



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ANÁLISIS DEL IMPACTO ECONÓMICO Y DEPORTIVO DE LA TOMA DE CONTROL DE UN CLUB DE FÚTBOL PROFESIONAL POR PARTE DE ENTIDADES DE PRIVATE EQUITY: EL CASO DE LAS CINCO GRANDES LIGAS EUROPEAS

Autor: Eduardo León Campuzano

Director: Jorge Martín Magdalena

RESUMEN

La industria del fútbol actual exige a los clubes el desembolso de grandes cantidades de recursos para mantenerse en la elite, especialmente en las cinco grandes ligas europeas. La necesidad de recursos, unido al cambio en el modelo económico del fútbol que se ha producido desde 1990, ha sido percibido por distintos inversores como una oportunidad. Cabe resaltar el papel importante de los inversores extranjeros, pues han aumentado sin parar la toma de control de clubes de fútbol de profesionales en las cinco grandes ligas europeas, convirtiéndose en propietarios de un gran porcentaje de ellos. Entre ellos, destacan los procedentes de Estados Unidos, y en los últimos años los inversores institucionales de gran importancia en este país, las entidades de Private Equity, han adquirido participación en los clubes especialmente los dos últimos años.

Estas entidades especializadas de inversión suelen adquirir empresas por medio de LBOs y se caracterizan por mejorar la gestión operativa de las empresas adquiridas. El principal objetivo de estas firmas es obtener rendimientos económicos en sus inversiones, no solo en el fútbol, sino en todas las industrias en las que invierten. De esta forma, son el fiel reflejo y uno de los máximos exponente del panorama futbolístico actual y su modelo económico, en el que la parte económica juega un papel fundamental. Por ello, se ha considerado relevante estudiar el impacto de la toma de control de estas firmas de Private Equity en los clubes de las cinco grandes ligas europeas estudiando la primera operación de este tipo, la compra del PSG en 2006 por Butler Capital, Colony Capital y Morgan Stanley. Los resultados muestran que el impacto no ha sido significativo desde el punto de vista financiero ni deportivo.

PALABRAS CLAVE: fútbol profesional, Private Equity, LBO, cinco grandes ligas europeas, modelo económico del fútbol, PSG.

ABSTRACT

Today's football industry requires clubs to disburse large amounts of resources to stay in the elite, especially in the five major European leagues. The need for resources, together with the change in the economic model of football that has taken place since 1990, has been perceived by different investors as an opportunity. It is worth highlighting the important role of foreign investors, as they have steadily increased their takeover of professional football clubs in the five major European leagues, becoming owners of a large percentage of them. Among them, those from the United States stand out, and in recent years the most important institutional investors in this country, Private Equity companies, have acquired stakes in the clubs, especially in the last two years.

These specialized investment entities usually acquire companies through LBOs and are characterized by improving the operational management of the acquired companies. The main objective of these firms is to obtain economic returns on their investments, not only in football, but in all the industries in which they invest. In this way, they are a faithful reflection and one of the greatest exponents of the current football outlook and its economic model, in which the economic part plays a fundamental role. For this reason, it has been considered relevant to study the impact of the takeover of these Private Equity firms in the clubs of the five major European leagues by studying the first operation of this type, the purchase of PSG in 2006 by Butler Capital, Colony Capital and Morgan Stanley. The results show that the impact has not been significant from a financial or sporting point of view.

KEY WORDS: professional football, private equity, LBO, five major European leagues, football economic model, PSG.

ÍNDICE

ÍNDICE DE TABLAS	i
ÍNDICE DE GRÁFICOS	ii
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES	iii
GLOSARIO DE ABREVIATURAS	iv
CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Justificación del tema.....	1
1.2. Objetivos.....	5
1.3. Metodología.....	6
CAPÍTULO 2. MARCO CONCEPTUAL	8
2.1. Algunos conceptos básicos	8
a) Definición de fútbol profesional	8
b) Apalancamiento financiero	9
c) Regulación del Fair Play Financiero	11
d) Definición de fondo de inversión.....	12
e) Concepto de Private Equity.....	13
f) Compras apalancadas o <i>Leveraged buyout</i>	14
2.2. Evolución del modelo económico del fútbol	16
a) Primera etapa: modelo tradicional	16
b) Segunda etapa: modelo contemporáneo	18
2.3. Inversión extranjera en el fútbol europeo	21
2.4. La inversión de los Private Equity	23
a) Razones de inversión en el fútbol	23
b) Funcionamiento	27
c) Impacto en las empresas adquiridas.....	29
2.5. Historia del PSG	30
CAPÍTULO 3. PLANTEAMIENTO DE LAS HIPÓTESIS.....	32

CAPÍTULO 4. ANÁLISIS DE LAS HIPÓTESIS Y RESULTADOS	34
4.1. Muestra de datos a analizar	34
4.2. Variables a analizar	35
4.3. Análisis del caso del Paris Saint Germain	36
a) Análisis del endeudamiento	36
b) Análisis de la situación financiera	39
c) Análisis del gasto en fichajes	47
d) Análisis deportivo	49
4.4. Verificación de las hipótesis	51
CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES	57
CAPÍTULO 6. BIBLIOGRAFÍA	59

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Niveles de endeudamiento de la empresa y su efecto sobre la rentabilidad financiera	10
Tabla 2: Evolución de los datos de endeudamiento del PSG	37
Tabla 3: Evolución de los datos de endeudamiento del Everton	37
Tabla 4: Evolución de los datos de endeudamiento del Villarreal	38
Tabla 5: Evolución de los datos de endeudamiento del Borussia Dortmund.....	38
Tabla 6: Evolución de los ratios de solvencia del PSG	40
Tabla 7: Evolución del ratio de endeudamiento del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal.....	42
Tabla 8: Evolución del ratio de autonomía financiera del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal	42
Tabla 9: Evolución del ratio de solvencia del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal.....	43
Tabla 10: Evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias del PSG	43
Tabla 11: Evolución de la clasificación del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal desde la temporada 06/07 hasta la 10/11	51
Tabla 12: Resumen de los objetivos y verificación de las hipótesis.....	56

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Visión general de una operación de LBO	15
Gráfico 2: Evolución del activo total del PSG (en miles de euros).....	39
Gráfico 3: Evolución del pasivo y del patrimonio neto del PSG	40
Gráfico 4: Evolución del activo del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en miles de euros).....	41
Gráfico 5: Evolución del pasivo del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en miles de euros).....	41
Gráfico 6: Evolución de los ingresos de explotación del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en miles de euros).....	45
Gráfico 7: Evolución del resultado de explotación del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en miles de euros)	46
Gráfico 8: Evolución del resultado del ejercicio del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en miles de euros)	47
Gráfico 9: Evolución del gasto en fichajes del PSG (en millones de euros).....	48
Gráfico 10: Evolución del gasto en fichajes del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en millones de euros)	49
Gráfico 11: Clasificación en liga del PSG entre las temporadas 01/02 y 10/11.....	50

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Esquema funcionamiento Private Equity	28
---	----

GLOSARIO DE ABREVIATURAS

BVB: Borussia Dortmund

CF: Club de Fútbol

EVE: Everton Football Club

FFP: *Financial Fair Play*, Fair Play Financiero

FIFA: *Fédération Internationale de Football Association*, Federación Internacional de Fútbol Asociación

FC: *Football Club*

LBO: *Leveraged buyout*, compra apalancada

PSG: Paris Saint-Germain

ROE: *Return On Equity*, Rentabilidad Financiera o de los fondos propios

UEFA: *Union of European Football Associations*, Unión de Federaciones Europeas de Fútbol

VIL: Villarreal Club de Fútbol

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1. Justificación del tema

El deporte está adquiriendo cada vez más importancia en todas las sociedades alrededor del mundo, siendo una parte fundamental del entretenimiento y a la vez de la economía de los países. Dentro del deporte, el fútbol ha dejado de ser once contra once jugadores que juegan un partido con algunos miles de aficionados viéndolos en las gradas, actualmente es un fenómeno global y un sector que mueve millones de euros. En el caso de España, por ejemplo, el fútbol contribuyó al 1,37% del PIB en 2018¹.

El fútbol es el deporte más importante como así lo demuestran datos como el número de espectadores que tienen los eventos deportivos más relevantes a lo largo del año. Según datos oficiales, la Copa Mundial de la FIFA de 2018 fue vista por 3.572 millones de personas, lo que supone más de la mitad de la población mundial mayor de cuatro años y con lo que se convirtió en el evento deportivo más visto de la historia después de los juegos Olímpicos. De ese total, 3.262 millones fueron espectadores desde las televisiones de sus casas y los 309 millones restantes siguieron la acción en los terrenos de juego desde plataformas digitales, bares, restaurantes o áreas públicas preparadas a tal efecto². Por ello, muchos lo consideran como el mejor deporte del mundo y recibe apodos como “el deporte rey”.

La Copa Mundial es un evento que se organiza cada cuatro años y en el que participan las selecciones de los países clasificados, luego es algo especial que lleva a tener esas audiencias espectaculares, pero todos los años y en todos los países se celebran competiciones nacionales y continentales que albergan partidos de forma recurrente cada semana, los cuales también se encuentran entre los eventos deportivos más vistos. En 2020, los eventos deportivos más vistos del año están asociados al fútbol, en concreto son el clásico Real Madrid CF – FC Barcelona con 650 millones de espectadores y la final de la UEFA Champions League entre el PSG y el Bayern de Múnich con una estimación de 350 millones de espectadores³. Dentro de que prácticamente en todos los países del

¹ Fuente: PWC (2018). Impacto económico, fiscal y social del fútbol profesional en España

² Fuente: <https://www.fifa.com/tournaments/mens/worldcup/2018russia/media-releases/more-than-half-the-world-watched-record-breaking-2018-world-cup>

³ Fuente: EAE Business School. <https://www.eae.es/actualidad/noticias/cuales-son-los-eventosdeportivos-mas-importantes-del-mundo>

mundo se practica este deporte y se sigue de forma profesional, de estos datos también podemos extraer que el fútbol europeo es el segmento más relevante. Así, este trabajo se va a centrar en el estudio de la cinco grandes ligas europeas, las ligas inglesa, española, italiana, francesa y alemana. En su informe *Annual review of football finance 2021*, Deloitte estima que las cinco grandes ligas suponen un 60% del mercado global del fútbol. En concreto, el mercado del fútbol europeo en la temporada 2019/20, y pese al impacto de la pandemia global del Covid-19, alcanzó una cifra de 25.200 millones de euros, siendo la valoración de las cinco grandes ligas europeas de 15.100 millones de euros.

Estas cifras no siempre han sido tan elevadas y el número de aficionados ha sido uno de los factores que ha impulsado el cambio que ha sufrido el deporte en los últimos años. El seguimiento por parte de un elevado número de personas ha hecho crecer la “marca” asociada tanto a los equipos como a los jugadores, siendo una de las consecuencias un mayor seguimiento por parte de medios de comunicación. Han surgido incluso canales dedicados únicamente al seguimiento de los equipos y las ligas, como el español Gol TV, con los equipos de primera y segunda división española, y en menor medida con equipos europeos. Todo ello ha impulsado el deporte y ha catapultado las cifras económicas que se manejan, siendo en la actualidad muy elevadas. Con el paso de los años, y dadas las actuales condiciones, los clubes han visto necesaria una profesionalización de la gestión, empujando también el incremento de la comercialización de la actividad de los clubes. Con ello se ha creado lo que ahora podemos denominar y conocemos como industria del fútbol o negocio del fútbol (Gómez y Opazo, 2007).

Gracias a la situación actual del fútbol, los derechos de TV se venden por cifras que multiplican por varias veces las cantidades de hace veinte años. Por ejemplo, la liga inglesa ha vendido los derechos de televisión de las tres próximas temporadas, 2022-2025, por un valor de 11.600 millones de euros⁴. Por otro lado, hay empresas dispuestas a pagar grandes cantidades de dinero para patrocinar a equipos y jugadores, especialmente marcas deportivas. Dos de las marcas que más invierten y son más visibles dentro del fútbol son Nike y Adidas, y entre las dos han invertido en clubes europeos 1.516 millones de euros, de los cuales 680 millones de euros han ido destinados a clubes del Big Five⁵.

⁴ Fuente: <https://www.sport.es/es/noticias/premier-league/11-600-millones-derechos-televisivos-12787040>

⁵ Fuente: <https://www.eleconomista.es/especial-deportes/noticias/11277032/06/21/Los-patrocinos-al-rescate-del-futbol-postcovid-caen-pero-permiten-sobrevivir-a-los-clubes.html>

Con respecto a la economía del fútbol, el mercado de los inversores en clubes de fútbol europeos se caracteriza por las escasas barreras de entrada, la escasa rentabilidad a pesar del aumento de los ingresos y la considerable diversidad de tipos de propietarios, objetivos y orígenes (Rohde y Breuer, 2017). El modelo económico del fútbol ha evolucionado en los últimos años, se han producido varios cambios que lo han transformado y con ello la economía y finanzas de los clubes.

Lo que empezó como clubes propiedad de socios ha evolucionado a sociedades de capital. Esto llevó a una visión más económica del fútbol y atrajo el interés de distintos inversores. Sin embargo, durante muchos años los propietarios de los clubes han estado centrados en el aspecto deportivo sin importar el dinero invertido o las pérdidas obtenidas. Ello culminó en un entorno de sobreinversión en el que los equipos competían cada vez más en función de su poder económico (Dietl et al., 2008), obligando a la UEFA a emitir la regulación sobre el FFP con el objetivo de dar mayor estabilidad económica a los clubes. Este es el punto en el que nos encontramos ahora.

Todo empezó a cambiar en el año 1990, desde entonces la parte de negocio del fútbol ha adquirido una relevancia importante. Los años anteriores a la década de los 90, el fútbol profesional estaba en decadencia, los beneficios estaban cayendo, la asistencia a los estadios era baja y el fútbol no se asociaba a un entretenimiento para cualquier persona de cualquier edad, sino que estaba asociado únicamente a los hooligans; pero todo cambió, los salarios de los jugadores empezaron a elevarse, los contratos de televisión empezaron a ser de cantidades muy elevadas para la época, los estadios se reconstruyeron, hubo un crecimiento importante de los patrocinadores y del *merchandising*, y hasta algunos clubes empezaron a cotizar en bolsas de valores (Dobson y Goddard, 2001).

Como consecuencia de esto la comunidad empresarial y financiera y los economistas académicos empezaron a prestar más atención a la industria. Desde entonces, en la literatura existe un amplio análisis de los distintos tipos de inversores que han participado en el fútbol, así como su evolución. Además, distintos autores han analizado variables como el rendimiento económico y deportivo de distintos clubes de fútbol con distintas estructuras. Destacan algunas conclusiones como que los clubes propiedad de inversores extranjeros obtienen mejores resultados deportivos (Wilson et al., 2013), o que cuando los clubes ingleses están bajo el control de inversores extranjeros aumentan la inversión

y como consecuencia de también de pagar mayores salarios se reducen los beneficios (Rohde y Breuer, 2016).

El cambio ha sido mayor en los últimos años con la llegada de los inversores institucionales. Estos nuevos inversores no eran bien vistos por las instituciones reguladoras de los principales deportes comerciales y sus principales ligas como puede ser el fútbol, el baloncesto con la NBA o el béisbol con la MLB. De hecho, muchas de ellas tenían prohibida la inversión a estas instituciones por el temor de una influencia negativa sobre los clubes y equipos. Durante muchos años, estas restricciones no eran ni siquiera relevantes porque estas inversiones no eran rentables o no lo eran tanto como ahora. Por ese motivo, la propiedad estaba habitualmente en manos de personas con alto poder adquisitivo, las cuales invertían, más que por la rentabilidad, por el prestigio personal que les aportaba.

Dentro de los inversores institucionales, hay un corriente de inversión por parte de las entidades de capital riesgo, en concreto de las denominadas Private Equity. Estas entidades están apostando fuerte por estos activos, hasta tal punto que se han creado instituciones especializadas en la inversión en el deporte como por ejemplo Arctos Sports Partner, la cual en octubre de 2021 recaudó en un fondo casi 3 mil millones de dólares, lo que supuso el debut de una firma de este tipo más grande de la historia⁶.

El fútbol no se está quedando atrás y también está recibiendo esta inversión. La primera inversión llegó en 2006 a un club de la liga francesa, el Paris Saint-Germain, por parte de dos entidades de este tipo. Desde ese momento, el número no ha parado de crecer, con un crecimiento muy importante los tres últimos años aprovechando la situación de la industria. Las inversiones no son pequeñas y se están involucrando firmas grandes e importantes como CVC Capital Partners, la cual ha adquirido recientemente una participación del 10% en la liga española por 2.700 millones de euros⁷.

A pesar de la importante inversión no existe literatura que analice la toma de control de los clubes de fútbol por parte de entidades de Private Equity, un fenómeno muy relevante en los últimos años y que refleja el cambio que se está produciendo en el panorama futbolístico en Europa. Como recoge la literatura esta evolución tiende hacia un modelo

⁶ Fuente: <https://www.privateequityinternational.com/sports-most-active-pe-owners-revealed/>

⁷ Fuente: <https://www.privateequityinternational.com/sports-most-active-pe-owners-revealed/>

de club en el que la vertiente económica es más relevante y en la que sus inversores se preocupan por obtener una rentabilidad económica. Las características del mercado del fútbol han cambiado mucho durante los últimos años, por ello, resulta relevante analizar esta nueva tendencia y, en concreto, a estos nuevos inversores institucionales, las firmas de Private Equity.

Además, existen críticas a estos inversores por parte de algunas personas que forman parte del mundo del fútbol. Precisamente la principal crítica la expuso Christophe Dugarry, campeón del mundo en 1998 y de Europa dos años más tarde con Francia, en una entrevista en el periódico L'Équipe en la que declaró que "Los fondos de inversión sólo están para hacer negocios. ¡No tienen nada que hacer en el fútbol!"⁸, pero no es el único que ha alzado la voz por este tipo de inversiones, existe una corriente de crítica entre parte de los aficionados e integrantes del mundo del fútbol a estas inversiones, especialmente a todo aquello relacionado con el negocio del fútbol y la financiación de los clubes. Por el contrario, tenemos literatura que analiza el impacto de la inversión extranjera en los clubes que en algunos puntos dice lo contrario. Por consiguiente, resulta de interés analizar cuál es el impacto que tienen en los clubes la toma de control por parte de este nuevo tipo de inversores.

