de sus respectivos índices, y volatilidades más elevadas.

Quinta. No obstante, el rendimiento ofrecido por los clubes europeos que pertenecen a ligas europeas menos relevantes ha sido excelente. Es cierto que su volatilidad es incluso más elevada que la de las cinco grandes ligas, pero la recompensa obtenida prácticamente triplica el valor de la inversión inicial, lo que la convierte en una opción de inversión muy atractiva.

Sexta. La creación de un índice que incluye a todos los clubes cotizados europeos demuestra que los retornos generados por el conjunto son muy positivos (más del doble del valor inicial de inversión). Esta rentabilidad ha sido generada por los equipos de ligas menos relevantes, mientras que el desempeño de los equipos de las cinco grandes ligas reduce el beneficio potencial.

Séptima. En el caso de España, son numerosas las causas detrás de la falta de equipos profesionales de fútbol cotizados. Entre estas causas, cabe destacar la imposibilidad de cotizar para aquellos clubes que no son SAD, la gran volatilidad o el temor a la pérdida de control del equipo.

Octava. El análisis del caso de referencia del CF Intercity demuestra que su corta historia bursátil ha sido muy negativa hasta la fecha. Su acción se ha diezmado desde noviembre de 2021, y ha tenido un desempeño mucho peor al del índice español de referencia (IBEX 35). Por tanto, no parece que este sistema de financiación sea el más adecuado para los equipos españoles.

Para finalizar, cabe recalcar las limitaciones de este análisis. La escasez de equipos europeos cotizados en comparación con el total de clubes profesionales ha provocado que las muestras utilizadas sean de pequeño tamaño (especialmente en el caso de los equipos de las cinco grandes ligas). Así pues, es muy probable que los resultados no sean aplicables a la totalidad de los equipos europeos y que se encuentren muy afectados por factores idiosincráticos de cada equipo. Además, en el caso de España, el hecho de que sólo exista un club cotizado (el CF Intercity) y sea de tercera división limita enormemente la extrapolación de resultados a otros clubes profesionales de divisiones superiores.

BIBLIOGRAFÍA

- Admirals. (25 de enero de 2023). *Football Stock Trading Strategies: 4 Football Team Stocks to Trade Today*. Recuperado el 15 de marzo de 2023, de Admiral Markets: <https://admiralmarkets.com/education/articles/general-trading/football-trading-strategies>
- Aglietta, M., Andreff, W., & Drut, B. (2010). Floating European football clubs in the stock market. *Document de Travail (Working Paper)*, 1-27.
- Alegi, P., Giulianotti, R., Joy, B., Rollin, J., & Weil, E. (25 de marzo de 2023). *Encyclopedia Britannica*. Obtenido de <https://www.britannica.com/sports/football-soccer>
- Andreff, W. (2006). Team sports and finance. En W. Andreff, & S. Szymanski, *Handbook on the economics of Sport* (pp. 689-699). Cheltenham: Edward Elgar.
- Andreff, W. (2008). Globalisation of the sports economy. *Rivista di Diritto ed Economia dello Sport*, IV(3), 13-32.
- Andreff, W., & Staudohar, P. (2000). The Evolving European Model of Professional Sports Finance. *Journal of Sports Economics*, 1(3), 257-276.
- Báez y Pérez de Tudela, J. (2012). El Real Madrid y el origen del fútbol como espectáculo de masas. *Historia y Comunicación Social*, 17, 159-180.
- Bahamonde Magro, Á. (2002). *El Real Madrid en la Historia de España*. Madrid : Taurus.
- Bain & Company. (2022). *Global Private Equity Report*. Obtenido de https://www.bain.com/globalassets/noindex/2022/bain_report_global-private-equity-report-2022.pdf
- Barajas, A., & Ángel, A. (2002). Fútbol y bolsa: experiencia en otras ligas europeas. 1-18.
- Bauer, H., Sauer, N., & Schmitt, P. (2005). Customer-based brand equity in the team sport industry. *European Journal of Marketing*, 39(5/6), 496-513.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2003). *Essentials of Investments. 5th edition*. Boston (Estados Unidos): McGraw-Hill.

