

Trabajo Fin de Grado

Valoración económica de equipos de fútbol con metodología AHP

Autor

Jesús Pina Beatove

Director

José María Moreno Jiménez

Grado en Administración y Dirección de Empresas
Facultad de Economía y Empresa
Año 2014

RESUMEN

Hoy en día prácticamente todo se mide en función de un aspecto: el valor económico. La importancia o relevancia de un bien depende de dicho valor y es por esto que en los últimos tiempos uno de los campos de investigación en los que se ha avanzado considerablemente ha sido en los métodos de valoración de activos.

Las cuestiones relacionadas con la valoración que se intentan responder en este trabajo son: ¿Cuál es el valor de mercado de un equipo de fútbol? ¿En qué hay que basarse para determinar cuánto se debería pagar por uno de estos clubes?

El principal objetivo de este documento es la creación de un modelo para valorar una sociedad anónima deportiva, no sólo añadiendo a la valoración los aspectos intangibles de un club, sino dándoles una mayor relevancia debido al tipo de empresa que se estudia en este trabajo. Esta valoración se realizará mediante el Proceso de Análisis Jerárquico. Para ello será necesario identificar y analizar las variables que aportan la totalidad del valor de un club deportivo. Estas variables deberán ser ponderadas y priorizadas por un experto. En el caso de este documento, esta labor será llevada a cabo por el autor del mismo. Una vez creado el modelo, será utilizado en el caso concreto del Real Zaragoza, SAD, para determinar su valor real de mercado.

AGRADECIMIENTOS

Merece un reconocimiento especial el profesor tutor de este trabajo, don José María Moreno Jiménez (profesor catedrático de la Universidad de Zaragoza y miembro del Grupo de Decisión Multicriterio de la Universidad de Zaragoza), por su interés en el mismo, su disposición a la hora de proporcionar información, documentación y conocimientos propios acerca de los modelos de decisión multicriterio, concretamente el método AHP.

También nombrar a Javier García Lacalle (profesor de la Universidad de Zaragoza), y agradecerle haber aportado su visión contable y tangible a la valoración expuesta en este documento.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	3
INTERÉS DEL TRABAJO	4
OBJETIVOS	5
ESTRUCTURA DEL DOCUMENTO	6
1. METODOLOGÍA	7
1.1.METODOLOGÍA CLÁSICA DE VALORACIÓN	7
1.2.MÉTODOS DE VALORACIÓN MULTICRITERIO	9
1.2.1.El Proceso Analítico Jerárquico (AHP)	10
2.PROPUESTA METODOLÓGICA	13
2.1.FASES DE LA PROPUESTA METODOLÓGICA.....	13
2.1.1.Fase 1: Exposición del problema.....	13
2.1.2.Fase 2: Selección de Experto/s	14
2.1.3.Fase 3: Definición de criterios y variables	14
C1: Elementos Tangibles	16
CT1: Operaciones	16
CT2: Activos	20
CT3: Pasivos	23
CT4: Previsiones	25
C2: Elementos Intangibles	27
CI1: CH	27
CI2: CE	30
CI3: CR	31
2.1.4.Fase 4: Elección del club objeto de valoración	34
2.1.5.Fase 5: Búsqueda de clubes comparables	34
2.1.6.Fase 6: Creación de la jerarquía AHP.....	34
2.1.7.Fase 7: Proceso de toma de decisiones	37
2.1.8.Fase 8: Obtención del valor del club	37
3.CASO DE ESTUDIO	38
3.1.VALORACIÓN ECONÓMICA DEL REAL ZARAGOZA	38
4.CONCLUSIONES	49

4.1.CONCLUSIONES GENERALES	49
4.2.CONCLUSIONES SOBRE LA TÉCNICA UTILIZADA	49
5.BIBLIOGRAFÍA.....	51
ANEXO I	
ANEXO II	
ANEXO III	