1.2. Objetivos

El análisis de la inversión institucional en el fútbol puede llegar a ser ardua, ya que la inversión en los clubes se realiza en algunas ocasiones a través de una gran variedad de vehículos de inversión. Esto tiene como resultado unas estructuras de propiedad un tanto complejas en las que resulta difícil identificar cual es el verdadero propietario que está detrás del complejo entramado de sociedades.

Por ello, y dada la escasez de literatura al respecto, este trabajo tiene como objetivo analizar el impacto de la toma de control de un club de fútbol profesional por parte de inversores institucionales, en concreto de las empresas dedicadas a la gestión y administración de inversiones denominadas Private Equity. Este análisis se va a centrar en la evolución de los dos aspectos fundamentales para un club de fútbol actualmente, el económico y el deportivo.

⁸ Fuente: <https://new.in-24.com/sport/soccer/19296.html>

Dado que este tipo de inversión es relativamente reciente y no muy extendida por los clubes de fútbol de todas las ligas, los clubes analizados serán aquellos en los que se ha producido esta inversión por parte entidades de Private Equity. Por la disponibilidad de información y datos y por su importancia, el análisis se centrará en aquellos que componen las grandes ligas europeas, el “Big Five”.

1.3. Metodología

En primer lugar, se ha llevado a cabo una revisión no sistemática de la literatura sobre el tema objeto de estudio para obtener un conocimiento y entendimiento suficiente del mismo. Entre la literatura existente analizada destacan los artículos académicos obtenidos, recurso principal empleado en esta parte de la investigación. Para ello, se ha hecho uso de distintos recursos entre los que cabe mencionar distintas bases de datos como son Scopus, Google Scholar, WOS y ResearchGate. También se han empleado revistas como *Journal of Financial Studies* y *Journal of Sports Economics*, y estudios, entre los que cabe resaltar *Annual Review of Football Finance 2021* y *Deloitte Football Money League 2021*.

Una vez revisada la literatura, se han buscado cuáles son los clubes de fútbol integrantes de las cinco grandes ligas europeas y cuáles de ellos han recibido inversión de entidades de capital riesgo. Para poder analizar cuál ha sido realmente el impacto, se han elegido clubes de las restantes ligas europeas que componen el “Big Five” asimilables con los que se han comparado. Todo ello con el objetivo de empezar el análisis para poder extraer las conclusiones y comprobar si se verificaban las hipótesis.

El análisis se ha descompuesto en las dos partes que se han considerado las más importantes de un club de fútbol, la económica y la deportiva. Tanto el examen de la parte económica, como de la parte deportiva, se ha realizado únicamente sobre los clubes que conforman la muestra seleccionada, que, por sus características como las temporadas transcurridas desde la inversión, permitían un correcto análisis y extraer adecuadas conclusiones de la muestra.

Comenzando con la vertiente económica, se han estudiado las cuentas anuales de los clubes de la muestra, extraídas principalmente de las páginas webs oficiales de las ligas o de las de los propios clubes, y se han analizado distintas ratios consideradas apropiadas que reflejan la situación financiera de un club. Puesto que se ha considerado relevante

para la investigación, también se ha prestado especial atención dentro de las cuentas anuales a la deuda y ratios asociados a la misma.

Las características propias de cada club hacen que sea necesario abordar cada caso de forma separada e independiente. Además, los clubes están asentados en distintos países lo que hacía más complicado el establecer algunos criterios únicos, por lo que se ha decidido tratar cada caso de forma de individual; pero se ha conducido el análisis de forma que luego se han podido extraer conclusiones globales y, con ello, cubrir los objetivos de la investigación.

Por otro lado, respecto al rendimiento deportivo de los clubes, se han observado las clasificaciones de los clubes en sus ligas, es decir, el puesto en el que finalizan los clubes en las ligas nacionales y acotado al número de años relevantes para el análisis.

En definitiva, tras establecer un marco teórico con la revisión de la literatura en el que se definen conceptos básicos y se explica el modelo económico del fútbol, se realizará un análisis detallado de los clubes de la muestra del que se extraerán las conclusiones.

CAPÍTULO 2. MARCO CONCEPTUAL

2.1. Algunos conceptos básicos

a) Definición de fútbol profesional

Según la Real Academia Española la definición de fútbol es: “juego entre dos equipos de once jugadores cada uno, cuya finalidad es hacer entrar un balón por una portería conforme a reglas determinadas, de las que la más característica es que no puede ser tocado con las manos ni con los brazos”.

Como consecuencia de la profesionalización del fútbol a lo largo de los últimos tiempos, podemos hacer referencia al concepto de fútbol profesional. La profesionalización se ha producido tanto en los deportistas como en los clubes. Respecto a los deportistas, la profesionalización ha llegado por la alta exigencia de la competición y su frecuencia, que requiere una alta preparación, tanto física como mental, y dedicación de forma total a su profesión, el fútbol. Por otro lado, la profesionalización de los clubes ha venido exigida por la creciente complejidad de las actividades gestionadas dentro de los mismos. Esto ha llevado a la necesaria contratación de profesionales cualificados para la gestión y requiere, entre otras cosas, una mayor planificación de las actividades, una formalización de las reglas y procesos reglados para la toma de decisiones (Gómez y Opazo, 2007).

En consecuencia, no todo el fútbol que se practica se considera profesional y la consideración de profesional varía según cada país. Usando como ejemplo los países a los que pertenecen las ligas que componen el Big Five de Europa, en España se considera fútbol profesional a la Primera y Segunda División, integradas por sociedades anónimas deportivas y clubes, en concreto 20 y 22 respectivamente⁹. Estos equipos están integrados dentro de la asociación denominada La Liga Nacional de Fútbol Profesional.

En Inglaterra, se considera fútbol profesional a las cuatro primeras divisiones, desde la primera división, también conocida como Premier League, hasta las tres divisiones inferiores dentro de la EFL (English Football League), la Championship, One y Two. En total abarcan a 92 equipos.

⁹ Fuente: <https://www.laliga.com/transparencia/informacion-institucional>

En Francia e Italia,¹⁰ como ocurre en España, cuentan únicamente con dos ligas consideradas profesionales, en Francia se denominan Ligue 1 y Ligue 2, y en Italia Serie A y Serie B. En Alemania, en cambio, son tres las ligas consideradas profesionales, las que componen las tres primeras divisiones, que reciben el nombre de Bundesliga, 2. Bundesliga y 3. Liga.

Todas las ligas mencionadas son aquellas que se consideran estrictamente el fútbol profesional en cada país, aunque sí que es cierto que en todos los países analizados existen algunas categorías inferiores a las mencionadas que tienen la consideración de semiprofesionales.

b) Apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero significa de forma general el incremento de los niveles de endeudamiento en una empresa, es decir, la deuda; pero la intención última es el incremento de la rentabilidad de los fondos propios o, lo que es lo mismo, la rentabilidad financiera o ROE (Gironella Masgrau, 2005).

El apalancamiento financiero es positivo si afecta de forma positiva al ROE, neutro si esta queda inalterada, o negativo si lo que se produce es un perjuicio a la empresa y su rentabilidad como consecuencia del incremento de la deuda. Así, una empresa solo debería aumentar su apalancamiento si este es positivo (Gironella Masgrau, 2005). El efecto se puede resumir de forma teórica y con una situación hipotética con la **Tabla 1**.

¹⁰ Fuente: <https://www.palco23.com/competiciones/italia-reducira-el-numero-de-equipos-de-futbol-profesional-y-expulsara-a-los-morosos>

Tabla 1: Niveles de endeudamiento de la empresa y su efecto sobre la rentabilidad financiera

Niveles de endeudamiento de la empresa y su efecto sobre la rentabilidad financiera							
Nivel	Fondos propios (FP)	Deuda con gasto financiero explícito	Gasto financiero	Beneficios antes de impuestos (BAI)	Impuesto sobre beneficios	Beneficio neto o beneficio después de impuestos (BDI)	Rentabilidad financiera (RF)
1	700	–	–	100	35,00	65,00	10,24%
2	500	200	20	80	28,00	52,00	11,61%
3	450	250	25	75	26,25	48,75	12,15%
4	400	300	30	70	24,50	45,50	12,83%
5	350	350	35	65	22,75	42,25	13,73%
6	300	400	40	60	21,00	39,00	14,94%
7	250	450	45	55	19,25	35,75	16,69%
8	200	500	50	50	17,50	32,50	19,40%
9	150	550	55	45	15,75	29,25	24,22%
10	100	600	60	40	14,00	26,00	35,14%

Fuente: Gironella Masgrau, E. (2005)

El ROE es un ratio financiero definido por la división de los resultados netos entre el capital o fondos invertidos. El efecto del endeudamiento en estas dos partidas es el siguiente (Gironella Masgrau, 2005):

- El aumento de la deuda tiene como consecuencia unos mayores intereses anuales que se deben pagar, lo que produce una caída en el beneficio neto, el numerador.
- Al obtener deuda para financiar parte de la operación, el capital que debe aportar el inversor o la empresa será también menor, el denominador.

Con carácter general, la rentabilidad aumenta porque esa reducción en el capital es mucho mayor que la caída de los beneficios, pero llegado un cierto nivel de endeudamiento los flujos de caja de la empresa no son capaces de soportar el servicio de la deuda y los beneficios se reducirán tanto que no compensara la disminución del capital invertido, teniendo dicho aumento de la deuda un efecto negativo sobre la rentabilidad (Gironella Masgrau, 2005).

Un incremento del apalancamiento también lleva asociado un incremento del riesgo de insolvencia. Por lo tanto, no es algo siempre positivo y que siempre incremente la rentabilidad. Lo que produce el apalancamiento es una ampliación de los resultados, si hay beneficios estos serán mayores con respecto al dinero invertido, pero si hay pérdidas también serán mayores (Gironella Masgrau, 2005).

c) Regulación del Fair Play Financiero

El concepto de FFP fue acuñado por la UEFA en 2009 con el objetivo de cambiar la situación financiera de los clubes europeos, hasta entonces caracterizada por un continuo empeoramiento de los resultados del ejercicio y, en general, de sus finanzas. Para combatir esta situación y hacer frente a los excesos de algunos clubes, las regulaciones entraron en vigor en junio de 2010. Con ello se establecía un sistema de control financiero que abordaba este problema, pero no otros problemas que afectan al fútbol como tratar de conseguir la igualdad entre los clubes (UEFA, 2019).

Las regulaciones son actualizadas de forma recurrente para cubrir algunas de las lagunas que existen y ayudar a cumplir con los objetivos y principios marcados. Desde su creación, se ha actualizado de forma periódica en 2012, 2015 y 2018, y los principios fundamentales son (UEFA, 2019):

- Mejorar la capacidad económica y financiera de los clubes, aumentando su transparencia y credibilidad.
- Dar la importancia necesaria a la protección de los acreedores y garantizar que los clubes liquiden puntualmente sus obligaciones con los empleados, las autoridades sociales/tributarias y otros clubes.
- Introducir más disciplina y racionalidad en las finanzas de los clubes de fútbol.
- Fomentar el funcionamiento de los clubes en función de sus propios ingresos.
- Fomentar el gasto responsable en beneficio del fútbol a largo plazo.
- Proteger la viabilidad y sostenibilidad a largo plazo del fútbol de clubes europeo.

Estos objetivos tratan de abordar los dos problemas y áreas más importantes: (i) la obligación de los clubes de equilibrar sus finanzas dentro de un periodo de tiempo limitado y (ii) cumplir con sus obligaciones de pago tanto a favor de sus empleados como de otros clubes por el traspaso de jugadores (UEFA, 2019).

Como consecuencia de la implantación de esta regulación, los directivos de los clubes europeos ahora deben ajustar sus presupuestos a los límites establecidos, es decir, a sus ingresos asociados únicamente al fútbol, incluyendo una pequeña desviación aceptada.

Por ello, esta normativa impulsa una “buena gestión” o una gestión ajustada a los ingresos (Franck, 2014).

La llegada de esta regulación es positiva, ya que con anterioridad a la implantación de la normativa del FFP el modelo económico del fútbol se caracterizaba por un excesivo gasto y clubes que acumulaban más y más pérdidas millonarias, llegando a estar en situación de quiebra técnica. La esperanza era poder ser rescatados por subvenciones estatales y/o inyecciones de dinero privado año tras año (Franck, 2014).

Se ha demostrado con el paso de los años que los resultados reportados por los clubes bajo esta normativa son mejores y su situación financiera esta más saneada. En los cinco años posteriores a su introducción en 2009, tanto las pérdidas en un 20% como la deuda neta en un 30% disminuyeron. Los balances de los clubes se han reforzado no solo por la reducción de la deuda, este cambio también ha tenido como resultado un incremento de los fondos propios (UEFA, 2019).

d) Definición de fondo de inversión

Los fondos de inversión son definidos por la CNMV como: “instituciones de inversión colectiva: esto implica que los resultados individuales están en función de los rendimientos obtenidos por un colectivo de inversores” (CNMV, 2006).

Los fondos están formados por un conjunto de capitales aportados por individuos que pasan a ser partícipes y tener la consideración de inversores. Las unidades de inversión que compran los inversores son las participaciones, cuyo precio es determinado por la división del patrimonio total del fondo entre las participaciones en circulación en el momento. De este modo, el patrimonio del fondo puede variar cuando existen entradas de partícipes, es decir, compra de participaciones (suscripción); o salidas de partícipes, es decir, venta de participaciones (reembolso). También puede variar por la fluctuación del valor de los activos en los que está invertido el capital (CNMV, 2006).

El fondo se trata de un patrimonio sin personalidad jurídica propia. Por ello, para administrarlo es necesario una sociedad gestora y, habitualmente, existe una sociedad depositaria encargada de la custodia del capital y del control de la sociedad gestora (CNMV, 2006).

La pieza clave en el funcionamiento del fondo es la sociedad gestora, es la encargada de la toma de decisiones de inversión y de la administración y representación del fondo. La gestora decide la composición de la cartera y los activos en los que se invierte, y de su gestión dependen las pérdidas o ganancias obtenidas por los inversores. Por esta labor, los partícipes del fondo pagan una cantidad, normalmente anual, en forma de comisiones. Por otro lado, los partícipes no reciben directamente los beneficios o pérdidas obtenidos con cada activo, sino que sus retornos se producirán con el reembolso de su participación o participaciones (CNMV, 2006).

e) Concepto de Private Equity

La Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) aporta una definición que sintetiza bien la labor de las entidades de capital privado:

“El capital privado (Venture Capital y Private Equity) es una actividad desarrollada por entidades especializadas que consiste en la aportación de recursos financieros de forma temporal (3-10 años) a cambio de una participación (puede ser tanto mayoritaria como minoritaria) a empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento. Esta inyección de capital se complementa con un valor añadido: asesoramiento ante problemas concretos, credibilidad frente a terceros, profesionalización de los equipos directivos, apertura a nuevos enfoques del negocio, experiencia en otros sectores o mercados etc. El objeto del capital privado es contribuir al nacimiento y a la expansión y desarrollo de la empresa, para que su valor aumente”¹¹.

De la propia definición se desprende que hay dos tipos de entidades, los Venture Capital y los Private Equity. Ambas se diferencian por el tipo de compañías que compran y en el momento de su ciclo de vida que lo hacen. Haciendo referencia al primer término, los Venture Capital son aquellas entidades que compran empresas en crecimiento y en estadios tempranos de su ciclo de vida, por otro lado, los Private Equity se centran en empresas en su etapa de maduración y más estables. Por lo tanto, y como la mayoría de los clubes de fútbol tienen una larga historia, estas últimas son las relevantes para el estudio.

¹¹ Fuente: <https://ascric.org/que-es-el-capital-riesgo/>

Las entidades de Private Equity son empresas que recaudan fondos de instituciones y personas adineradas, que luego dedican a la compraventa de empresas. Además, hay que destacar que son inversores activistas, siguen la estrategia de participar de forma activa en la empresa, formando parte de la gestión de las operaciones (Lonsdale, 2017). Como de nuevo bien sintetiza ASCRI de la siguiente forma:

“(…) aporta a la empresa además de recursos financieros, profesionalización, credibilidad y experiencia en el diseño de nuevas estrategias de creación de valor. Es capaz de alinear intereses de accionistas y gestores, desarrollando atractivos esquemas de retribución y motivación de éstos últimos. Cuando pasan unos años y la empresa ha generado el valor esperado y está lista para ser desinvertida, organiza un proceso de venta que maximiza el valor de su inversión y también la de los otros accionistas y gestores acompañantes en estos proyectos”¹².

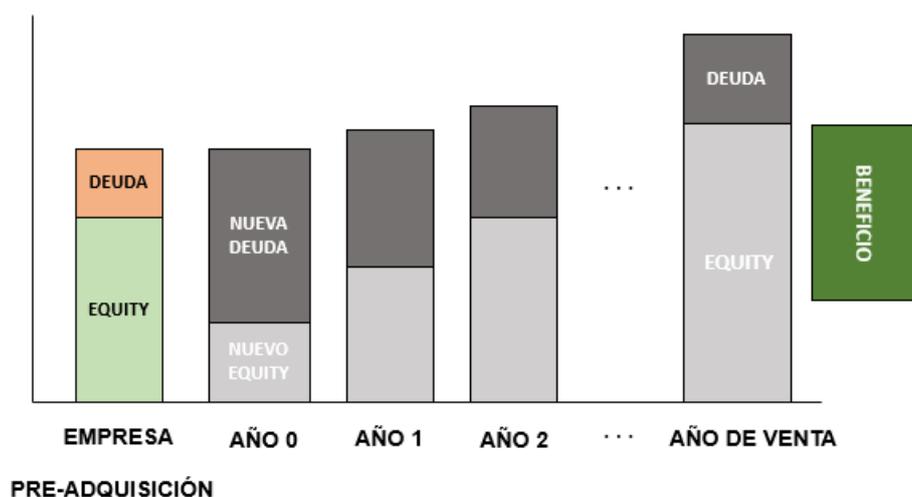
f) Compras apalancadas o *Leveraged buyout*

Las compras apalancadas o LBOs consisten en la compra de una empresa o de alguna de sus divisiones con un porcentaje elevada de fondos prestados, ya sea deuda o una inversión directamente en la empresa participando en sus fondos propios.