- Bonnal, L., Durand, C., Helleu, B., & Scelles, N. (2016). Professional Sports Firm Values: Bringing New Determinants to the Foreground? A Study of European Soccer, 2005-2013. *Journal of Sports Economics*, 17(7), 688-715.
- Breuer, C., & Rohde, M. (2016). The Financial Impact of (Foreign) Private Investors on Team Investments and Profits in Professional Football: Empirical Evidence from the Premier League. *Applied Economics and Finance*(3), 243-256.
- Browndorf, C. (2021). A New Kind of Pitch: The Rise of Sports Dedicated Private Equity Funds and the Future of the Single Entity Defense. *Jeffrey S. Moorad Sports Law Journal*, 28, 335-368.
- Burn-Murdoch, J. (26 de octubre de 2015). Juventus out-earned winners Barcelona in 2014-15 Champions League. *Financial Times*. Recuperado el 7 de marzo de 2023, de <https://www.ft.com/content/db40825a-79a6-11e5-933d-efcdc3c11c89>
- Cheffins, B. (1998). Playing the Stock Market: “Going Public” and Professional Team Sports. *Journal of Corporation Law*(24), 642-679.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (s.f.). *Mercado primario*. Recuperado el 12 de marzo de 2023, de <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Mercado-Primario.aspx>
- De Marco, N. (23 de julio de 2022). *Clásico Real Madrid vs. Barcelona en Estados Unidos, amistoso pretemporada 2022: cuándo es, fecha, día y hora, dónde es, sede y estadio*. Recuperado el 16 de marzo de 2023, de Goal.com: <https://www.goal.com/es/noticias/clasico-real-madrid-vs-barcelona-en-estados-unidos-amistoso-pretemporada-2022-cuando-es-fecha-dia-y-hora-donde-es-sede-y-estadio/bltdb60cc4ac36e14aa>
- Deloitte. (2010). *Spanish Masters. Football Money League* . Obtenido de Deloitte: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/sports-business-group/deloitte-uk-deloitte-football-money-league-2010.pdf>
- Deloitte. (2022). *Restart. Football Money League* . Obtenido de Deloitte: <file:///C:/Users/Usuario/Desktop/TFG%20Analytics/Fuentes%20para%20analisis/deloitte-football-money-league-2022.pdf>

- Deloitte. (2023). *Get up, stand up. Football Money League*. Obtenido de Deloitte: <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html>
- Desbordes, M. (2006). *Marketing and football: an international perspective*. London: Elsevier.
- Diario Marca. (12 de agosto de 2022). *¿Cuánto dinero recibe el campeón de LaLiga y cuánto dan por entrar en Champions?* Recuperado el 11 de marzo de 2023, de <https://www.marca.com/futbol/primera-division/2022/08/12/62f57bc7268e3ea2348b4570.html>
- Dobson, S., & Goddard, J. (1998). Performance and revenue in professional league football: evidence from Granger causality tests. *Applied Economics*, 30(12), 1641-1651.
- Domínguez Martínez, J. (2022). Financiación empresarial y fiscalidad: deuda vs capital. *Ensayos y Notas Edufinet (Unicaja)*(3), 1-5.
- Emrich, E., Follert, F., Frenger, M., & Richau, L. (2021). The impact of investors on transfer fees in the English Premier League: A study of the ownership structures [Special issue]. *Corporate Ownership & Control*, 18(3), 241-256.
- Espinosa Rada, A., & Ortiz Ruiz, F. (2016). Autonomía jurisdiccional en el régimen regulatorio transnacional de la FIFA. *Revista Hispana para el Análisis de Redes Sociales*, 27(1), 100-112.
- ESPN. (5 de abril de 2023). *Real Madrid earn most UEFA prize money with €134m in 2022*. Recuperado el 11 de marzo de 2023, de <https://www.espn.co.uk/football/uefa-champions-league/story/4916911/real-madrid-earns-most-uefa-prize-money-with-134m-euros-in-2022>
- Europa Press. (29 de diciembre de 2014). *El Real Madrid cierra el año en Dubai con un amistoso ante el Milan*. Recuperado el 18 de marzo de 2023, de Europa Press: <https://www.europapress.es/deportes/futbol-00162/noticia-real-madrid-cierra-ano-dubai-amistoso-milan-20141229185628.html>
- European Club Association. (2 de septiembre de 2020). *Fan of the Future. Defining modern football fandom*. Recuperado el 10 de marzo de 2023, de

<https://www.ecaeurope.com/media/4802/eca-fan-of-the-future-defining-modern-football-fandom.pdf>

EUROSPORT. (28 de junio de 2019). *Duro castigo al Milan por no cumplir el fair play financiero: excluido de competiciones europeas*. Recuperado el 9 de marzo de 2023, de EUROSPORT: https://espanol.eurosport.com/futbol/duro-castigo-al-milan-por-no-cumplir-el-fair-play-financiero-excluido-de-competiciones-europeas_sto7346740/story.shtml

FactSet (14 de abril de 2023). Base de Datos obtenidos de la sección "Universal Screening" de FactSet, disponible en: <https://www.factset.com/>

Farinós, J., & Sanchís, V. (2009). Factores determinantes en la salida a bolsa en España. *Serie EC. IVIE.*, 1-47.