INTRODUCCIÓN

Hoy en día prácticamente todo se mide en función de un aspecto: el valor económico. La importancia o relevancia de un bien depende de dicho valor y es por esto que en los últimos tiempos uno de los campos de investigación en los que se ha avanzado considerablemente ha sido en los métodos de valoración de activos. Concretamente en los métodos de valoración de activos con componentes intangibles, indispensables a la hora de calcular un valor monetario. Este componente intangible se vuelve especialmente relevante en un mercado en el que los principales “activos” transferidos son personas, o en el que el producto ofrecido a los “clientes” es un sentimiento de pertenencia o una tarde en el estadio viendo un partido de su equipo. Se está hablando del mercado del fútbol, base principal del análisis de este documento.

En los últimos cinco años han sido muchos los clubes que, debido a la crisis económica o, simplemente, a una mala gestión, han visto cómo sus balances iban engordando peligrosamente en el área de pasivos mientras que las cuentas de activos no sólo no aumentaban al mismo ritmo, sino que en muchos casos disminuían. La falta de liquidez, la imposibilidad de hacer frente a los pagos con las administraciones públicas o con otros clubes y la normativa de la Liga de Fútbol Profesional (LFP) en relación a las deudas de las entidades deportivas para poder participar en las competiciones nacionales, han obligado a varios empresarios dueños de clubes de Primera y de Segunda División de la Liga Española, a buscar soluciones mediante la venta de sus paquetes de acciones a inversores dispuestos a afrontar los grandes desembolsos requeridos. También es cierto que en alguno de los casos la situación no estaba tan al límite y ha sido el propio inversor el que ha decidido adquirir el club sin que éste estuviera en una situación crítica.

En medio de esta situación de movimiento de acciones de unas manos a otras, clubes adquiridos por empresarios qataríes, indios, belgas o singapurenses, es de gran trascendencia saber cuánto vale un club de fútbol. Concretamente, este trabajo va a tratar las sociedades anónimas deportivas (SAD).

¿Cuál es el valor de mercado de un equipo de fútbol? ¿En qué hay que basarse para determinar cuánto se debería pagar por uno de estos clubes? Es en este punto donde se encuentra el interés de este documento.

INTERÉS DEL TRABAJO

El pasado julio, el Real Zaragoza, SAD estuvo a punto de desaparecer debido al incumplimiento de pagos con distintos clubes e instituciones (Hacienda Pública, entre otras). Esta cantidad ascendía a 8 millones de euros. Debido a la situación crítica del club y el peligro real de disolución de la entidad, el máximo accionista en aquella fecha, el señor Agapito Carmelo Iglesias García, se vio obligado a vender el club a un grupo de empresarios asociados mediante la “Fundación Zaragoza 1932”, por la cantidad simbólica de 1 euro.¹

Evidentemente, el valor del Real Zaragoza no es un euro. Pero, ¿cómo se puede calcular su valor? Para responder a esa pregunta debemos utilizar un método de valoración capaz de aportar un valor monetario teniendo en cuenta no sólo el valor en libros, sino también el valor intangible de la entidad. Al estar hablando de clubes de fútbol, esta parte tiene una gran importancia, ya que sus principales activos son sus futbolistas, activos intangibles a los que únicamente se les asigna un valor en el momento de ser transferidos. También se debe tener en cuenta que alrededor de un club hay todo un ecosistema empresarial, social y deportivo que tampoco viene reflejado en los balances contables.

El método que se va a utilizar a lo largo de este documento va a ser el Proceso Analítico Jerárquico (AHP por sus siglas en inglés), el cual está incluido en el conjunto de técnicas de decisión multicriterio. Esta técnica es capaz de, mediante comparaciones pareadas, dar un valor monetario para un activo, empresa o club en este caso, basándose en transacciones similares producidas recientemente. En este trabajo se van a utilizar compra-ventas de sociedades anónimas deportivas en un margen de tiempo establecido entre junio de 2010 y junio de 2014.

En apartados posteriores se definirá con mayor precisión qué son las técnicas de decisión multicriterio, se explicarán brevemente algunas de ellas y se profundizará en la que se va a basar este trabajo, la técnica AHP.