La dinámica y forma de obtención de rentabilidad en este tipo de operaciones es por medio del repago de la deuda, lo que permite que el porcentaje de equity vaya aumentando, como se observa en el **Gráfico 1**. Llegado el último año se vende la empresa, con parte del dinero obtenido se repaga la deuda, y se obtiene el valor del equity, que como ha ido aumentando supone un beneficio para los inversores. Además, si llegado el último año se consigue vender la empresa por un precio más elevado que el de compra las ganancias serán aún mayores. De esta forma, y gracias al apalancamiento financiero, se multiplica la rentabilidad respecto al capital invertido.

¹²*Id.*

Gráfico 1: *Visión general de una operación de LBO*



Fuente: elaboración propia

En definitiva, el beneficio viene bien de repagar la deuda, bien de aumentar el valor de la empresa o de una combinación de ambos. Además, gracias al apalancamiento financiero y a haber podido reducir la cantidad de capital invertido, la rentabilidad sobre el capital invertido es mayor.

Las empresas objetivo de inversión suelen tener unas características similares que se pueden resumir en (Wilson et al, 2022):

- Flujos de caja estables. Esto permitirá predecir de forma más certera como serán los flujos de caja del futuro, dando una mayor seguridad para el repago de la deuda, y reducen las posibilidades de quiebra de la empresa por no poder hacer frente a sus obligaciones. Empresas con esta característica suele encontrarse en sectores que no son cíclicos, mercados nicho con una demanda estable o industrias con un crecimiento bajo.
- Capacidad de endeudamiento no utilizada. Una de las características de las operaciones de LBO es el uso de un gran porcentaje de deuda, por lo que es fundamental que las empresas que compran tengan la posibilidad de hacer frente a un mayor endeudamiento.
- Activos tangibles. Estos activos son utilizados como colaterales para la deuda, luego es importante que la empresa cuente con un buen número de ellos, cuantos

más estén en propiedad de la empresa mejor, mayor deuda van a poder conseguir porque los prestamistas tienen una forma de asegurarla.

- Bajas necesidades de inversión en CAPEX e I+D+i. Para poder repagar la deuda la empresa debe generar un flujo de caja elevado, que en caso de necesitar inversión en CAPEX e I+D+i no va a ser posible o este se va a ver reducido de forma considerable.
- Activos infrautilizados, bien sea por una pobre gestión o porque no se están utilizando en su máxima capacidad. Esto abre la posibilidad de una mejora operativa de la empresa y, por lo tanto, de la capacidad para aumentar los ingresos y los flujos de caja de la empresa, que se traducirá en un mayor repago de la deuda.

2.2. Evolución del modelo económico del fútbol

El modelo del fútbol ha sufrido una gran evolución y cambio especialmente en los últimos 30 años, y actualmente hay una mayor ponderación de la vertiente económica. El primero de los factores que ha movido este cambio es la globalización de la industria (Andreff, 2018), asimismo se ha desarrollado un proceso de negociación y comercialización de distintos aspectos del fútbol que ha traído grandes sumas de dinero al sector (Dima, 2015). Dentro de esta evolución, se diferencian dos grandes etapas (i) una primera etapa en la que imperaba lo que podemos considerar como el modelo tradicional y (ii) una segunda con el modelo contemporáneo, siendo el punto de inflexión que las separa la década de los 90 (Andreff y Staudohar, 2000).

a) Primera etapa: modelo tradicional

El primer hito que supuso un impacto en el modelo de los clubes es su transformación en sociedades mercantiles. Esta transformación se inició en Inglaterra a finales del siglo XIX y se retrasó hasta las últimas décadas del siglo XX en las otras cuatro grandes ligas europeas, comenzado en la liga francesa en 1975. Unos años después, en 1985, los clubes italianos tuvieron que convertirse obligatoriamente en sociedades de capital por la aprobación de una ley. Y casi una década más tarde, llegó este cambio a España con la promulgación de la Ley del Deporte de 1990 que creó la figura de las Sociedades Anónimas Deportivas, un tipo de sociedad creado en especial para los clubes deportivos, con la peculiaridad de no ser obligatorio para todos los clubes. Por último, Alemania permitió esta transformación en 1998, donde igualmente no fue obligatoria para todos los

clubes y, además, fue de aplicación a discreción de los clubes según sus necesidades (Sánchez Martínez, 2019).

A pesar de esta transformación, el funcionamiento de los clubes continuó siendo similar, predominando la vertiente deportiva. Clara muestra de ello es el caso de los clubes ingleses, en los que sus escrituras de constitución contenían un doble objetivo: (i) la consecución de beneficios económicos y (ii) éxitos deportivos, lo que se daba a conocer como “*glory and profit*”. Por si fuera poco, para evitar que predominase la vertiente económica, la federación de fútbol inglesa introdujo la Rule 34 en 1892 por la que limitaba la cuantía de dividendos que podían repartirse entre los accionistas, prohibió que los administradores fueran remunerados y estableció que en caso de liquidación los bienes del equipo deberían traspasarse a otra entidad deportiva local (Sánchez Martínez, 2019).

En esta primera etapa, la principal y casi única fuente de ingresos de los clubes europeos eran los ingresos procedentes de la venta de entradas para la asistencia a los campos de fútbol (Andreff y Staudohar, 2000).

Al ser la principal fuente de ingresos la venta de entradas los clubes dependían de la ciudad en la que estaban asentados y sus alrededores, era determinante en la dimensión que podían adquirir los clubes, pues dependían del número total de habitantes de la región, así como de su capacidad económica. Otro factor esencial para los ingresos de los clubes era la capacidad de los estadios porque, como se ha mencionado, la principal fuente de ingresos procedía precisamente del número de entradas que podía vender (Castellanos y Sánchez, 2007).

En la parte de gastos, ese dinero procedente de las entradas se dedicaba en gran medida al pago de los salarios de los jugadores y de los traspasos de los jugadores, pero los clubes tenían grandes problemas económicos en esta época, en muchos casos esos gastos superaban a los ingresos. Sin embargo, la fuerte relación que existe entre los clubes y las ciudades a las que pertenecen hacía que el Estado ayudase con subvenciones, aplazamiento en el pago de las obligaciones tributarias y la compra de parte de las acciones del club (Martín Magdalena, 2016). En varios países como Alemania, Francia e Italia los gobiernos nacionales y locales concedían subvenciones a los clubes (Andreff y Staudohar, 2000).

En 1960 y 1970 aparecieron los primeros patrocinadores, empresas como Fiat, Bayer, Philips y Peugeot decidían patrocinar a los equipos de la misma ciudad en la que estaba asentada la compañía. La llegada de este flujo de dinero hizo que se comenzase a profesionalizarse la gestión de los clubes (Andreff y Staudohar, 2000).

Al mismo tiempo, aparecieron los derechos de TV. Por ejemplo, en la liga francesa el primer acuerdo llegó en 1980-81, pero aún no era algo importante para los clubes y las ligas, no formaba parte de su estrategia, y muchos clubes llegaron a pensar que podía reducir la asistencia a los estadios. Incluso en ocasiones rechazaron acuerdos que *a priori* podían resultar atractivos, por ejemplo, la liga inglesa rechazó un acuerdo con la BBC de un millón de libras para retransmitir en directo los partidos del campeonato (Andreff y Staudohar, 2000).

El porcentaje de ingresos procedente de la “taquilla” estaban entorno al 70%-80%. Por eso, nos podemos referir al modelo de esta época como SSSL (*Spectators – Subsidies – Sponsors – Local*), resumiendo los aspectos principales del modelo: la fuente principal de ingresos es la venta de entradas, complementada por las subvenciones y los patrocinadores, todo ello en el ámbito local (Andreff y Staudohar, 2000).

Además, durante estos años y especialmente en Inglaterra, el fútbol estaba en decadencia, la asistencia a los estadios empezaba a reducirse, los ingresos estaban muy estancados con este modelo, no había posibilidades de crecimiento y, para empeorar la situación, el deporte estaba manchado por la imagen de los ultras. Por todo ello, no se le prestaba mucha atención al fútbol por parte de inversores, ni se veía como un buen negocio (Dobson y Goddard, 2001).

b) Segunda etapa: modelo contemporáneo

El año 1990 fue un punto de inflexión para el fútbol europeo, un año que supuso un gran cambio para el mundo del fútbol y, en concreto, para su modelo económico. Con los cambios producidos durante esta década el fútbol se empezó a convertir en un buen negocio (Dima, 2015).

En esta etapa, aparecieron nuevas fuentes de ingresos y cambió la importancia de las ya existentes, con ello la estructura de los clubes se modificó. Para empezar, la importancia de la venta de entradas se redujo. En el caso de los equipos de la liga francesa de un 81% en 1970-71 a un 19,9% en 1997-98. Lo mismo ocurrió en el resto de las ligas, en la liga

italiana el descenso fue de un 71% en 1988 a un 36% en 1998. La única excepción fue la liga española, en la que este cambio se retrasó unos años y los clubes españoles seguían dependiendo de la “taquilla”, jugando un papel fundamental los socios y abonados de los clubes (Andreff y Staudohar, 2000).

Las subvenciones también se redujeron, pero con un impacto mayor, ya que estas fueron eliminadas radicalmente. Por el contrario, los ingresos que habían surgido en la etapa anterior de patrocinadores se mantuvieron estables entorno al 20%-25% (Andreff y Staudohar, 2000).

Los ingresos que revolucionaron el fútbol y las finanzas de los clubes fueron los derechos de TV. Estos se convirtieron en la segunda fuente de ingresos de los clubes europeos e incluso en el caso de la liga francesa en la primera. Anteriormente, era habitual un monopolio de un solo canal de TV en cada país, pero la entrada de varios canales públicos y privados ayudó en esta transformación, otorgó un mayor poder de negociación a las ligas y a los clubes y gracias a ello consiguieron obtener mejores acuerdos a nivel económico (Andreff y Staudohar, 2000).

Hasta entonces, el mercado del fútbol estaba muy limitado y centrado en el ámbito nacional y local, por lo que si se quería hacer crecer la industria había que expandirlo. En esta segunda etapa, un punto importante fue restaurar el sistema de gobierno de las competiciones europeas, cambiando el modelo para incluir más clubes y así aumentar el interés de los aficionados y con ello atraer patrocinadores y a los medios de comunicación (Dima, 2015).

A principios de 1992 la principal competición entre clubes europeos, La Liga de Campeones, inauguró un nuevo formato que ha ido evolucionando para incluir cada vez más equipos. En 1994 se modificó para incluir a 16 equipos, en 1998 se aumentó a 24 y en el año 2000 a 32, pero esto no ha sido lo más importante, además de atraer más aficionados con el aumento de los clubes participantes, se centralizaron los medios de comunicación y los derechos comerciales por parte de la UEFA. Esto se ha demostrado como otro movimiento clave que ha beneficiado la económica del fútbol europeo y así lo avalan los datos. Los ingresos únicamente de esta competición se multiplicaron por casi 10 veces en el periodo de 1994 a 2004. El buen funcionamiento del modelo implantado en esta competición hizo que la UEFA en el año 2009 lo aplicara a la otra gran competición europea, la UEFA Europa League (Dima, 2015).

Este gran aumento de los ingresos debería haber supuesto un cambio en la economía de los clubes y de las ligas, pero no ocurrió. La entrada de estos elevados ingresos tuvo el impacto contrario, el gran aumento de los ingresos provocó un gran aumento del gasto de los clubes, sobre todo en los salarios de los jugadores y entrenadores y en los precios de traspaso de jugadores (Pestana et al. 2009). Como consecuencia de esto, los clubes reportaban pérdidas y aumentaban su deuda año tras año, a la vez que se iba reduciendo la caja disponible para poder pagarla (Dima, 2015).

Otra cuestión relevante sobre este modelo contemporáneo es el caso Bosman en 1995, gracias al cual se ha liberalizado el mercado de transferencia de jugadores. Esto ha creado una distinción entre dos tipos de clubes, aquellos que demandan talento y aquellos que lo proporcionan. Algunos clubes se concentran en aumentar los beneficios y rentabilidad en las inversiones gracias a la emisión de bonos y obligaciones y obteniendo fondos prestados de los bancos. Y hay otros clubes que se intentan aprovechar de los anteriores, lo que serían los clubes grandes y ricos, al convertirse en proveedores de jugadores y siendo más conservadores en sus finanzas (Andreff y Staudohar, 2000).

Durante estos años, pese a los grandes y positivos cambios que habían acontecido, la mayoría de los clubes no se encontraban en una situación de estabilidad financiera. A raíz de esto, la UEFA decidió intervenir y se produjo otro gran hito para el modelo económico del fútbol europeo, la aprobación del concepto de Fair Play Financiero en 2009, seguido de la regulación para hacerlo efectivo en 2010 (Andreff y Staudohar, 2000).

La temporada 2011/12 fue la primera en la que fue efectiva esta nueva regulación y trajo consigo multitud de puntos positivos para los clubes como un aumento de la disciplina y racionalidad en las finanzas, aumento de la transparencia y fiabilidad y la limitación del efecto de inflación que se estaba produciendo, entre otros. Gracias a esta regulación mejoró la gestión y la salud financiera de los clubes, haciéndolos más atractivos para los inversores y aumentando así la inversión (Dima, 2015).

Actualmente, y a consecuencia de esta evolución, el modelo económico del fútbol europeo se basa en tres fuentes de ingresos principales que crean el modelo MCM (*Media – Comercial – Matchday*) (Dima, 2015):

- Derechos de TV. Se corresponde con el dinero pagado por las cadenas de TV para conseguir los derechos y poder retransmitir los eventos deportivos.

- Ingresos comerciales. Procedentes de patrocinadores – empresas que desean que su marca aparezca en la camiseta de los equipos, en el estadio, etc. – y otros ingresos comerciales como actividades de marketing.
- Ingresos por partidos. Es el dinero generado gracias a la venta de entradas, incluidos los abonos, y los gastos de los aficionados en los servicios que se ofrecen dentro del estadio.

En definitiva, el fútbol ya no es un mercado nicho, los cambios en las competiciones, la consecución de un entorno adecuado gracias a las regulaciones y el aumento del interés por parte de los medios de comunicación ha ocasionado que la inversión en el fútbol europeo haya aumentado en todo el mundo, transformado al fútbol en un negocio global (Dima, 2015). Gracias a este cambio hacia un modelo de club en el que el aspecto económico es fundamental distintos inversores empezaron a interesarse por los equipos de fútbol.

2.3. Inversión extranjera en el fútbol europeo

Aunque ya se habían producido anteriormente algunas inversiones por parte de inversores extranjeros, la transformación sufrida por el fútbol fundamentalmente en la década de los 90 llamó la atención de inversores extranjeros, y en la primera década del siglo XXI se produjo el auge de este tipo de inversores. Su inversión viene motivada por poder y reputación, beneficios geopolíticos y sinergias de multipropiedad (Rohde y Breuer, 2016).

Estos propietarios proceden de distintos y variados países, uno de los principales es China. La inversión procedente de este país ha sido favorecida por la flexibilización de las restricciones a la inversión en el extranjero, así como las imperfecciones de su mercado de capitales (Sánchez Martínez, 2019). Entre otras industrias, el fútbol ha llamado la atención de los inversores chinos en parte fomentada por la ausencia de una liga competitiva en su país y la reputación de ser propietario de uno de los mejores y más reconocidos clubes del mundo (Rohde y Breuer, 2016). Entre los clubes de los que se han hecho propietarios están (Sánchez Martínez, 2019):

- En la liga española: Atlético de Madrid, RCD Espanyol y Granada CF.
- En la liga italiana: Inter de Milán y AC de Milán.
- En la liga francesa: O.G.C Nice y Olympique de Lyon.

- En la liga inglesa: Southampton FC y Wolverhampton Wanderers FC.

Gracias al proceso de globalización que se inició en 1990, el interés por el fútbol europeo llegó al sudeste asiático y surgieron nuevos aficionados en estos países, pero al mismo tiempo se ha producido un proceso que podemos denominar “globalización inversa”, ya que captaron también la atención de inversores locales. Con ello llegaron las primeras adquisiciones de clubes entre las que destacan el caso de los grupos malayos que adquirieron el Cardiff City y el Queens Park Rangers, tailandeses que adquirieron el Manchester City y que luego vendieron al grupo árabe, el Leicester City o el Sheffield Wednesday y singapurenses que compraron el Valencia CF y el Inter de Milán antes de pasar a ser propiedad de inversores chinos (Sánchez Martínez, 2019).

No solo la inversión procedía de Asia, también dentro de Europa han existido millonarios de países distintos a los clubes, como el caso de algunos multimillonarios rusos que han decidido hacerse con el control de clubes europeos. El caso más destacado es el de Roman Abramovich con la compra del Chelsea en 2003 (Sánchez Martínez, 2019). En la mayoría de los mencionados casos una de las principales razones de la adquisición de los clubes es la reputación que proporcionan a sus propietarios. Aunque muchos esperan obtener un rendimiento económico como es habitual en cualquier inversión, muchos inversores se han centrado principalmente en el aspecto deportivo de los clubes.

Existe otro tipo de inversores que no ha llamado la atención de muchos autores y no ha sido estudiado, y él es de los inversores norteamericanos. Para estos inversores predomina el aspecto económico de los clubes y resulta llamativo, pues es el máximo exponente del modelo del fútbol actual en el que la economía y finanzas de los clubes han adquirido mucha importancia (Rohde y Breuer, 2016).

El fenómeno de inversión procedente de Estados Unidos es un hecho, se inició con la familia Glazer comprando el Manchester United en 2005 y ya son 45 los equipos europeos con propietarios de este país¹³. El 70% de las adquisiciones se han producido desde 2018¹⁴, lo que muestra el reciente interés de estos inversores. El objetivo de estas compras es aplicar el conocimiento del deporte americano al fútbol europeo y conseguir convertir

¹³ Fuente: https://www.lespanol.com/deportes/futbol/20210918/unidos-conquista-futbol-europeo-clubes-inversores-estadounidenses/612939317_0.html

¹⁴ Fuente: <https://www.palco23.com/clubes/ni-hao-presidente-casi-la-mitad-de-los-grandes-del-futbol-en-europa-en-manos-extranjeras>

a los clubes de fútbol en un negocio rentable, como ocurre al otro lado del Atlántico con las franquicias. Además, la mayoría de ellos cuentan con resultados positivos de su gestión en los equipos americanos (Sánchez Martínez, 2019).

Aunque muchas de las adquisiciones han sido a título particular, otras las han hecho empresas que especializadas de inversión denominadas Private Equity, conocidas por realizar compras apalancadas en otras industrias y obtener importantes retornos para los inversores que participan en sus fondos (Sánchez Martínez, 2019).