FC Barcelona. (11 de junio de 2022). *La gira de los Estados Unidos 2022, al detalle*. Recuperado el 15 de marzo de 2023, de FC Barcelona: <https://www.fcbarcelona.es/es/noticias/2642370/la-gira-de-los-estados-unidos-2022-al-detalle>

FIFA. (2018). *Estatutos de la FIFA*. Obtenido de FIFA: <https://digitalhub.fifa.com/m/7af12a40897b1002/original/azwxwekfmx0nfdixwv1m-pdf.pdf>

Fontanella-Khan, J., Germano, S., & Massoudi, A. (28 de diciembre de 2020). *Private capital's rush into the business of sport*. Recuperado el 13 de marzo de 2023, de Financial Times: <https://www.ft.com/content/9ba35ff2-ac31-41d2-8ff9-6107a64d0ae5>

Football Benchmark. (28 de junio de 2022). *Overview of the new UEFA financial fair play regulations*. Recuperado el 10 de marzo de 2023, de https://www.footballbenchmark.com/library/overview_of_the_new_uefa_financial_fair_play_regulations

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.

- Gallego Larrubia, J. (2018). Transformación voluntaria, capital social y compensación de créditos en las Sociedades Anónimas Deportivas. *Revista Aranzadi Doctrinal* 6, 109-140.
- García del Barrio, P., & Szymanski, S. (2009). Goal! Profit Maximization Versus Win Maximization in Soccer. *Review of Industrial Organization*, 34(1), 45-68.
- Gatautis, R., Karpavičius, T., & Cvilikas, A. (2007). Football business development in the context of European common market integration. *European Integration Studies*, 147-152.
- Gilart González, O. (2021). La crisis económica de los clubes de fútbol. De la financiación al concurso de acreedores. *Revista CEFLegal*(249), 47-74.
- Ginesta Portet, X. (2011). El fútbol y el negocio del entretenimiento global. Los clubes como multinacionales del ocio. *Comunicación y sociedad*, XXIV(1), 141-166.
- Gitman, L., & Joehnk, M. (2009). *Fundamentals of Investing* (10ª ed.). (M. Sánchez Carrión, Trad.) Pearson Education, Inc. (Addison Wesley).
- Harris, D., & Harnal, A. (23 de agosto de 2022). *New Financial Fair Play (FFP) rules: A game changer?* Recuperado el 9 de marzo de 2023, de Norton Rose Fulbright: <https://www.nortonrosefulbright.com/en/inside-sports-law/blog/2022/08/new-financial-fair-play#:~:text=The%20new%20rules,previous%20allowance%20of%20%E2%82%AC30m>.
- Haugen, R., & Heins, A. (1975). Risk and the rate of return on financial assets: Some old wine in new bottles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 775-784.
- Hubman, J. (2011). A Financial Analysis of Publicly Traded Professional Sports Teams. *Senior Honors Thesis. The College at Brockport*.
- IUSPORT. (9 de febrero de 2023). *Cronología del caso Superliga, a la espera de la sentencia del Tribunal de la UE*. Recuperado el 11 de marzo de 2023, de <https://iusport.com/art/118221/cronologia-del-caso-superliga-a-la-espera-de-la-sentencia-del-tribunal-de-la-ue/>
- LaLiga. (s.f.). *Naturaleza y régimen jurídico de la LaLiga*. Recuperado el 11 de marzo de 2023, de <https://www.laliga.com/transparencia/informacion-institucional>