¹ “El Real Zaragoza en manos del grupo de empresarios liderado por Alierta” El País. 23/07/2014

OBJETIVOS

El principal objetivo de este documento es la creación de un modelo para valorar una sociedad anónima deportiva, no sólo añadiendo a la valoración los aspectos intangibles de un club, sino dándoles una mayor relevancia debido al tipo de empresa que se estudia en este trabajo. Esta valoración se realizará mediante el Proceso de Análisis Jerárquico. Para ello será necesario identificar y analizar las variables que aportan la totalidad del valor de un club deportivo. Estas variables deberán ser ponderadas y priorizadas por un experto. En el caso de este documento, esta labor será llevada a cabo por el autor del mismo. Una vez creado el modelo, será utilizado en el caso concreto del Real Zaragoza, SAD, para determinar su valor real de mercado.

Los objetivos concretos de este escrito son los siguientes:

- Realizar una propuesta metodológica que determine cuáles son aquellos aspectos relacionados con un club de fútbol que inciden directamente en su valor económico, ya sean tangibles o intangibles. Se aportará una nueva visión sobre los últimos, ya que en este tipo de sociedades, existe un elevado número de variables no cuantitativas que representan una gran parte del valor total del club y que no están recogidas en los métodos clásicos de valoración.
- Crear un modelo jerárquico que sea capaz de ofrecer un valor monetario para cualquier club de fútbol, tras una comparación con otros clubes recientemente transferidos. Esta comparación debe realizarse en base a una serie de criterios establecidos, que abarquen todos los aspectos relevantes relacionados con el valor total de una SAD.
- Crear un modelo de valoración mediante AHP que sea extrapolable a cualquier entidad deportiva profesional, gracias a la utilización de criterios comunes para cualquier modalidad deportiva.
- Determinar el auténtico valor monetario del Real Zaragoza en el mercado, independientemente del precio que se haya pagado por sus acciones.
- Extraer conclusiones acerca de la utilidad e idoneidad de esta metodología para este caso y similares.

ESTRUCTURA DEL DOCUMENTO

Una vez definidos los objetivos, la estructura del documento será la siguiente:

- Se hará un repaso a las metodologías de valoración clásicas más utilizadas en la literatura sobre la materia.
- Se explicarán cuáles son y de qué tratan las técnicas de decisión multicriterio, su aportación a la valoración de activos y su relevancia en este campo en el presente. Se desarrollará el método AHP, utilizado para el análisis de este documento.
- Tras conocer cuál va a ser la metodología a implementar en este trabajo, se realizará una propuesta metodológica basada en la técnica de decisión multicriterio AHP, donde se establecerán ocho fases tras las cuales se podrá obtener el valor monetario de un club de fútbol. Dentro de estas fases de identificarán las variables que aportan valor a un club deportivo, tanto tangibles como intangibles, y se fijarán los criterios que posteriormente formarán la jerarquía de decisión, según el modelo AHP.
- Una vez establecida la propuesta metodológica, se procederá a plantear el caso de estudio, ambientándolo en el mercado del fútbol español actual, destacando los aspectos más relevantes de éste. La finalidad de este caso será la obtención del valor económico del Real Zaragoza, club de fútbol que actualmente desarrolla su actividad en la Segunda División de la Liga Española de Fútbol Profesional.
- Una vez realizada la valoración se explicará a qué es debido el valor obtenido, su coherencia con la situación actual y se extraerán las conclusiones pertinentes.

1. METODOLOGÍA

En este primer apartado se quiere hacer un repaso a todas aquellas técnicas de valoración de empresas que se usan habitualmente en la práctica. El uso de unas u otras depende del mercado en el que se encuentra la empresa que se esté valorando, de lo que se pretenda conseguir con dicha valoración y de para quién va dirigido el resultado del estudio. Teniendo esta idea, se procede a realizar una división entre las técnicas utilizadas habitualmente y las de más reciente creación como pueden ser las técnicas de decisión multicriterio.