La mayoría de estas firmas proceden de Estados Unidos y durante los dos últimos años han aumentado de forma considerable su presencia en el fútbol. La primera operación que involucró a una de estas empresas fue la compra del PSG en 2006 por parte de Colony Capital y Butler Capital, pero otros equipos de la liga francesa como el Bourdeaux o el Lyon también han recibido inversión de estas firmas. En el resto de las cinco grandes ligas europeas también han adquirido clubes. En la liga italiana, el Milán está en propiedad de Elliot Management desde 2018 y Genoa de la firma 777 Partners desde 2021. La liga inglesa también ha llamado la atención y clubes como el Burnley o el Manchester City están entre los que ha sido total o parcialmente adquiridos. En la liga española la inversión ha sido escasa, de momento solo Ares Management posee una participación minoritaria en el Atlético de Madrid. Por último, en la liga alemana no se han identificado estos inversores, una de las razones puede ser la comúnmente llamada regla 50+1, por la que inversores privados no pueden adquirir una participación mayoritaria en los clubes.

2.4. La inversión de los Private Equity

Este nuevo tipo de inversores, que quieren conseguir hacer de los clubes de fútbol negocios rentables merece un estudio. Especialmente la parte institucional de estos, las entidades de capital riesgo conocidas como Private Equity, ya que se dedican de forma profesional a la inversión y su objetivo es obtener la máxima rentabilidad para sus inversores.

a) Razones de inversión en el fútbol

La inversión en el fútbol empezó a incrementarse en los años 90. En los últimos años, especialmente en los tres últimos, muchos clubes han cambiado de propietarios. Dentro de estos cambios de propietarios destaca la inyección de capital procedente de Estados

Unidos y, en concreto, de empresas de capital riesgo. Este es un fenómeno relevante y así lo declaran inversores importantes como Paul Conway uno de los fundadores de Pacific Media Group LLC “Los estadounidenses van a poseer cada vez más parte del fútbol europeo”¹⁵. Podemos resumir el creciente interés en la inversión en clubes de fútbol por estos inversores en las siguientes razones:

i. Crecimiento y necesidad de recursos

La industria del fútbol ha crecido de forma espectacular durante las últimas décadas. Inglaterra es un buen ejemplo de cómo se ha producido este crecimiento, la Premier League, la primera división en Inglaterra, se creó en 1992 y ha sido una de las claves en este crecimiento. La creación de la liga supuso una separación de lo que entonces era la English Football League para promocionar la máxima competición del país y borrar los años grises que se vivieron anteriormente. Para entonces todas las ligas europeas veían como en Estados Unidos las franquicias eran percibidas como un negocio y recibían inversiones de capital constantes por parte de sus propietarios, mientras que la inversión en Europa era mínima o inexistente (Thakkar, 2021).

En Inglaterra, así como en el resto de los países europeos, el mercado nacional era muy pequeño, era difícil conseguir una dimensión de los clubes similar a las franquicias estadounidenses. Para hacer crecer los clubes era necesaria una expansión fuera de Europa y gracias a la creación de la Premier League empezó a entrar capital de inversores en los clubes. En Europa todos los clubes compiten por el mismo talento, y hasta existen competiciones continentales, esto obligó al resto de ligas principales, como son la española y la italiana, a apostar por la inversión y unirse a esa competición financiera (Thakkar, 2021).

El crecimiento se ha propiciado principalmente por el crecimiento en los ingresos y del valor de los jugadores. Un ejemplo del valor de los jugadores es la comparación entre Stan Collymore, quien fue vendido a Liverpool F.C. por 12 millones de dólares y se convirtió en el jugador más caro de 1995, y Gareth Bale, quien 18 años más tarde fue vendido al Real Madrid C.F por 120 millones de dólares, 10 veces más. Este aumento de

¹⁵ Fuente: <https://www.news24.com/fin24/economy/world/the-florida-financiers-buying-up-europes-football-teams-20220113>

los valores de los clubes también ha llevado asociado una mayor necesidad de recursos para hacer frente a estos pagos (Thakkar, 2021).

Los datos anteriores muestran el crecimiento de la industria del fútbol en general, pero también hay que destacar que existe otra forma de hacer crecer los clubes que resulta muy atractiva para los inversores, a través del sistema de ascensos y descensos que caracteriza a las ligas europeas. Este sistema da la oportunidad de comprar un equipo por un precio bajo en las divisiones inferiores y conseguir ascenderlo de divisiones, con lo que se incrementa su valor. Un ejemplo claro de como aumenta el valor de los clubes y, por lo tanto, el posible precio de venta y la rentabilidad para el inversor es el caso del Crystal Palace. El Crystal Palace ascendió a la Premier League en 2013, entonces tenía una valoración estimada de 100 millones de dólares y tan solo dos años más tarde, y gracias a ese ascenso y a permanecer en la primera división, un porcentaje del club fue vendido a dos inversores extranjeros por valor de 130 millones de dólares, lo que valoró el club en un total de 700 millones de dólares (Thakkar, 2021).

ii. Clubes como generadores de ingresos

De acuerdo con el informe elaborado por Deloitte (2021) los clubes tienen tres principales fuentes de ingresos: los ingresos por partidos, los ingresos por derechos de televisión y los patrocinios y acuerdos comerciales. La industria del fútbol ha tenido un crecimiento significativo de los ingresos, especialmente los ingresos comerciales y de televisión.

Según el informe de la UEFA (2021), los ingresos de los clubes de las ligas principales no han hecho más que aumentar en los últimos veinte años, prepandemia. Durante este periodo, el crecimiento ha sido constante, con una impresionante media anual del 8,2%. Con la llegada de la pandemia es obvio que los clubes han visto como varias de sus fuentes de ingresos, sobre todo la taquilla y los derechos de TV, se ha visto reducidas de forma drástica. Aun así, los datos anteriores muestran como el interés por el fútbol tanto a nivel local como por todo el mundo es muy grande y, por ello, se espera que los ingresos continúen la tendencia anterior, pese a la primera reducción de ingresos en las últimas dos décadas que se ha producido en los últimos años por culpa de la pandemia.

Uno de los acontecimientos de los últimos años que más han ayudado a una mayor atención a los clubes de fútbol como oportunidad de inversión por parte de inversores institucionales es la creación de la normativa del FFP. Uno de los objetivos de la

normativa, como ya se ha expuesto, era reducir la insolvencia de los clubes, lo cual se ha conseguido y ha contribuido a una mayor estabilidad económica de los mismo. Prueba de ello son las declaraciones del entonces presidente de la liga inglesa, Shaun Harvey, tras un endurecimiento de las sanciones contra los clubes insolventes: "El uso de la normativa sobre el juego limpio financiero en las tres divisiones, el requisito de que los nuevos propietarios demuestren el origen y la suficiencia de su financiación y la supervisión continua de los asuntos fiscales de los clubes nos han ayudado a dar más estabilidad a las finanzas de los clubes"¹⁶.

Muchos clubes finalizaban los ejercicios con pérdidas, pese a los elevados ingresos anuales, al mismo ritmo que subían los ingresos lo hacían los gastos. La regulación del FFP lo ha cambiado y ahora una proporción de los ingresos de los clubes se convierten en beneficios. Esto ha hecho que aquellos inversores más centrados en conseguir una rentabilidad económica de su inversión hayan visto como una oportunidad a los clubes, hay pocas industrias y empresas capaces de generar esos ingresos y tener ese potencial de crecimiento.

iii. Necesidad de liquidez

Con el crecimiento de la industria los clubes cada vez necesitan más dinero, esta necesidad era aún mayor cuando los clubes reportaban pérdidas año tras año. La introducción de la normativa del FFP mejoró la situación y los clubes empezaron a tener beneficios, por lo que esta necesidad se ha visto reducida en los últimos años; pero hace dos años los clubes recibieron un duro revés, con la llegada de la pandemia del covid-19 se pararon las competiciones durante varios meses, cayendo de forma abrupta los ingresos de los clubes. Además, como es obvio, los contratos de derechos de TV hubo que renegociarlos, y esto ha hecho que aumente de forma considerable la deuda en muchos clubes, dejándolos en una situación financiera delicada.

Esta situación ha sido vista como una oportunidad por parte de los inversores. Hay inversores que piensan que el fútbol es un negocio al que no le afecta las situaciones de crisis financiera, es un producto inelástico, y que va a continuar siendo el deporte más visto del mundo. Esto se ha demostrado cuando se han vuelto a abrir los estadios al público, ha habido un porcentaje de asistencia muy elevado. También existen numerosas

¹⁶ Fuente: <https://www.theguardian.com/football/2015/jun/05/football-league-penalty-administration>

oportunidades de ingresos sin explotar en muchos clubes, una de las principales son los deportes electrónicos y otras ofertas de servicios virtuales/digitales. Por ello, se piensa que la tendencia de inversión de fondos de Private Equity va a continuar en acenso (Thakkar, 2021).

b) Funcionamiento

La operativa habitual de los Private Equity se basa en la compra de empresas realizando un LBO, usando como colateral los activos de la empresa. Aplicado al presente trabajo, es la compra de clubes de fútbol con gran parte de deuda, en la que se establecen como colaterales los activos del club y, de esta forma, los inversores pueden hacerse con su control poniendo solo una pequeña porción de la cantidad exigida por el vendedor.

Lo que buscan estas entidades es obtener una rentabilidad tanto para la propia empresa como para los inversores, lo cual se maximiza gracias al uso del apalancamiento financiero. Esta rentabilidad la obtienen bien comprando las empresas y aumentando su valor gracias a la capacidad de los directivos y su gestión que mejoran la operativa de la empresa, o bien buscando empresas infravaloradas por el mercado por alguna razón y consiguiendo venderlas a un precio mayor (Weir et al., 2005).

Dentro del funcionamiento interno de las entidades de Private Equity hay dos aspectos principales que ayudan comprenderlo: la estructura y los acuerdos de compensación que con carácter general se usa en este tipo de empresas.

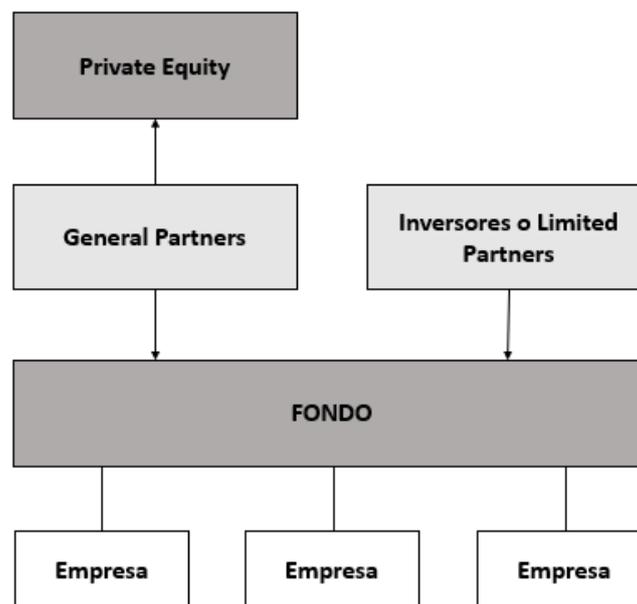
La típica empresa de capital riesgo se organiza como una sociedad limitada y, con carácter general, tiene la estructura que se muestra en la **Ilustración 1**. En estas sociedades existen dos tipos de socios (Chaplinsky, 2015):

- *General Partners* (GPs) son los encargados de tomar las decisiones de inversión en aquellas empresas que piensen que ofrecen un alto rendimiento ajustado al riesgo, los retornos habituales que se suele exigir a este tipo de inversiones son del 20-25%. La aportación de capital de los GPs suele ser muy baja, entorno al 1% del capital requerido, es por ello por lo que necesitan recaudar más capital de inversores. Por lo tanto, organizan un fondo y buscan capital de inversores. También proporcionan apoyo operativo y de gestión a las empresas participadas.

- *Limited Partners* (LPs) o inversores, son precisamente los encargados de aportar el capital. Tienen una actitud más pasiva porque no participan en la gestión de las empresas ni toman las decisiones de inversión, únicamente disponen del capital necesario y exigen un rendimiento de ese capital a los GPs. Por la naturaleza de la inversión, ilíquida y de un riesgo alto, la inversión en este tipo de fondos suele estar restringida a inversores acreditados y la cantidad mínima de inversión es elevada, exigen desde 250.000 hasta millones de dólares¹⁷.

Los dos tipos de socios se une gracias a un acuerdo que define los términos de la relación conocido como *Limited Partner Agreement* (LPA) (Chaplinsky, 2015).

Ilustración 1: Esquema funcionamiento Private Equity



Fuente: elaboración propia

Respecto a la compensación dentro de la empresa y las operaciones, será establecida en el LPA. Los que realizan el mayor esfuerzo y ponen los conocimientos técnicos en las operaciones son los GPs y por toda su labor reciben una compensación en dos formas: comisiones de gestión e intereses devengados. Las comisiones de gestión suelen ser un porcentaje fijo anual del capital acordado para la inversión, entre el 1% y el 3%. Por otro lado, los intereses devengados son variables en función de los beneficios obtenidos de la empresa, bien sea gracias a su venta o al reparto de dividendos, y su estructura habitual

¹⁷ Fuente: <https://www.investopedia.com/articles/financial-careers/09/private-equity.asp>

es 80/20, un 80% de los beneficios lo perciben los LPs, y un 20% los GPs (Chaplinsky, 2015).

c) Impacto en las empresas adquiridas

Los Private Equity no son entidades de inversión que han surgido de forma reciente, lo cierto es que desde hace varias décadas estas empresas especializadas de inversión han adquirido empresas variadas y en diversos sectores, y su impacto en ellas ha sido estudiado por diversos autores.

Los primeros estudios llegaron en 1989 con el análisis de empresas participadas por Private Equities en Estados Unidos. En su estudio Kaplan (1989) concluye que las empresas que han sido objeto de compras apalancadas, el mecanismo que usan los Private Equity, mejoran sus márgenes operativos entre un 10% y un 20% en relación con las empresas que no han sido adquiridas empleando un LBO. Además, en el estudio se muestra como las empresas adquiridas usando un LBO habían incrementado su valor de forma considerable. También se han llevado a cabo estudios en Europa como el de Bergström et al. (2007) y las conclusiones son las mismas, hay una mejora en las cifras operativas de las empresas adquiridas por medio de LBO.

Resulta relevante conocer durante cuantos años después de la compra las empresas mantienen esta mejora constante en sus operaciones. En su estudio Long y Ravenscraft (1993), en el cual analizaron una amplia muestra de empresas que había sido objeto de compras apalancadas, concluyeron igualmente que mejoraban las ventas/ ingresos de las compañías. Incluso fueron capaces de precisar que esos buenos resultados que se dan durante el año inmediatamente posterior a la adquisición eran mantenidos durante tres años. Cressy et al., (2007) en su estudio a nivel europeo también concluyeron que las empresas propiedad de un Private Equity tenían una mejor rentabilidad operativa que las que no estaban bajo la gestión de estos inversores durante los tres años posteriores a la adquisición.

Considerando un periodo mayor de tiempo Long y Ravenscraft (1993) no obtuvieron resultados significativos a partir del cuarto año, los flujos de caja y las ventas no mejoraban, lo que parece indicar que más a largo plazo estas mejoras dejan de producirse. Puede ser que gracias a la transformación sufrida en los primeros años las empresas hayan alcanzado su nivel óptimo de productividad.

Otro estudio relevante es el de Hellmann y Puri (2002), el cual los lleva a extraer una conclusión en otro aspecto de las empresas, la gestión. Concluyen que cuando las empresas son adquiridas por Private Equity se produce una profesionalización de la gestión, siendo el efecto mayor durante los primeros años desde la creación de las empresas.

Por lo que podemos concluir, como hacen Stromberg y Kaplan (2009), que las compras apalancadas añaden valor en términos generales. Habrá que ver si ocurre lo mismo en el mundo del fútbol, en concreto en el caso de los clubes europeos de las cinco grandes ligas.

2.5. Historia del PSG

El Paris Saint-Germain Football Club surgió de la fusión el 12 de agosto de 1970 entre los equipos Paris Football Club, que se habían fundado justo el año anterior, y Stade Saint-Germain, fundado en 1904. Unos años más tarde, el Paris Football Club se separó y paso a formar un equipo independiente¹⁸.

El equipo consiguió despegar en 1973, cuando se hizo con el club el modisto Daniel Hechter, quien además de su gestión se encargó de diseñar su camiseta y darle los colores que ha mantenido durante muchos años, el azul, el rojo y el blanco. Esta primera época de éxito se logró gracias a las directrices del entrenador Just Fontaine, quien fue el artífice del ascenso del equipo a la elite del fútbol francés solo un año más tarde. Desde 1974 el PSG ya formaba parte de la Primera División de Francia¹⁹.

Desde entonces fue atrayendo progresivamente e incorporando a sus filas a estrellas del fútbol. En 1978, llegó una nueva etapa con el relevo en la presidencia de Daniel Hechter por parte de Francis Borelli. En esta etapa el PSG consiguió hacerse un nombre en la elite del fútbol francés y llegaron los primeros títulos, las Copas de Francia de 1982 y 1983 y el título de campeón de Francia en 1986 que le permitió acceder a competiciones europeas²⁰.

Tras conquistar Francia y con la llegada a la propiedad de Canal +, el PSG afrontó una nueva etapa en la que sus aspiraciones crecieron, buscaron hacerse un hueco entre los principales clubes europeos. Los resultados llegaron en 1993 cuando alcanzaron su

¹⁸ Fuente: <https://www.psg.fr/club/histoire>

¹⁹ *Id.*

²⁰ *Id.*

primera semifinal continental. Esta época de éxito se prolongó hasta 1997, consiguiendo alcanzar cinco veces de forma consecutiva las semifinales y en 1994 alzaron su primer título europeo, la Recopa²¹.

El 11 de abril de 2006 llegaron tres nuevos propietarios al PSG, dos de ellos con sede en Estados Unidos. Fueron dos entidades de Private Equity junto con el banco de inversión Morgan Stanley. Las dos firmas de capital riesgo fueron la norteamericana especialista en inversión inmobiliaria Colony Capital y la firma francesa Butler Capital Partners, fundada por el franco americano Walter Butler. Relevaron a Canal +, que tras 15 años y una gran inversión con algunos éxitos, dejaron un club en mitad de tabla. Los nuevos propietarios llegaron con la intención de mejorar los resultados financieros del club²². Unos años más tarde, en 2008, Colony Capital compró parte de la participación de Butler Capital, quedando la propiedad del club dividida de la siguiente forma: Colony 62%, Butler 5% y Morgan Stanley 33%²³.