- Ley 39/2022, de 30 de diciembre, del Deporte (BOE 31 de diciembre de 2022).
- Ljungqvist, A. (2004). IPOs underpricing: A survey. En B. E. Eckbo, *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. Elsevier/North-Holland.
- Marco, A. (9 de abril de 2019). *El Real Madrid aprueba vender bonos a inversores americanos para el Bernabéu*. Recuperado el 16 de abril de 2023, de El Confidencial: https://www.elconfidencial.com/empresas/2019-03-28/florentino-real-madrid-vender-bonos-inversores-americanos-bernabeu_1907958/
- Marcotti, G. (15 de diciembre de 2021). *Juventus investigation highlights the issues of player trading for UEFA and soccer in general*. Recuperado el 15 de abril de 2023, de ESPN: <https://www.espn.com/soccer/blog-marcottis-musings/story/4548502/juventus-investigation-highlights-the-issues-of-player-trading-for-uefa-and-soccer-in-general>
- Marín-Lozano Montón, O. (2016). *Contribución del riesgo y de la habilidad gestora a la rentabilidad de los fondos de inversión*. [Tesis Doctoral, Universidad Pontificia Comillas]. Repositorio Universidad Pontificia Comillas.
- Martín Magdalena, J. (2016). *Análisis del impacto del concepto de juego limpio financiero en el modelo económico y competitivo del fútbol profesional*. Madrid: [Tesis Doctoral, Universidad Pontificia Comillas]. Repositorio Universidad Pontificia Comillas.
- Martínez-Lemos, R. (2015). Sociedades anónimas deportivas de la liga de fútbol profesional en España: Un análisis empresarial descriptivo. *Revista Española de Educación Física y Deportes*(408), 39-55.
- Mayorga Escalada, S. (2021). Peso de las marcas de ropa deportiva dentro del fútbol europeo de élite a través del patrocinio. 'Marketing' y competencia entre Adidas y Nike. *Index comunicación*, 69-94.
- McGlashan, C. (9 de agosto de 2022). *Private equity: European football's growing fanbase*. Recuperado el 16 de marzo de 2023, de PE Hub Europe: <https://www.pehubeurope.com/private-equity-european-footballs-growing-fanbase/>

- Müller, J., Lammert, J., & Hovemann, G. (2012). The Financial Fair Play Regulations of UEFA : An Adequate Concept to Ensure the Long-Term Viability and Sustainability of European Club Football ? *International Journal of Sport Finance*(7), 117-140.
- Mundo Deportivo. (1 de julio de 1982). El R.Madrid, con publicidad Zanussi en las camisetas. *Mundo Deportivo*, p. 27. Recuperado el 18 de marzo de 2023, de <http://hemeroteca-paginas.mundodeportivo.com/EMD01/HEM/1982/07/01/MD19820701-027.pdf>
- Oh, C. (2019). Why Are Sports Team IPOs Uncommon? *Joseph Wharton Scholars*.
- Palco23. (17 de noviembre de 2022). *Real Madrid abrirá su propio parque temático en Dubái en 2023*. Recuperado el 17 de marzo de 2023, de Palco23: <https://www.palco23.com/clubes/real-madrid-abrira-su-propio-parque-tematico-en-dubai-en-2023>
- Preqin. (S.F.). *What Is Private Capital?* Recuperado el 13 de marzo de 2023, de <https://www.preqin.com/academy/lesson-2-private-capital/what-is-private-capital>
- Private Equity Insights. (21 de agosto de 2020). *Formula One team bought by US private equity firm*. Recuperado el 15 de marzo de 2023, de <https://pe-insights.com/news/2020/08/21/formula-one-team-bought-by-us-private-equity-firm/>
- Puccio, A. (18 de diciembre de 2022). *The NBA's Institutional Investor Era*. Recuperado el 12 de marzo de 2023, de Boardroom: <https://boardroom.tv/nba-institutional-investors/>
- Pujadas, X., & Santacana, C. (2001). La mercantilización del ocio deportivo en España. El caso del fútbol (1900-1928). *Historia Social*, 147-167.
- PwC & Fundación España Activa. (23 de noviembre de 2020). *Termómetro del ecosistema del deporte en España*. Obtenido de <https://www.pwc.es/es/entretenimiento-medios/assets/informe-termometro-ecosistema-deporte-espana.pdf>