Tras una época sin muchos éxitos, en 2011 Qatar Sports Investments se hizo con el 70% del club, quedando el 30% restante en manos de las dos firmas de Private Equity, que luego vendieron a QSI en 2012. El grupo inversor con su presidente Nasser Al-Khelaïfi a la cabeza llegó con un objetivo claro: llevar al París Saint-Germain a la cima de Europa. Para conseguirlo han invertido una gran cantidad de dinero, y después de haberlo convertido ya en el club francés más exitoso con 40 títulos, incluyendo 22 desde la llegada de QSI²⁴, están aún en el camino de alcanzar su objetivo.

El PSG se ha convertido en un club multidisciplinar, con un equipo de balonmano que ha logrado grandes éxitos con 19 títulos nacionales desde 2012 y la sección femenina de fútbol que es doble finalista de la Liga de Campeones, ganadora de la Copa de Francia en 2018 y campeona de Francia en 2021²⁵.

²¹ *Id.*

²² Fuente: <https://www.europapress.es/deportes/futbol-00162/noticia-futbol-ampl-trio-inversores-dos-ellos-estadounidenses-compra-paris-saint-germain-20060411150121.html>

²³ Fuente: <https://www.reuters.com/article/parisgermain-butler-idUSL1112729820080111>

²⁴ Fuente: <https://www.psg.fr/club/histoire>

²⁵ *Id.*

CAPÍTULO 3. PLANTEAMIENTO DE LAS HIPÓTESIS

Del marco conceptual podemos destacar un primer planteamiento que puede afectar a los clubes cuando están bajo el control de una gestora de Private Equity, el aumento del endeudamiento.

Hasta ahora la literatura ha entendido que la llegada de inversores privados lleva aparejada un aumento de la deuda (Rohde y Breuer, 2017), lo que estaría en línea con el funcionamiento habitual de los Private Equity; pero lo ideal dentro de este tipo de compras es que el endeudamiento se vaya reduciendo a lo largo de los años, con el objetivo de aumentar la proporción de recursos propios y así aumentar la cantidad de dinero que se recibiría en caso de vender posteriormente el club.

Igualmente, se ha expuesto en el marco conceptual que estas firmas especializadas de inversión mejoran operativamente las empresas adquiridas. Asimismo, al ser inversores orientados a obtener una rentabilidad en la inversión sería previsible que busquen explotar todas las posibilidades económicas de los clubes. Por ello, resulta relevante comprobar si en el caso del fútbol, al igual que en el resto de las industrias, consiguen esa mejora económica. Por otro lado, la literatura que ha estudiado el impacto de los inversores privados en los clubes ha concluido que aumentan los beneficios (Rohde y Breuer, 2016). Luego, podemos deducir que mejorará la situación financiera del club.

Por último, y aunque el aspecto económico es importante, no hay que olvidar que el rendimiento deportivo es un aspecto fundamental. En este sentido *a priori* se desprenden del marco conceptual que los Private Equity mejoran la gestión y productividad, por lo que una consecuencia razonable sería que también consiguiesen mejorar el rendimiento deportivo. La literatura está en esta línea, se ha estudiado el impacto de la propiedad extranjera en el rendimiento deportivo y la conclusión es que el impacto en el aspecto deportivo es positivo, mejora el rendimiento deportivo de los clubes (Wilson et al, 2013). Además, la literatura asocia la llegada de inversores privados a un aumento de la inversión en los clubes que lleva aparejada una mejora en los éxitos deportivos (Rohde y Breuer, 2016).

Por lo tanto, la primera impresión es que la toma de control de club por parte de un Private Equity puede tener un impacto positivo tanto en el rendimiento deportivo como financiero, pero ¿es realmente esto así? ¿centrarse en la mejora económica del club puede

empeorar los resultados deportivos del equipo?, estas son algunas de las preguntas que surgen.

En consecuencia, las cuatro hipótesis que se plantean son:

1. La toma de control por parte de un Private Equity aumenta el endeudamiento de un club el primer año y se reduce con el paso de los años.
2. La toma de control por parte de un Private Equity mejora la situación financiera de un club.
3. La toma de control por parte de un Private Equity aumenta el gasto en fichajes.
4. La toma de control por parte de un Private Equity mejora el rendimiento deportivo de un club.

CAPÍTULO 4. ANÁLISIS DE LAS HIPÓTESIS Y RESULTADOS

4.1. Muestra de datos a analizar

El estudio se ha planteado sobre el impacto que tienen estas entidades de inversión en los equipos de las cinco grandes ligas europeas. Hay muchos clubes que han sido adquiridos muy recientemente, muchos en el último año y la gran mayoría en los tres últimos años, lo que dificil extraer conclusiones debido al escaso tiempo transcurrido. Además, otro factor que puede afectar al análisis es el impacto de la pandemia coincidente con este periodo.

Pero hay un club que fue adquirido por varios Private Equity en el año 2006, el Paris Saint-Germain de la liga francesa, y fueron propietarios del club durante seis años²⁶. De esta forma, se va a centrar el análisis sobre este club, realizando una comparación con un equipo de cada una de las restantes ligas europeas que forma el “Big Five”.

El periodo objeto de análisis comienza hace más de 15 años, lo que dificulta la obtención de información completa y exhaustiva acerca de los clubes. Por esta razón, se ha tenido que excluir del análisis a los clubes de la liga italiana, no se ha tenido acceso a su información.

Los clubes con los que se va a comparar la evolución del PSG han sido seleccionados por partir de una situación equiparable a nivel deportivo, en concreto en relación con los resultados en la liga nacional en la que participan. Además, dentro de esos equipos comparables deportivamente se ha seleccionado en cada liga a aquel cuya situación financiera fuese más asimilable en el periodo inmediatamente anterior a la compra, fundamentalmente comparando el nivel de ingresos.

El PSG en las cinco temporadas anteriores a la llegada de los nuevos inversores tenía una mediana de puestos en liga de 9 y unos ingresos de explotación de 72,8 millones de euros en el ejercicio 2005 y de 80,4 millones de euros en el ejercicio 2006.

En la liga inglesa, el equipo comparable que se ha identificado es el Everton FC, este club tenía una mediana de puestos en liga entre las temporadas 2001/02 y 2005/06 de 11, cercana a la del PSG, siendo igualmente un equipo de mitad de tabla. En esta liga había equipos con un rendimiento deportivo similar, pero el Everton era el único club con unos

²⁶ Ver apartado 2.5. Historia del PSG

ingresos de explotación semejantes, siendo de 88,5 millones en 2005 y 84,7 millones en 2006.

En la liga alemana, el club seleccionado ha sido el Borussia Dortmund porque tenía una mediana de puestos en liga de 6 en las cinco temporadas mencionadas y unos ingresos de explotación análogos de 78,5 millones de euros y 95,4 millones de euros en los ejercicios 2005 y 2006, respectivamente.

Por último, el representante de la liga española será el Villarreal CF como consecuencia de una mediana de posiciones al final de cada temporada en liga de 8 entre las temporadas 2001/02 y 2005/06. Los ingresos de explotación son ciertamente algo inferiores a los del PSG, siendo de 29,3 millones de euros en 2005 y 57,2 millones de euros en 2006, pero es el club más semejante a nivel deportivo y todos los clubes de la liga con un rendimiento parecido obtuvieron ingresos inferiores.

El periodo relevante de análisis ira desde el final de la temporada 2005/06 a la temporada 2010/2011. Se excluye la última temporada en la que los Private Equity eran propietarios porque en ella tenía una participación minoritaria y el control del club estaba en manos de otros inversores.

4.2. Variables a analizar

En el periodo objeto de estudio, anterior a la entrada de importantes medidas de control económico que han afectado a los clubes como la regulación del FFP, en su gran mayoría los clubes reportaban pérdidas año tras años. En consecuencia, se limita el número de ratios que pueden emplearse para evaluarlos y se deben excluir algunos como la rentabilidad económica o financiera porque carecen de sentido.

En primer lugar, desde el punto de vista financiero el objetivo es poder valorar si la situación económica, dentro de que no era buena en los clubes, ha evolucionado de forma positiva en los años analizados. Para ello, se van a estudiar los dos estados financieros que publican los clubes y sus partidas importantes:

- Balance de situación. Se analizará la evolución de las partidas de Activo, Pasivo y Patrimonio Neto.
- Cuenta de pérdidas y ganancias. Se analizarán los ingresos y gastos de explotación, así como el resultado de explotación y resultado del ejercicio.

Con el objetivo de tener una mejor visión de la situación financiera se analizarán también los siguientes ratios financieros:

- Ratio de solvencia: mide la capacidad de la empresa para hacer frente a todas sus obligaciones a medida que vayan venciendo. Su fórmula es la siguiente (Domínguez Jiménez y Seco Benedicto, 2010):

$$\text{Ratio de solvencia} = \frac{\text{Activo total}}{\text{Pasivo total}}$$

- Ratio de autonomía financiera: mide el grado de autonomía de la empresa en cuanto que relaciona el total de balance con los recursos propios de la empresa (Domínguez Jiménez y Seco Benedicto, 2010). Con ello podemos observar la autonomía de los clubes y la capacidad de no recurrir a recursos ajenos.

$$\text{Ratio de autonomía financiera} = \frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Activo total}}$$

- Ratio de endeudamiento: mide el grado de dependencia de la empresa con respecto a los capitales ajenos a la misma que forman parte de su financiación. Su fórmula es (Domínguez Jiménez y Seco Benedicto, 2010):

$$\text{Ratio de endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$$

Estas partidas y ratios no solo van a permitir valorar la situación financiera, sino que también van a posibilitar estudiar el endeudamiento, en concreto para analizarlo se tendrá en cuenta la evolución del pasivo del balance, el ratio de autofinanciación y el ratio de endeudamiento.

Por último, para examinar la situación deportiva se analizará la evolución en la clasificación de la liga nacional de cada equipo y se apoyará el estudio con la medida estadísticas considerada más representativa en este caso, la mediana. También se tendrá en cuenta el gasto en fichajes de los clubes.

4.3. Análisis del caso del Paris Saint Germain

a) Análisis del endeudamiento

Hay que recordar que la llegada de nuevos inversores se produjo al final de la temporada 2005/06, en consecuencia, el primero ejercicio completo en el que tienen pleno control es

el ejercicio 2007 y el ejercicio 2006 lo podemos tomar como la situación inicial de partida. Como se puede observar en la **Tabla 2** el PSG ya se encontraba con carácter previo en una situación de alto endeudamiento, siendo casi el 90% de su financiación recursos ajenos en 2005.

Tabla 2: Evolución de los datos de endeudamiento del PSG

(miles de euros)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variación 2006-2011	CAGR 2006-2011
ACTIVO TOTAL	75.033	83.929	79.116	57.173	74.260	59.784	68.322	-18,6%	-4,0%
PASIVO TOTAL	64.907	64.655	60.208	50.547	69.308	56.700	65.687	1,6%	0,3%
PATRIMONIO NETO	10.126	19.274	18.908	6.626	4.952	3.084	2.635	-86,3%	-32,8%
Ratio de endeudamiento	0,87	0,77	0,76	0,88	0,93	0,95	0,96	24,8%	4,5%

Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales del club

En la temporada 2005/06 el endeudamiento sufrió un descenso hasta el 77%. Por otro lado, como se puede observar el patrimonio neto aumentó desde 10 millones hasta 19 millones, probablemente gracias a la inyección de capital de los propietarios. No se ha podido precisar si han sido los nuevos propietarios que llegaron al final de dicha temporada o los anteriores, pero lo cierto es que la llegada de estos nuevos inversores no produce un aumento del endeudamiento, sino que lo reduce el primer año.

Respecto a la evolución durante la época en la que tuvieron el control, desde junio 2006 hasta junio de 2011 se puede observar una tendencia constante de aumento del endeudamiento, incrementando el ratio en un 25% y con un crecimiento anual medio del 5%. Aunque el pasivo no se incrementó en esta proporción, el descenso en el patrimonio y en el activo hicieron que el endeudamiento total del club se ampliase.

Para comprobar si esto es habitual en los clubes en la época lo podemos comparar con clubes de las otras tres grandes ligas europeas. En primer lugar, lo podemos comparar con el Everton que militaba en la liga inglesa.

Tabla 3: Evolución de los datos de endeudamiento del Everton

(miles de euros)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variación 2006-2011	CAGR 2006-2011
ACTIVO TOTAL	71.253	65.938	68.425	100.107	89.385	76.529	61.686	-6,4%	-1,3%
PASIVO TOTAL	70.612	81.042	97.555	130.818	127.176	111.707	101.895	25,7%	4,7%
PATRIMONIO NETO	641	-15.104	-29.130	-30.757	-37.791	-35.178	-35.187	-133,0%	-18,4%
Ratio de endeudamiento	0,99	1,23	1,43	1,31	1,42	1,46	1,53	24,3%	4,4%

Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales del club

El Everton se encontraba en una situación en lo que respecta al endeudamiento incluso peor, llegando a tener un patrimonio neto negativo. Aunque la situación de partida era un endeudamiento mayor, motivado en su gran mayoría por las pérdidas constantes, durante el periodo de junio de 2006 hasta junio de 2011 el ratio de endeudamiento se vio incrementado un 24%, con un crecimiento anual del 4%. Proporciones muy parecidas al PSG.

Otro club que se encontraba con altos niveles de endeudamiento es el Villarreal en la liga española. En la **Tabla 4** se puede comprobar que llegaba casi al 100%, manteniéndose en cifras similares durante gran parte de los años analizados desde junio de 2005 hasta junio de 2010, pero en 2011 se produjo una caída del 35% en este ratio, motivada por una más que probable inyección de capital por parte de los propietarios, pues hay un incremento anormalmente elevado del patrimonio neto del año 2010 al 2011.

Tabla 4: Evolución de los datos de endeudamiento del Villarreal

(miles de euros)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variación 2006-2011	CAGR 2006-2011
ACTIVO TOTAL	141.758	142.891	181.188	240.979	270.231	268.580	274.907	92,4%	14,0%
PASIVO TOTAL	140.986	142.098	180.253	239.940	269.084	267.362	178.085	25,3%	4,6%
PATRIMONIO NETO	772	793	935	1.039	1.147	1.218	96.822	12109,6%	161,4%
Ratio de endeudamiento	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00	1,00	0,65	-34,9%	-8,2%

Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales del club

Por último, si nos vamos a la liga alemana, el Borussia Dortmund tenía unos niveles de deuda más parecidos a los del PSG como se puede comprobar en la **Tabla 5** a continuación.

Tabla 5: Evolución de los datos de endeudamiento del Borussia Dortmund

(miles de euros)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variación 2006-2011	CAGR 2006-2011
ACTIVO TOTAL	167.758	167.758	153.550	256.594	229.358	215.161	221.726	32,2%	5,7%
PASIVO TOTAL	140.220	130.134	64.115	175.790	161.117	153.136	154.100	18,4%	3,4%
PATRIMONIO NETO	27.538	37.624	89.435	80.804	68.241	62.025	67.626	79,7%	12,4%
Ratio de endeudamiento	0,84	0,78	0,42	0,69	0,70	0,71	0,70	-10,4%	-2,2%

Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales del club

En este caso, destaca como consiguieron reducir el ratio de endeudamiento a 0,42 en 2007. A pesar de ello, aumentó a 0,69 al año siguiente, pero resalta como fueron capaces de mantener el nivel de endeudamiento entorno al 70% los años posteriores y no necesitaron incrementar el acceso a recursos ajenos para mantener la actividad del club.

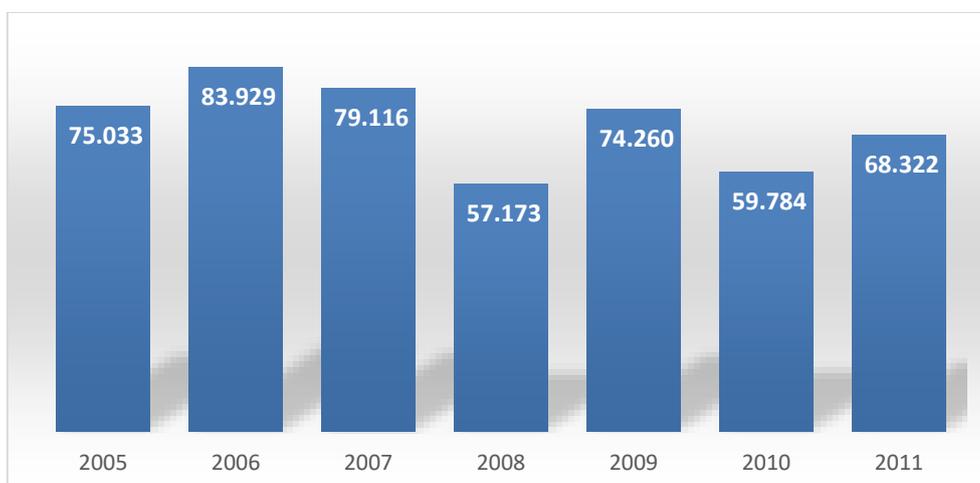
En términos generales, en el periodo desde 2006 hasta 2011 los gestores consiguieron reducir el endeudamiento del club en un 10% a un ritmo medio anual del 2%.

b) Análisis de la situación financiera

Los nuevos inversores llegaron al PSG con la idea de mejorar los resultados financieros del club. En primer lugar y empezando con el análisis del balance de situación, el activo del PSG ha tenido una tendencia descendente. Cuando llegaron los Private Equity al PSG los activos tenían un valor superior a 80 millones de euros, pero no pudieron mantenerlos. De hecho, disminuyó su valor en el periodo de 2006 a 2011 un 19%, bajando desde casi 84 millones en junio de 2006 hasta 68 millones en junio de 2011, lo que supone una disminución anual media del 4%.

Incluso en 2008 y 2010 las caídas son más pronunciadas. Lo que ocurrió en esta época en el PSG es que el activo realizable no lo conseguían convertir en caja debido a las constantes pérdidas que estaba soportando el club, como se refleja en la fuerte disminución del patrimonio neto de 19 millones en 2006 hasta los 2 millones en 2011.

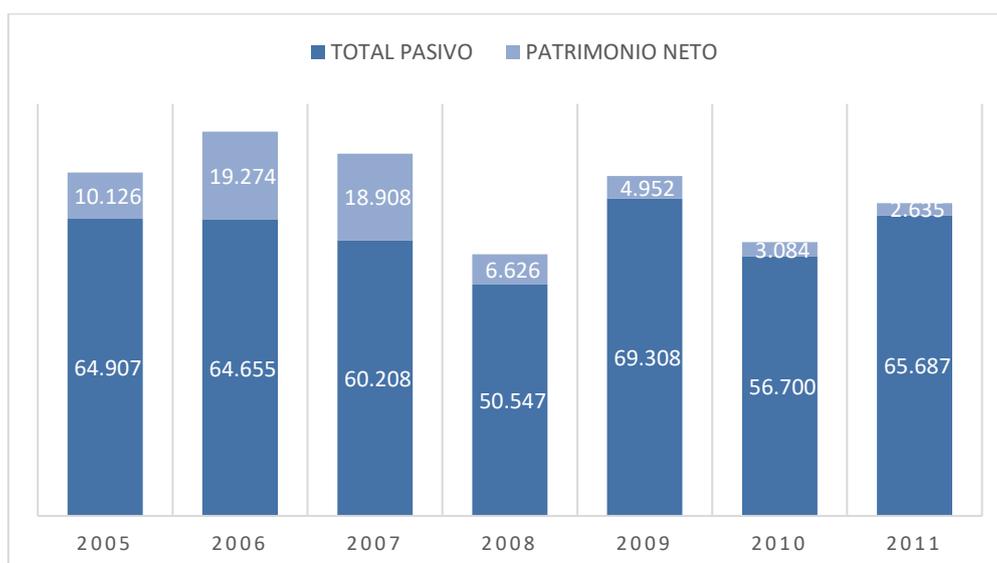
Gráfico 2: Evolución del activo total del PSG (en miles de euros)



Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales del club

Por otro lado, y a consecuencia de lo anterior, el pasivo disminuye en algunos ejercicios llegando al mínimo de 50 millones en 2008, lo que suponía 14 millones menos que en el año 2006. Esto parece *a priori* algo positivo, pero no consiguieron mantener estos niveles y aumentó hasta 65 millones en 2011, lo que supone que durante la gestión de los Private Equity el pasivo aumenta en un 2% a la vez que el patrimonio neto cae un 86%.

Gráfico 3: Evolución del pasivo y del patrimonio neto del PSG



Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales del club

Los ratios de solvencia dan una mejor visión sobre esta situación. Como ya se ha analizado en el punto anterior, el endeudamiento del club aumentó de forma constante un 5% de media anualmente, marcando una subida del 25%. Por otro lado, el ratio de autonomía financiera sufrió una bajada importante del 83%, desde el 23% que eran niveles aceptables hasta el 4%, lo que indica que el PSG perdió durante esta etapa autonomía desde el punto de vista financiero con una media anual del 30%, dependiendo cada vez más de los recursos ajenos para su continuidad, lo que situaba al club en una peor situación.

Tabla 6: Evolución de los ratios de solvencia del PSG

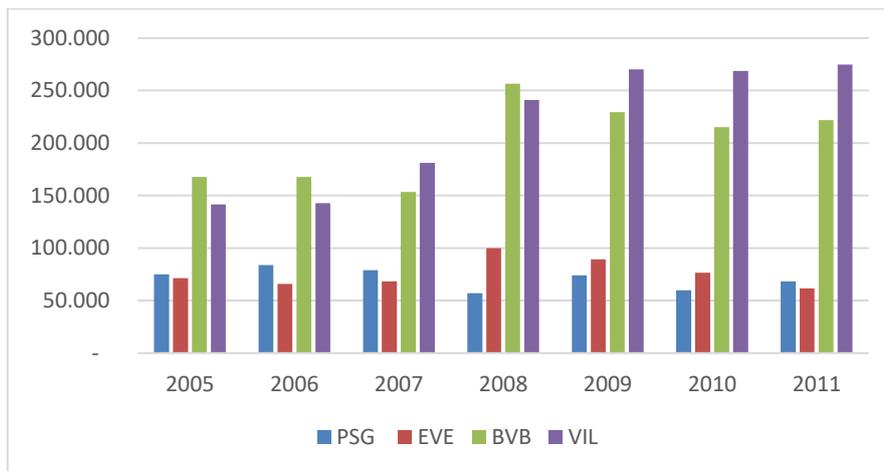
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variación 2006-2011	CAGR 2006-2011
Ratio de endeudamiento	0,87	0,77	0,76	0,88	0,93	0,95	0,96	24,8%	4,5%
Ratio de autonomía financiera	0,13	0,23	0,24	0,12	0,07	0,05	0,04	-83,2%	-30,0%
Ratio de solvencia	1,16	1,30	1,31	1,13	1,07	1,05	1,04	-19,9%	-4,3%

Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales del club

Además, si tenemos en cuenta el ratio de solvencia, que nos indica la capacidad del club para hacer frente a sus deudas (pasivo) con su activo, vemos como adquirieron el club con un ratio de 1,3 en 2006, una situación razonable, ya que cuanto más cerca de 1 más riesgo hay para la empresa de no poder hacer frente a su pasivo. En los cinco ejercicios completos en los que el club se encontró bajo la gestión de las entidades de Private Equity, este ratio disminuyó hasta 1,04, quedando la solvencia del club comprometida y al límite. En termino generales, el ratio de solvencia cayó un 20%, con una media anual del 4%.

Para ponerlo en perspectiva, lo podemos comparar con clubes de las otras tres grandes ligas europeas, en concreto con los seleccionados Everton, Borussia Dortmund y Villarreal. En relación con el activo, no todos los clubes partían del mismo nivel, entre estos clubes hay algunos cuyo activo tenía más valor, lo que viene justificado porque cada uno de ellos tiene unas características propias y existen diferencias entre ellos, pero si analizamos en términos relativos cómo ha evolucionado el conjunto de los activos podemos llegar a conclusiones conjuntas.

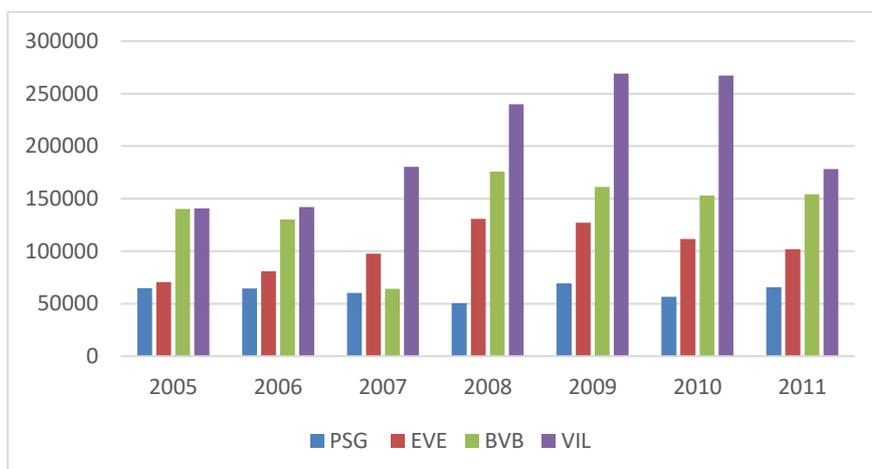
Gráfico 4: Evolución del activo del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en miles de euros)



Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales de los clubes

Comparado con los otros equipos, el activo del PSG ha tenido una peor evolución, con caídas más acentuadas. Destaca la caída de más del 20% en 2008 cuando los otros tres clubes consiguieron aumentar su activo como mínimo un 30% y hasta más de un 60%.

Gráfico 5: Evolución del pasivo del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en miles de euros)



Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales de los clubes

En lo que respecta al pasivo, en 2007 solo el Borussia Dortmund consiguió reducir sus obligaciones en mayor medida que el PSG, y en 2008 el PSG fue el único de los cuatro clubes que consiguió descender el pasivo. En 2009 y 2010 la evolución es semejante a la del Everton, Borussia Dortmund y Villarreal, y de nuevo en 2011 el PSG es el que consiguió disminuir el pasivo en mayor proporción. La evolución podemos decir que ha sido mejor que la de los clubes comparables.

En relación con los ratios financieros, en el apartado anterior se ha expuesto la evolución del ratio de endeudamiento los clubes. Destacaba como el Everton y el PSG eran los únicos que habían aumentado su endeudamiento, siendo este incremento del 24% y 25% respectivamente. Por otra parte, el Borussia Dortmund redujo su deuda en un 10% y el Villarreal en un 35%.

Tabla 7: Evolución del ratio de endeudamiento del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variación 2006-2011	CAGR 2006-2011
PSG	0,87	0,77	0,76	0,88	0,93	0,95	0,96	24,8%	4,5%
EVE	0,99	1,23	1,43	1,31	1,42	1,46	1,53	24,3%	4,4%
BVB	0,84	0,78	0,42	0,69	0,70	0,71	0,70	-10,4%	-2,2%
VIL	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00	1,00	0,65	-34,9%	-8,2%

Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales de los clubes

El ratio de autonomía financiera refleja lo opuesto a la de endeudamiento y su evolución es la misma, pero en sentido contrario. Así, los dos clubes que perdieron autonomía son el PSG y el Everton. Este ratio descendió un 83% entre 2006 y 2011 en el PSG, siendo peor la evolución del Everton con una variación absoluta del -130% y un CAGR del -18%, quedando en una situación de peligro desde la perspectiva financiera.

Tabla 8: Evolución del ratio de autonomía financiera del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variación 2006-2011	CAGR 2006-2011
PSG	0,13	0,23	0,24	0,12	0,07	0,05	0,04	-83,2%	-30,0%
EVE	0,01	-0,23	-0,43	-0,31	-0,42	-0,46	-0,53	-130,3%	-18,2%
BVB	0,16	0,22	0,58	0,31	0,30	0,29	0,30	36,0%	6,3%
VIL	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,35	6246,3%	129,4%

Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales de los clubes

El Borussia Dortmund y el Villarreal, por el contrario, han tenido una evolución positiva. En el caso del Borussia, consiguieron aumentar este ratio hasta 0,58 en 2007, quedándose estable en torno a 0,3 los años siguientes. En el cómputo global del periodo entre 2006 y

2011 el aumento de su autonomía financiera es del 36%, con un crecimiento anual medio del 6,3%. A diferencia de este, la autonomía financiera del Villarreal no se encontraba en una buena situación en 2005 y 2006 y no mejoró hasta 2011, cuando gracias a un importante incremento del patrimonio neto consiguieron aumentar el ratio hasta 0,35.

La misma tendencia continua con el ratio de solvencia, el PSG y el Everton empeoraron su solvencia. El Everton se encontraba con un ratio de solvencia de 0,81 en junio de 2006 y este se redujo hasta 0,61 en junio de 2011, resultando un descenso del 26% y una media anual de crecimiento del -6%. Comparándolo con el PSG, este último tuvo una caída del 20% y una media anual de crecimiento del -4%.

Tabla 9: Evolución del ratio de solvencia del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variación 2006-2011	CAGR 2006-2011
PSG	1,16	1,30	1,31	1,13	1,07	1,05	1,04	-19,9%	-4,3%
EVE	1,01	0,81	0,70	0,77	0,70	0,69	0,61	-25,6%	-5,7%
BVB	1,20	1,29	2,39	1,46	1,42	1,41	1,44	11,6%	2,2%
VIL	1,01	1,01	1,01	1,00	1,00	1,00	1,54	53,5%	9,0%

Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales de los clubes

El Borussia Dortmund de nuevo incrementó este ratio, confirmando la mejora de su situación financiera en el periodo de 2006 a 2011, con un aumento de la solvencia del 12%, desde 1,29 en 2006 hasta 1,44 en 2011. Por último, el Villarreal fue el club que experimentó un mayor crecimiento de este ratio, aunque de nuevo gracias al importante aumento en el último año 2011, pero en total y gracias a ese último ejercicio mejoraron su solvencia en un 53,5%.

Para analizar de forma completa la situación financiera de los clubes, también hay que estudiar su cuenta de pérdidas y ganancias.

Tabla 10: Evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias del PSG

(miles de euros)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Variación 2006-2011	CAGR 2006-2011
Ingresos de explotación	72.847	80.364	73.853	73.497	100.819	82.717	100.910	25,6%	4,7%
Gastos de explotación	87.037	96.328	100.855	98.793	97.533	98.981	130.430	35,4%	6,2%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	-14.190	-15.964	-27.002	-25.296	3.286	-16.264	-29.520	-84,9%	-13,1%
RESULTADO DEL EJERCICIO	-17.801	-13.456	-18.975	-12.282	-5.418	-21.920	-201	98,5%	56,9%

Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales del club

En la evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias del PSG destaca el aumento de los ingresos de explotación, pasaron de 72 millones y 80 millones en 2005 y 2006 a 100

millones en 2011, suponiendo una subida del 26% y un crecimiento anual medio del 5%. Además, este incremento se reafirma, ya que en 2009 también consiguieron llegar a esa cifra de 100 millones.

Por otro lado, los gastos de explotación, que ya eran elevados en los ejercicios previos a la adquisición, se mantuvieron constantes entre los 97 millones y 100 millones hasta el último ejercicio que ascendieron a 130 millones. La subida de los gastos es del 35% superior al 26% de los ingresos, lo que demuestra un empeoramiento en la explotación de los activos del club. Igualmente, comparando el crecimiento anual medio de estas dos partidas observamos que los gastos son superiores a los ingresos, con un 6% y 5% respectivamente.

Este deterioro queda confirmado si se observa la evolución del resultado de explotación. Era ya negativo en 2006 con un total de 15 millones en pérdidas, pero en tres de los ejercicios entre 2007 y 2011 se superaron los 25 millones negativos, aunque sí que es cierto que en 2010 mejoró este resultado, incluso en 2009 fue positivo. El balance total desde que adquirieron el club hasta que dejaron su control parece indicar que no ha sido bueno, con un descenso importante desde 2006 a 2011 del 85% y una media anual de caída del 13%.

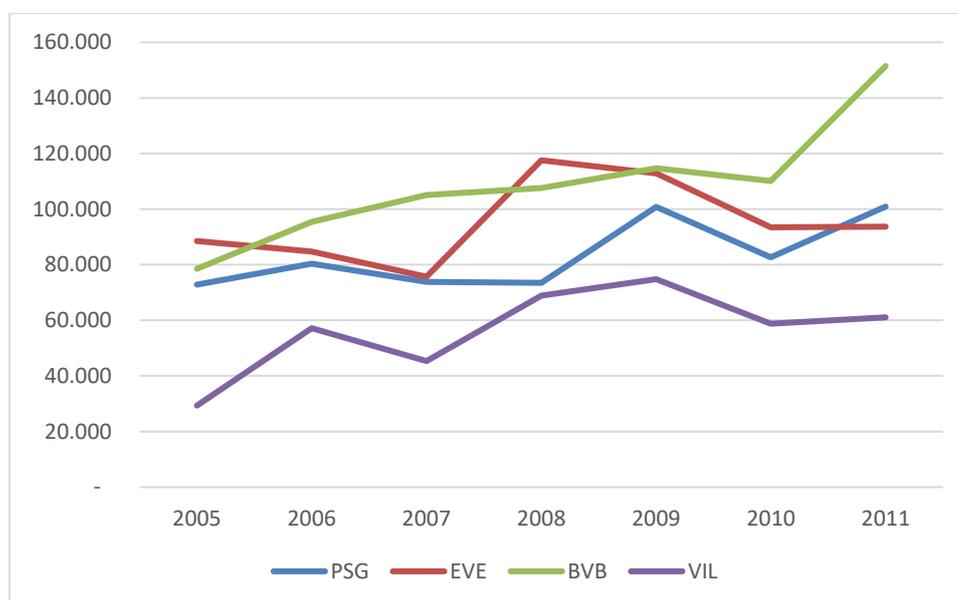
Por último, en lo que respecta al resultado del ejercicio la tendencia parece ascendente, con una variación absoluta del 99% y un crecimiento medio anual del 57%. Resulta contradictorio y llamativo si lo comparamos con el resultado operativo, ya que deberían ir a la par o al menos sin cambios excesivamente significativos. El mayor cambio se produce en el último ejercicio, con una pérdida únicamente de 201 mil euros, pero si nos vamos al informe de las cuentas podemos ver que hay unos resultados extraordinarios por valor 27.9 millones de euros de los que no se ha dado explicación. Luego, es probable que esta pérdida se haya paliado con un movimiento de provisiones. Sin tener en cuenta estos gastos extraordinarios las pérdidas hubiesen alcanzado casi los 30 millones de euros, lo que resultaría más acorde con la conclusión a la que se ha llegado con el resultado de explotación.

Si ponemos estos resultados en perspectiva con respecto a otros clubes en esa época, primero podemos observar como lo que parecía una buena gestión en los ingresos queda algo relativizada comparada con los otros clubes. En el **Gráfico 6** se muestra como la tendencia en los ingresos de todos los clubes es muy similar. Respecto al Borussia

Dortmund y al Everton el punto de partida es parecido, entorno a los 80 millones de euros, y aunque el Villarreal parte de unos ingresos inferiores la progresión es también la misma.

A pesar de ello, el PSG obtuvo unos ingresos inferiores en todos los años, especialmente si consideramos el periodo de 2007 a 2011 que es de mayor interés para el estudio, pues son los cinco ejercicios completos en los que el control del club lo poseían las entidades de Private Equity. En el último año, el PSG y el Everton se quedaron en un nivel parecido, cerca de los 100 millones, pero el Borussia Dortmund se desmarcó, batiendo récord de ingresos que ascendieron a 151 millones.