- Real Madrid CF. (30 de junio de 2022). *Informe económico 2021-2022*. Obtenido de Real Madrid: https://www.realmadrid.com/media/document/informe-economico-2021_2022-e-informe-de-auditoria.pdf
- Renneboog, L., & Vanbrabant, P. (2000). Share Price Reactions to Sporty Performances of Soccer Clubs listed on the London Stock Exchange and the AIM. *CentER Discussion Paper, 19*.
- Resolución de 3 de agosto de 2022, de la Presidencia del Consejo Superior de Deportes, por la que se publican los Estatutos de la Real Federación Española de Fútbol (BOE 16 de agosto de 2022).
- Reuters. (11 de julio de 2018). *Hedge fund Elliott takes control of Italian soccer club AC Milan*. Recuperado el 13 de marzo de 2023, de <https://www.reuters.com/article/us-soccer-acmilan-elliott-idUSKBN1K030I>
- Rico, F. (14 de enero de 2022). *Final de la Supercopa España 2022: cuándo es, qué equipos juegan, fecha, hora, dónde es, sede y dónde ver*. Recuperado el 15 de marzo de 2023, de Goal.com: <https://www.goal.com/es/noticias/final-de-la-supercopa-espana-2022-cuando-es-que-equipos-juegan-fecha-hora-donde-es-sede-y-donde-ver/blt67269eadc28a9d97>
- Rodríguez García, A. (2021). La libertad y la tolerancia religiosa en el origen del fútbol en España. *Cuadernos de Fútbol*.(137), 1-17.
- Rodríguez-Díaz, Á. (2021). La globalización del fútbol como expresión del capitalismo: el caso de la Superliga. *Sociología del Deporte*, 2(1), 85-94.
- Sánchez Martín, J. (2003). Valoración y salida a bolsa de las sociedades anónimas deportivas españolas. Análisis comparativo con el caso inglés. *Apunts. Educación Física y Deporte*, 3(73), 102-110.
- Sánchez Martínez, L. (2019). *Influencia de la propiedad en la gestión de los equipos de fútbol europeos [Tesis Doctoral, Universidad de Vigo]*. Pontevedra: Repositorio Institucional da UVigo .
- Sanchís, N. (4 de enero de 2023). *¿Puede un club como el Barcelona salir a bolsa? El Intercity y su modelo revolucionario, la prueba*. Recuperado el 18 de abril de

2023, de Relevo: <https://www.relevo.com/futbol/liga-primera/puede-club-barcelona-salir-bolsa-20230104123529-nt.html>

Schwarz, L. (17 de enero de 2023). *PSG cobrará una fortuna por el amistoso en Arabia Saudita: cuánto ganará y quiénes deben jugar*. Recuperado el 15 de marzo de 2023, de Mundo Deportivo: <https://www.mundodeportivo.com/us/futbol/ligue-1/20230117/31656/psg-cobrara-fortuna-amistoso-arabia-saudita-ganara-quienes-deben-jugar.html>

Simón Sanjurjo, J. (2011). La mercantilización del fútbol español en los años veinte: de la implantación del profesionalismo al nacimiento del campeonato nacional de liga. *Esporte e sociedade*(18), 1-30.

Simón Sanjurjo, J. (2015). *Construyendo una pasión: El fútbol en España, 1900-1936*. Logroño (La Rioja): UNIR Editorial.

Sports Unfold. (2 de marzo de 2023). *Ranking The Top 10 Sports Leagues In The World According To Generated Revenue*. Recuperado el 18 de marzo de 2023, de Sports Unfold: <https://www.sportsunfold.com/ranking-the-top-10-sports-leagues-in-the-world-according-to-generated-revenue/>

Statista. (27 de enero de 2022). *Soccer (football) shirt sales worldwide in 2021, by club*. Recuperado el 16 de marzo de 2023, de Statista: <https://www.statista.com/statistics/1118294/football-shirt-sales-by-club/v>

Stoxx. (17 de junio de 2020). *Termination of Calculation and Dissemination - STOXX Europe Football*. Obtenido de https://www.stoxx.com/document/News/2020/June/Data_Dissemination_Notification_Termination_of_Calculation_and_Dissemination_STOXX_Football_Index_20200617.pdf

The Super League. (18 de abril de 2021). *The Super League. Press Release*. Recuperado el 10 de marzo de 2023, de <https://thesuperleague.es/press.html>

Turner, M. (25 de noviembre de 2022). *A Week to Remember for Manchester United Investors as Stock Surges 68%*. Recuperado el 17 de abril de 2023, de Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-11-25/manchester-united-sale-talks-spark-record-68-rally-in-wild-week#xj4y7vzkg>

- UEFA. (2012). *The European Club Footballing Landscape*. UEFA. Obtenido de https://www.uefa.com/MultimediaFiles/Download/Tech/uefaorg/General/02/09/18/26/2091826_DOWNLOAD.pdf
- UEFA. (2018). *The European Club Footballing Landscape*. Obtenido de https://www.footballbenchmark.com/documents/files/UEFA%20Club%20Licensing%20Benchmarking%20report_2020_FY%202018.pdf
- UEFA. (2021). *The European Club Footballing Landscape*. Obtenido de UEFA: <https://indd.adobe.com/view/144aa480-0e0b-488b-9fc2-db69882e4aa3?startpage=1&allowFullscreen=true>
- UEFA. (20 de abril de 2021). *UEFA Statutes*. Recuperado el 7 de marzo de 2023, de UEFA: <https://documents.uefa.com/v/u/OsXl2S7PUiUKy7gCop4Q5w>
- Yahoo Finance (14 de abril de 2023). Base de Datos. Datos obtenidos del buscador de Yahoo Finance, disponible en: <https://es.finance.yahoo.com/>