Gráfico 6: Evolución de los ingresos de explotación del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en miles de euros)



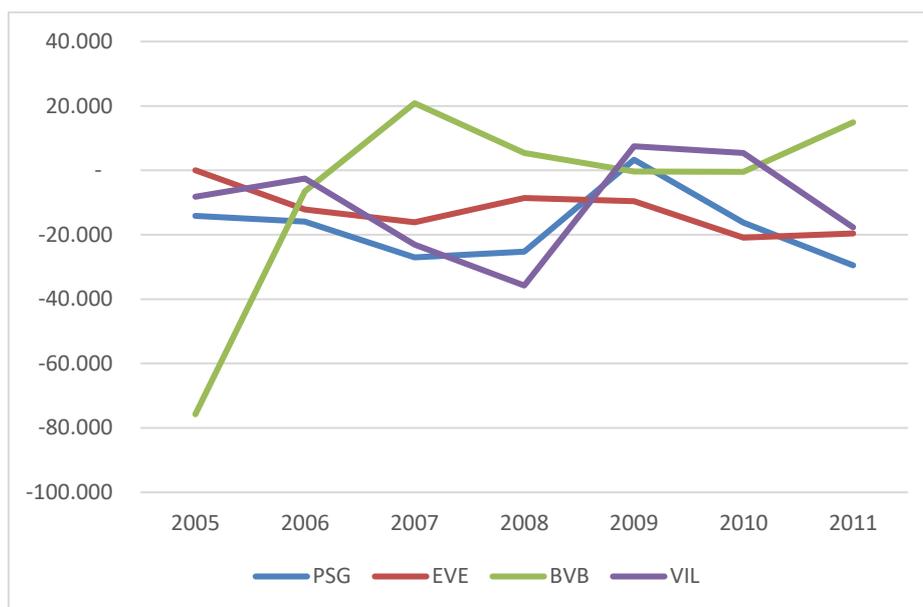
Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales de los clubes

Ocurre algo similar con el resultado de explotación, el Borussia Dortmund parece desmarcarse del resto de equipos, primero con unas grandes pérdidas en el año 2005 de 75 millones de euros, pero luego consiguieron recuperarse y las pérdidas en 2006 ya habían descendido de forma considerable hasta los 6 millones. A partir de 2007, la mejora es incluso mayor, reportaron ganancias importantes en el propio año 2007 de 20 millones de euros y solo en las temporadas 2009 y 2010 obtuvieron pérdidas, que además no ascendieron a más de 500 mil euros.

Comparada la evolución de los resultados del PSG con los del Villarreal y el Everton podemos ver en el **Gráfico 7** que ha sido parecida. A pesar de ello, el Everton es el único que no ha logrado resultados positivos. Los resultados positivos del PSG parecen algo

puntual porque de los tres equipos es el único que cuyos resultados han superados los 25 millones en pérdidas procedente de la explotación entre el año 2007 y 2011. El Everton no superó esa cifra en ningún ejercicio. Por el contrario, el Villarreal sí que superó esa cifra de pérdidas en 2008, cuando el resultado negativo ascendió a 35 millones, pero a diferencia de los anteriores obtuvo ganancias en dos ejercicios, 2009 y 2010.

Gráfico 7: Evolución del resultado de explotación del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en miles de euros)

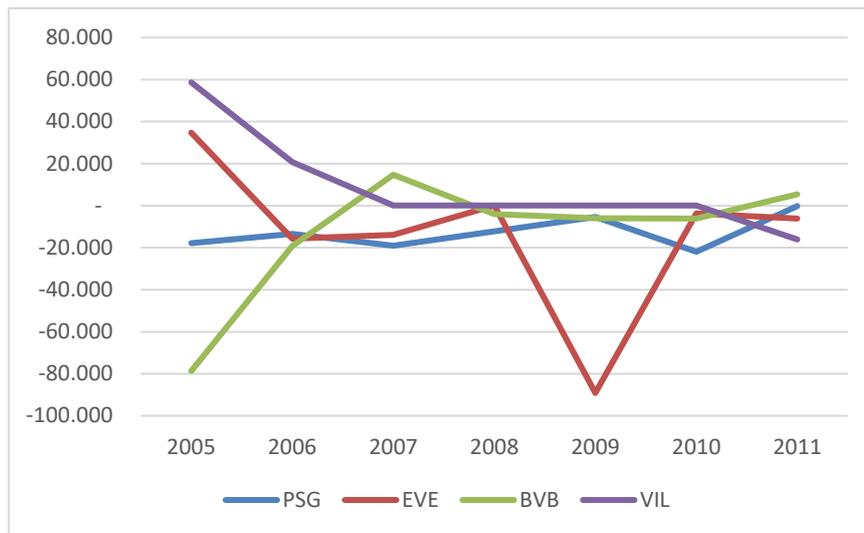


Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales de los clubes

De la misma forma, la conclusión es la misma si comparamos el resultado del ejercicio de los cuatro clubes durante el mismo periodo de tiempo. Destaca, en primer lugar, como en el ejercicios 2005 los equipos tuvieron una amplia variedad de resultados, desde las grandes pérdidas que tuvo el Borussia Dortmund de 78 millones de euros hasta los beneficios del Villarreal de 58 millones de euros.

A partir de 2006, y sobre todo 2007, la tendencia de los resultados se asemeja entre los cuatros clubes, fuera de algún resultado más anómalo como el mal ejercicio del Everton en 2009 que le llevó a registrar unas pérdidas de 89 millones de euros. A pesar de ello, sobresale como el PSG fue el único equipo cuyos resultados del ejercicio fueron de pérdidas todos los años.

Gráfico 8: Evolución del resultado del ejercicio del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en miles de euros)



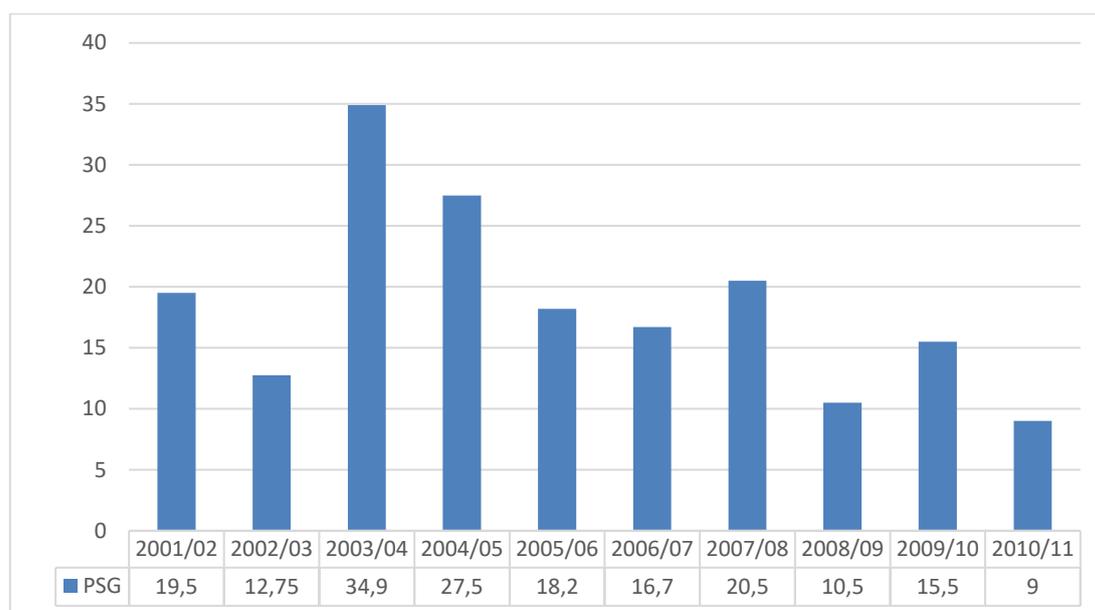
Fuente: elaboración propia con base en las cuentas anuales de los clubes

c) Análisis del gasto en fichajes

Con la toma de control al final de la temporada 2005/06 se produce un descenso del gasto en fichajes por parte del PSG, prueba de ello son las dos temporadas en las que el PSG, previo a la toma de control por los nuevos inversores, superó los 25 millones de euros. En concreto, se trata de las temporadas 2002/03 y 2004/05, en las que el gasto fue de 35 millones y 28 millones respectivamente. Esa cifra de 25 millones no fue superada en ninguna de las cinco temporadas en las que el club estuvo bajo el control de los Private Equity, siendo la temporada en la que más gastaron la 2007/08, con un desembolso de 20,5 millones.

Por otro lado, entre las temporadas 2001/02 y 2005/06 la cifra de gasto más baja fue de 12,75 millones, mientras que en las cinco temporadas posteriores en dos ocasiones la cifra fue menor, en la 2008/09 resultó ser de 10,5 millones y en la 2010/11 se quedó en los 9 millones.

Gráfico 9: Evolución del gasto en fichajes del PSG (en millones de euros)

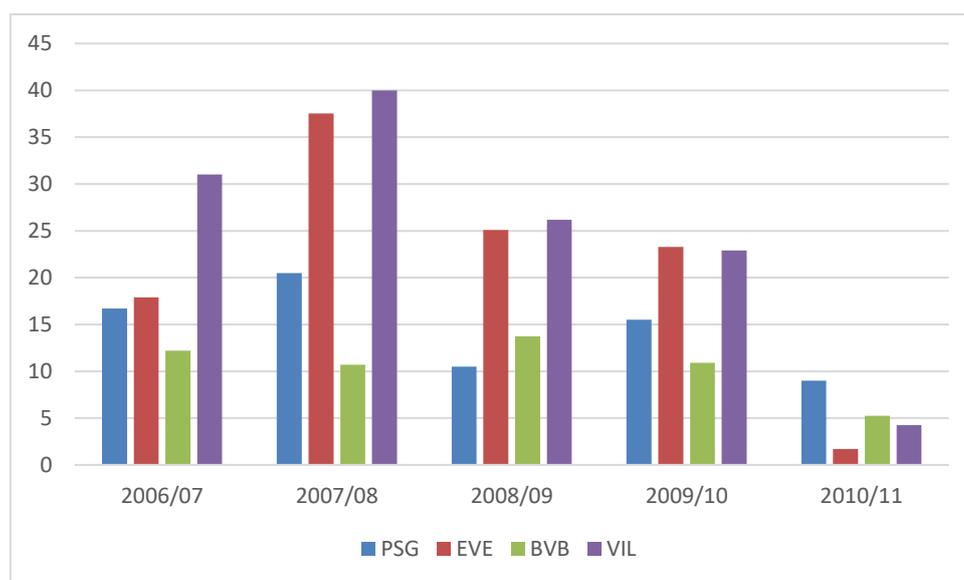


Fuente: elaboración propia con base en los datos obtenidos de Transfermarkt.

La situación se ve más clara si comparamos la media en las cinco temporadas anteriores con las cinco temporadas de control de los Private Equity, desde la 2006/07 hasta la 2011. La media del primer periodo fue de 22,5 millones y la del segundo de 14,4 millones. Por si fuera poco, el crecimiento anual medio de esta partida entre las temporadas 2005/06 y 2010/11 fue de -13%, quedando claro que el gasto se redujo.

En comparación con los clubes de las otras tres grandes ligas europeos, se puede observar en el **Gráfico 10** que el PSG no fue el equipo que menos desembolso hizo en jugadores para reforzar su equipo en el periodo de julio de 2006 hasta junio de 2011, el que menos gastó fue el Borussia Dortmund. Por el contrario, los dos equipos que más desembolso hicieron fueron el Everton y el Villarreal.

Gráfico 10: Evolución del gasto en fichajes del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal (en millones de euros)



Fuente: elaboración propia con base en los datos obtenidos de Transfermarkt

A partir de la temporada 2006/07, con la nueva estructura de propiedad, de entre los cuatro clubes solo en una ocasión el PSG fue el que hizo mayor gasto en fichajes, en la temporada 2010/11. Resulta llamativo que es precisamente esa temporada en la que menos gastaron los cuatro clubes, por lo que igualmente parece normal esa tendencia descendente de inversión. De las otras cuatro temporadas, en tres de ellas el PSG es el tercero que más desembolso realizó.

Si hacemos la media del gasto en fichajes del periodo es la siguiente:

- PSG: 14,44 millones.
- Everton: 21,106 millones.
- Borussia Dortmund: 10,56 millones.
- Villarreal: 24,872 millones.

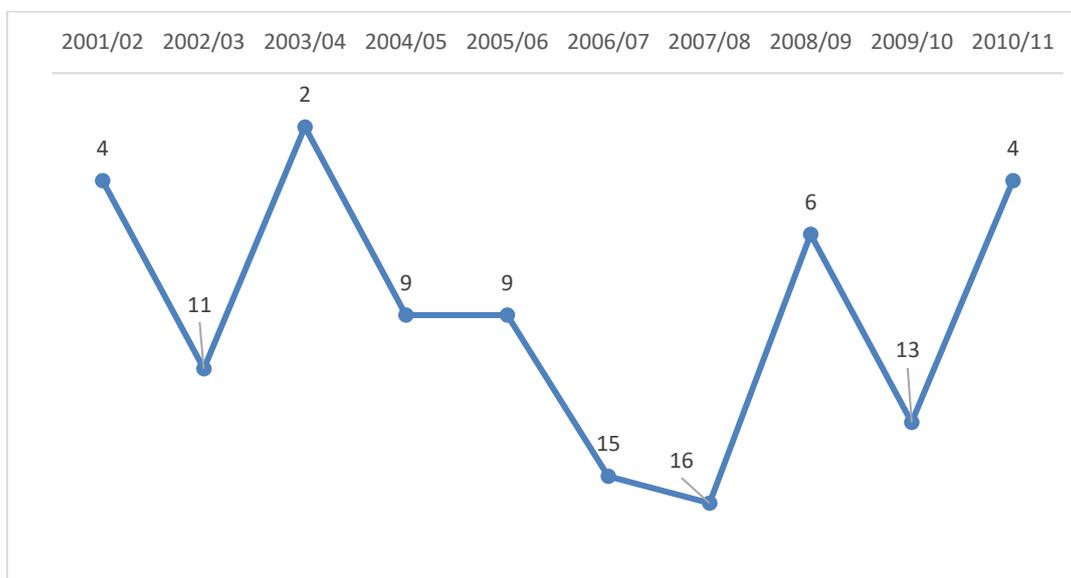
Con ello comprobamos que el PSG es el segundo equipo con menor gasto en fichajes de media entre las temporadas 2006/07 y 2010/11.

d) Análisis deportivo

En el plano deportivo, antes de la llegada de los nuevos inversores al PSG, el equipo acababa con regularidad en puestos de mitad de tabla en el campeonato nacional de liga, habitualmente entre el noveno y el undécimo puesto. Destaca en esta época anterior el

buen resultado de la temporada 2003/04, con un segundo puesto en la primera división de la liga francesa.

Gráfico 11: Clasificación en liga del PSG entre las temporadas 01/02 y 10/11



Fuente: elaboración propia con base en los datos obtenidos de Transfermarkt

La primera temporada completa en la que estuvieron al mando del club las gestoras de Private Equity fue la 2005/06 y el resultado como se puede comprobar en el **Gráfico 11** no fue muy positivo, acabaron en el puesto 15. Fue algo preocupante que se repitió la temporada siguiente, incluso quedando un puesto por debajo. En ese momento el PSG pasa de ser un equipo de mitad de tabla, incluso entrando entre los cinco primeros un año, a un equipo que peleaba por el descenso.

En la liga francesa son tres los clubes que descienden anualmente a segunda división. Y, de hecho, en la temporada 2007/08 el PSG estuvo en puestos de descenso nueve semanas y pudo evitarlo en la última jornada²⁷. Desde esa temporada los resultados mejoraron y llegaron a quedar en el cuarto puesto en el último año, pero si comparamos la mediana anterior a estas cinco temporadas bajo su gestión, que fue de 9, con la mediana de las cinco temporadas de control de las firmas de inversión, que fue de 13, vemos como los resultados deportivos no son mejores a pesar de esa tendencia al alza en los cinco años.

²⁷ Fuente: <https://psgtalk.com/2019/03/psg-from-relegation-zone-to-european-elite/>

Tabla 11 Evolución de la clasificación del PSG, Everton, Borussia Dortmund y Villarreal desde la temporada 06/07 hasta la 10/11

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	Mediana 01/02-05-06	Mediana 06/07-10/11
PSG	15	16	6	13	4	9	13
EVE	7	5	5	8	7	11	7
BVB	9	13	6	5	1	6	6
VIL	5	2	5	7	4	8	5

Fuente: elaboración propia con base en los datos obtenidos de Transfermarkt

Aunque cada equipo es de un país y, por lo tanto, juega una liga diferente con diferentes rivales, tanto el PSG como el Everton, el Borussia Dortmund y el Villarreal venían de una situación similar, eran equipos de mitad de tabla. Además, se ha comprobado en los apartados anteriores que los equipos tenían unas finanzas parecidas lo que evidencia que su situación era asimilable.

En la **Tabla 11** se puede ver como en las cinco temporadas analizadas la evolución del PSG ha sido la peor de entre los cuatro equipos. El Everton venía de quedar en posiciones similares en las temporadas anteriores, con una mediana en las cinco temporadas anteriores de 11, pero el Everton consiguió mejorar su rendimiento y aumentó su mediana hasta 7, a diferencia del PSG que empeoró su rendimiento.

Junto con el Everton, el Villarreal consiguió mejorar considerablemente sus registros terminando la liga entre los siete primeros clasificados entre las temporadas 2006/07 y 2010/11. Reflejo de ese progreso es la mejora en su mediana de tres puntos, desde 8 hasta 5.

Por último, el rendimiento del Borussia Dortmund venía siendo mejor entre las temporadas 2001/02 y la 2005/06, con una mediana de 6. A pesar de ello, era un equipo habitual de mitad de tabla en su liga. En los años siguientes no se produjo un cambio significativo en su rendimiento deportivo en términos generales, pero si destaca la consecución de la liga en la temporada 2010/11. En definitiva, solo el PSG empeoró sus registros en comparación con las temporadas anteriores.

4.4. Verificación de las hipótesis

1. Private Equity y el endeudamiento

Parecía que con la llegada de las entidades del Private Equity a la gestión del PSG el endeudamiento iba a subir como se desprendía de la literatura y su forma habitual de

operar por medio de compras apalancas, pero lo cierto es que no parece según se desprende del balance que hayan hecho un LBO, aunque no se conocen los detalles exactos de la operación. Esto podría venir motivado por el alto nivel de endeudamiento anterior y que era común entre los clubes en ese momento.

Aunque no sufriese un aumento el nivel de deuda del club en el primer año, era previsible que durante los años siguiente la gestión fuese capaz de reducirlo. La situación no era fácil porque generaban pérdidas constantemente, pero algo indudable es que el nivel de endeudamiento subió desde 0,77 en 2006 hasta 0,96 en 2011, suponiendo un incremento del 24,8% y un crecimiento anual medio del 4,5%.

El Villarreal se encontraban en una situación respecto a esta partida incluso peor y al límite, pero pudieron soportarla durante estas temporadas y reducir la deuda el último gracias a una más que probable inyección de capital. Además, los datos del Borussia Dortmund indican como era posible reducir la deuda o mantenerla en niveles aceptables. En 2007 consiguieron reducir el nivel de deuda al 42%, aunque posteriormente creció hasta estabilizarse en niveles del 70%, igualmente se mantuvo en estos niveles que eran razonable. Por otro lado, el Everton fue el único que aumentó su deuda junto con el PSG, haciéndolo ambos en la misma medida.

En definitiva, la toma de control por parte de los Private Equity en el PSG no incrementó el endeudamiento en el primer año como era previsible, y no solo no redujo la deuda durante su gestión, sino que fue aumentado sin cesar, a pesar de que se ha demostrado que era posible mantener esos niveles de deuda o incluso reducirlos.

2. Private Equity y la situación financiera

Los nuevos propietarios llegaron con la intención de mejorar los resultados financieros del club, pero lo cierto es que parece que no lo consiguieron, incluso la situación del club empeoró bajo su mandato.

Los activos del club en junio de 2006 estaban valorados en 83,9 millones de euros y cayeron hasta 68,3 millones de euros en 2011, hasta hubo temporadas que llegaron a tener unos activos valorados en 57,1 millones de euros. En relación con esto y como es obvio, la misma tendencia siguió la suma del pasivo y del patrimonio neto.

Esta caída sería relevante y positiva si el pasivo se hubiese reducido en mayor proporción que el patrimonio neto, pero en 2006 el pasivo ascendía a 64,6 millones de euros y una vez se produjo la venta del capital mayoritario en 2011 dejaron el club con 65,6 millones de euros de obligaciones. Luego, no solo no descendió, sino que aumentó ligeramente a la vez que descendió el patrimonio neto.

Los ratios permiten tener una mejor visión de la situación financiera del club y confirman que esta se deterioró en este periodo. Aumentó el ratio de endeudamiento desde el 0,77 en 2006 hasta 0,96 en 2011, pasando a depender el club casi en su totalidad de recursos ajenos. El ratio de solvencia igualmente indica que la situación en lo que respecta al balance fue en declive con el paso de los años al descender desde 1,30 a 1,04.

Comparando las ratios con las de los equipos comparables, el Everton y el PSG son los dos equipos que peor evolución han tenido, ambos empeoraron su situación en el periodo analizado. El Everton tuvo una evolución similar a la del PSG, con un aumento del ratio de endeudamiento del 24% y una bajada del ratio de autonomía financiera del 130% y del de solvencia del 26%, por lo que podemos confirmar que su situación empeoró incluso más que la del PSG.

Por el contrario, los ratios confirman que el Borussia Dortmund mejoró su situación financiera, con una disminución del ratio de endeudamiento del 10% y un incremento de los ratios de autonomía financiera y de solvencia en un 36% y 12%, respectivamente. En términos generales, la situación del Villarreal no sufrió un cambio significativo hasta el 2011.

La evolución del pasivo del PSG comparada con el Everton, el Borussia Dortmund y el Villarreal indica que ha sido mejor, pues sus obligaciones de pago han crecido menos que las de estos tres clubes comparables, pero si atendemos a la situación global del balance, los ratios financiero y el activo no han tenido una evolución positiva. En consecuencia, podemos concluir que el impacto de la toma de control de entidades de Private Equity en lo que respecta al balance del PSG no ha sido positivo. De hecho, de los datos se desprende que ha sido negativo. Aunque sí que es cierto que los balances de los clubes no son ninguno del todo positivo, destaca que la evolución del del PSG es peor que dos de los tres equipos comparable de las otras grandes ligas europeas.

En cuanto a la cuenta de pérdidas y ganancias, cabe resaltar la buena evolución de los ingresos, incrementando de 80 millones en 2006 hasta los 100 millones en 2011, pero los gastos de explotación aumentaron en mayor proporción, desde los 96 millones hasta los 130 millones, lo que indica que la evolución del resultado de explotación fue en declive.

Este declive se confirma con el cambio en el resultado del ejercicio, en 2006 el PSG reportó unas pérdidas de 13,4 millones de euros y en 2010 ascendían a casi 22 millones suponiendo un aumento significativo.

Esto resulta preocupante para la solvencia y viabilidad de la empresa, ya que una empresa solvente es capaz de hacer frente a todas sus obligaciones gracias a los fondos que genera de sus operaciones ordinarias. Las constantes pérdidas hacen que la empresa tenga que vender activos o recibir inyecciones de capital de los propietarios para poder seguir subsistiendo. Esta situación convierte al club en ese momento en técnicamente insolvente.

En comparación con otros con el Everton, el Borussia Dortmund y el Villarreal parece que el resultado de explotación no tenido una evolución tan negativa como parecía. En este periodo de tiempo fue el Borussia Dortmund el que mejores resultados tuvo en esta partida. Comparado con el Everton y el Villarreal la tendencia es similar, aunque el PSG es de los cuatro equipos el que reportó pérdidas de explotación más elevadas en tres de los cinco ejercicios entre 2007 y 2011. Respecto al resultado del ejercicio, y fuera de algunos resultados anormalmente bajos como los del Everton en 2009, el PSG fue el único equipo que obtuvo pérdidas en todos los ejercicios.

Por ello, a pesar de que en un principio parecía tener una tendencia al alza el resultado del ejercicio, la conclusión es que en lo que respecta a la cuenta de pérdidas y ganancias no se ha producido un cambio significativo. De la misma forma, en termino generales la conclusión es que no se ha producido un impacto significativo en la situación financiera del club adquirido, no ha mejorado su situación, incluso podríamos decir, atendiendo especialmente al cambio en el balance, que el impacto ha sido negativo.

3. Private Equity y el gasto en fichajes

Desde que tomaron el control las firmas de Private Equity, el PSG no se gastó más en adquirir jugadores que cuando estaba en manos de los propietarios anteriores, hasta podemos decir que este gasto disminuyó. Como se ha analizado, en la etapa de gestión anterior el desembolso fue mayor, prueba de ello es la media de esta partida, fue de 22,5

millones comparado con los 14,4 millones de media desde la 2006/07 hasta la 2011. Centrándonos en el periodo de control de los Private Equity hay un descenso anual medio del gasto del 13%.

Además, si lo compramos con otros equipos comprobamos que no fue el club que empleó más recursos en incorporar a jugadores, ni tampoco el que menos, que durante esta etapa fue el Borussia Dortmund. El club de los cuatro que más desembolso realizó fue el Everton. Igualmente, resalta como todos los clubes tuvieron una tendencia descendente de gasto de la que el PSG no se ha podido desmarcar. Luego, esto confirma que la hipótesis no se ha cumplido, no se incrementó el gasto en fichajes con la llegada de los nuevos inversores y la gestión de los Private Equity no tuvo un impacto significativo en este aspecto, ya que todos los clubes siguieron esa tendencia bajista.

4. Private Equity y el rendimiento deportivo

En el plano deportivo, la llegada de nuevos inversores hace pensar en muchas ocasiones a los seguidores de los clubes y todo el entorno que rodea al club que su intención es mejorar los resultados deportivo y van a poder hacerlo.

En el caso del PSG, no parece que los aficionados puedan estar contentos con la evolución de los mismo, tuvieron unos resultados en las primeras temporadas muy por debajo del nivel que estaba dando el club. Aunque consiguieron alzarse con la copa de la liga francesa en la temporada 2007/08, estuvieron muy cerca del descenso en las dos primeras temporadas cuando venían de ser un club que había estado muchos años en los primeros puestos de la liga francesa, y en las temporadas inmediatamente anteriores a la toma de control por parte de las firmas de Private Equity el equipo finalizó en mitad de tabla, en el noveno puesto.

Desde la primera temporada completa de los nuevos gestores en la temporada 2006/07 hasta la última temporada en la que tuvieron el control del club, la 2010/11, pasaron del puesto 15 al 4, lo que parece una evolución favorable gracias a su gestión, pero lo cierto es que el puesto 15 fue anormalmente bajo comparado con el rendimiento que el equipo venía teniendo. Si comparamos la mediana de los años anteriores que fue de 9 con la mediana de 13 de esas cinco temporadas desde la 2006/07, vemos como el equipo empeoró su rendimiento. Todo hace indicar que esa evolución positiva en realidad no es

real y no se ha producido un impacto significativo en el rendimiento deportivo, de hecho, podemos decir que el equipo bajó su rendimiento.

Comparado con el Everton, el Borussia Dortmund y el Villarreal, dos de estos equipos consiguieron mejorar su rendimiento con respecto a los años anteriores en las mismas cinco temporadas, y el único equipo que bajó su rendimiento fue el PSG. En definitiva, los datos individuales del PSG mostraban que los resultados deportivos no habían mejorado, incluso habían empeorado, y la comparación con los otros clubes ha confirmado esta conclusión.

Tabla 12: Resumen de los objetivos y verificación de las hipótesis

OBJETIVOS	
1º Analizar el impacto económico de la toma de control de un club de fútbol profesional por parte de un Private Equity	
2º Analizar el impacto deportivo de la toma de control de un club de fútbol profesional por parte de un Private Equity	

H1: Aumenta el endeudamiento el primer año y se reduce con el paso de los años				
Variable	2006	2007	2011	CAGR 2006-2011
Ratio de endeudamiento	0,77	0,76	0,96	4,5%

H2: Mejora la situación financiera			
Variables	2006	2011	CAGR
Ratio de endeudamiento	0,77	0,96	4,5%
Ratio de autonomía financiera	0,23	0,04	-30,0%
Ratio de solvencia	1,30	1,04	-4,3%
Ingresos de explotación	80.364	100.910	4,7%
Gastos de explotación	96.328	130.430	6,2%
Resultado de explotación	- 15.964	- 29.520	-13,1%
Resultado del ejercicio	- 13.456	- 201	56,9%

H3: Aumenta el gasto en fichajes			
Variable	Media 01/02-05/06	Media 06/07-10/11	CAGR 06 - 11
Gasto en fichajes	22,57 millones	14,44 millones	-13,1%

H4: Mejora el rendimiento deportivo		
Variable	Mediana 01/02-05/06	Mediana 06/07-10/11
Puesto en liga	9	13

Fuente: elaboración propia

CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES

Gracias al cambio en el modelo económico del fútbol que se produjo desde la década de los 90 los inversores se han interesado por la toma de control de equipos de fútbol, y estos comenzaron a percibirse como posibles negocios para sus propietarios. Este cambio hacia una visión más económica de los clubes se está acentuando en los clubes en los últimos años y lo confirma la llegada de las entidades de Private Equity, entidades especializadas de inversión cuyo objetivo es obtener una rentabilidad para la empresa y sus inversores.

Los motivos que han llevado al interés por parte de estos inversores son primero el gran crecimiento de los clubes que permiten incrementar el valor de los clubes y en caso de venderlos pasados unos años obtener ganancias, hay potencial de beneficio. Junto con el crecimiento, la necesidad de liquidez reciente ha hecho que los clubes requieran de recursos procedentes del exterior del club para continuar con su actividad, lo que ha abierto una oportunidad para la compra de clubes de fútbol.

La adquisición del PSG en 2006 fue la primera adquisición de un club por parte de un Private Equity en las cinco grandes ligas europeas. Respecto a este caso, no se han cumplido las expectativas ni en el ámbito económico ni en el deportivo. Se esperaba que con la llegada de estos propietarios los resultados financieros del club mejorasen, así como el rendimiento deportivo, pero no ha sido así, incluso en cierta medida han empeorado. Asimismo, la llegada de inversores extranjeros a los clubes lleva aparejado, según la literatura, un aumento del endeudamiento, el cual se esperaba que incrementase por la forma habitual de operar de estas entidades especializadas de inversión, pero tampoco ha sido el caso. Por último, se esperaba que aumentase el gasto en fichajes en línea con la literatura sobre la inversión extranjera en los clubes, pero tampoco ha ocurrido.

La toma de control no ha producido un mejor desempeño del club como se esperaba. Un club de fútbol no es una empresa que opera en una industria corriente, en un club hay condicionamientos sentimentales que afectan a la gestión, incluso hace varias décadas los clubes eran tan importantes para las ciudades y población cercanas que recibían ayudas del Estado. En definitiva, el entorno que rodea al fútbol es algo más complejo que el de otras empresas lo que puede dificultar implementar esta forma de gestión con éxito.

Aun así, este fue solo el primer caso del que las nuevas entidades que han decidido entrar en esta industria, especialmente en las tres últimas temporadas se ha incrementado el número de operaciones de estos inversores institucionales, los cuales han podido aprender, estudiar el caso y ganar experiencia desde entonces que les permita llevar a cabo una mejor gestión. Además, actualmente los clubes se encuentran en una mejor situación financiera que en la época en la que se produce esta adquisición del PSG, gracias en gran medida a la implementación de la regulación del FFP.

En consecuencia, habría que estudiar casos como los identificados en las cinco grandes ligas europeas: Elliot Management se hizo con el control del AC Milán en julio de 2018, en diciembre de 2018 el Girondins de Bordeaux fue vendido a la entidad de Private Equity General American Capital Partners (GACP) y más recientemente el Burnley FC fue adquirido por ALK Capital en enero de 2021. Junto con las posibles adquisiciones en los próximos meses y años, puesto que cuando se habla de la venta de un club como es el caso de los rumores de venta el Chelsea por parte de Abramovich se relaciona con la posible venta a una firma de Private Equity²⁸. El Chelsea es vigente campeón de la UEFA Champions League y uno de los clubes con mayor valor actualmente lo que demuestra la realidad de estos inversores en el fútbol. Igualmente, muchas de estas entidades han optado por adquirir participaciones minoritarias en los clubes que también sería relevante estudiar.

²⁸ Fuente: <https://www.cityam.com/clock-ticking-on-roman-abramovich-after-he-puts-chelsea-up-for-sale/>

CAPÍTULO 6. BIBLIOGRAFÍA

- Andreff, W. (2018). Financial and Sporting Performance in French Football Ligue 1: Influence on the Players' Market. *International Journal of Financial Studies*, 6(4), 91. DOI: 10.3390/ijfs6040091.
- Andreff, W., y Staudohar, P. D. (2000). The Evolving European Model of Professional Sports Finance. *Journal of Sports Economics*, 1(3), DOI: 10.1177/152700250000100304.
- Bergström, C., Grubb, M., y Jonsson, S. (2007). The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation. *The Journal of Private Equity*, 11(1), 22-39. DOI: 10.3905/jpe.2007.699056.
- Castellanos, P., y Sánchez, J. M. (2007). The economic value of a sports club for a city : empirical evidence from the case of a Spanish football team.
- Chaplinsky, S. J. (2015). The Basics of Private Equity Funds. *Darden Case no. UVA-F-1731*, DOI: 10.2139/ssrn.2974533.
- CNMV (2006). *Los fondos de inversión y la inversión colectiva*.
- Cressy, R. C., Munari, F., y Malipiero, A. (2007). Playing to their Strengths? Evidence that Specialization in the Private Equity Industry Confers Competitive Advantage. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 647-669. DOI: 10.2139/ssrn.964367.
- Deloitte (2021). *Deloitte Football Money League 2021*.
- Dietl, H. M., Franck, E., y Lang, M. (2008). Overinvestment in team sports leagues: a contest theory model. *Scottish Journal of Political Economy*, 55(3), 353-368. DOI: 10.1111/j.1467-9485.2008.00457.x.
- Dima, T. (2015). *The Business Model of European Football Club Competitions*. Elsevier BV. DOI: 10.1016/s2212-5671(15)00562-6.
- Dobson, S., y Goddard, J. (2001). *The Economics of Football* (1ª ed.). Cambridge University Press.
- Domínguez Jiménez, J. y Seco Benedicto, M. (2010). Análisis Económico-Financiero.
- Franck, E. P. (2014). Financial Fair Play in European Club Football - What is it All About? *University of Zurich, Department of Business Administration, UZH Business Working Paper n° 328*.

- Gironella Masgrau, E. (2005). El apalancamiento financiero: de cómo un aumento del endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa. *Revista De Contabilidad Y Dirección*, 2, 71-91.
- Gómez, S., y Opazo, M. (2007). *Características estructurales de un club de fútbol profesional de elite*. (No. 705). <https://EconPapers.repec.org/RePEc:ebg:iesewp:d-0705>.
- Hellmann, T., y Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57, 169-197. DOI: 10.1111/1540-6261.00419.
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254.
- Long, W. F., y Ravenscraft, D. J. (1993). LBOs, debt and RyD intensity. *Center for Economic Studies Discussion Paper*, 93(3).
- Lonsdale, J. (2017). In Defense of Private Equity. *Cnbc* <https://www.cnbc.com/2017/10/16/private-equity-a-defense--joe-lonsdale-commentary.html>
- Martín Magdalena, J. (2016). *Análisis del impacto del concepto de juego limpio financiero en el modelo económico y competitivo del fútbol profesional: el caso de la primera división de la liga española y su comparación con la premier league inglesa* [Tesis Doctoral – Universidad Pontificia Comillas]. Repositorio Comillas.
- Rohde, M., y Breuer, C. (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(2). DOI: 10.11114/aef.v3i2.1366.
- Rohde, M., y Breuer, C. (2017). The market for football club investors: a review of theory and empirical evidence from professional European football. *European Sport Management Quarterly*, 17(3), 265-289. DOI: 10.1080/16184742.2017.1279203.
- Sánchez Martínez, L. C. (2019). *Influencia de la propiedad en la gestión de los equipos de fútbol europeos*.

- Stromberg, P., y Kaplan, S. N. (2009). *Leveraged Buyouts and Private Equity*. (). Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research. DOI: 10.3386/w14207 <http://www.nber.org/papers/w14207>
- Thakkar, N. (2021). U.S. Private Equity: Where Football Is Beyond 90 Minutes! *Engaging Alternatives*.
- UEFA. (2019). *Financial Fair Play*. UEFA.com. <https://www.uefa.com/insideuefa/protecting-the-game/financial-fair-play/>
- UEFA. (2021). *The European Club Footballing Landscape*.
- Weir, C., Laing, D., y Wright, M. (2005). Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private. *Applied Financial Economics*, 15(13), 947-961. DOI: 10.1080/09603100500278221.
- Wilson, N., Amini, S. y Wright, M. (2022). Determining the Characteristics of the Private Equity Targets: UK Evidence. *British Journal of Management*, 33(1), 138-159. DOI: 10.1111/1467-8551.12518.
- Wilson, R., Plumley, D., y Ramchandani, G. (2013). The relationship between ownership structure and club performance in the English Premier League. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 3(1), 19-36. DOI: 10.1108/20426781311316889.