1.1. METODOLOGÍA CLÁSICA DE VALORACIÓN

Para comenzar a hablar de los métodos clásicos de valoración, se va a realizar una clasificación de éstos según qué elementos son los que se tienen en cuenta para calcular el valor². De este modo aparecen seis grandes categorías. A continuación se van a comentar brevemente, nombrando algunas de las técnicas de cada división.

- Métodos basados en el balance: La empresa se valora mediante el valor de su patrimonio. Son los métodos utilizados tradicionalmente, ya que traducen el valor en libros en el valor de la empresa. Uno de los sesgos de este criterio es la falta de dinamismo, ya que la empresa está en constante cambio y estos datos no tienen en cuenta previsiones futuras. Del mismo modo, al no aparecer en los informes económicos, obvian criterios como el valor de los recursos humanos, de la organización, contratos con colaboradores, etc.

Dentro de esta tipología encontramos los métodos según el valor contable (valor de los recursos propios que figura en el balance), según el valor contable ajustado (convierte los valores contables de los activos y de los pasivos en valores de mercado), según el valor de liquidación y según el valor sustancial (el valor sustancial refleja la cantidad de dinero que se debería invertir para formar una empresa exactamente igual a la valorada).

- Métodos basados en la cuenta de resultados: Este método pretende obtener el valor de la empresa en función del volumen de beneficios, de la cifra de ventas o

² Basado en la selección y clasificación de Pablo Fernández, Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas. IESE Business School – Universidad de Navarra, que aparece en su trabajo “Métodos de valoración de empresas” (2008)

de otra variable de la cuenta de resultados. El cálculo habitual suele ser el de multiplicar la cifra de ventas (en unidades físicas o monetarias) por un coeficiente del sector en el que trabaja la empresa, para poder compararla con otras.

El más importante de estos métodos es el basado en el PER (Price Earning Ratio), que considera que éste es un coeficiente que al multiplicarlo por los beneficios, determina el precio de cada acción. Otro de los métodos englobado en esta categoría es el del valor de los dividendos, que considera que el valor de cada acción es el valor actualizado de los dividendos que se van a obtener de ella. El método de múltiplos de ventas o el de otros múltiplos es el descrito anteriormente.

- Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio: Este método aplica parte de las técnicas utilizadas en los métodos basados en el balance, y le suma una valoración referente al fondo de comercio de la empresa. Éste, en teoría, aporta el valor de la parte intangible que no se tiene en cuenta en el primero de los métodos de esta lista.

El método Clásico, el de Unión de expertos y el de Renta abreviada son algunos de los métodos considerados mixtos.

- Método de descuento de flujos de efectivo: Los métodos incluidos dentro de esta tipología intentan determinar cuánto vale una empresa mediante la estimación de los cash flows o flujos de efectivo, que la empresa obtendrá en el futuro. Éstos se deben descontar según la tasa que corresponda al riesgo de los flujos mencionados. La fijación de esta tasa es uno de los aspectos clave a la hora de realizar la valoración.

Este método es la técnica más utilizada en la actualidad, ya que es la única de todas las anteriores conceptualmente correcta. Esto se debe a que la finalidad de una empresa es generar dinero y el valor de las acciones de ésta se coloca en función de ello. Por este motivo se considera que este método, al tener en cuenta los flujos de efectivo que se van a producir en la empresa, está calculando el valor de mercado de sus acciones, es decir, cuánto está dispuesto a pagar el mercado por ellas.

Aparecen cinco etapas en una valoración por descuento de flujos³:

- Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector
- Proyecciones de los flujos futuros
- Determinación del coste de los recursos
- Actualización de los flujos futuros
- Interpretación de resultados

Entre los técnicas de esta tipología se encuentran el método general para el descuento de flujos, la determinación del cash flow para descontar y del balance financiero de la empresa, y el free cash flow.

- Otros métodos: Otros de los métodos existentes en la literatura valorativa son los basados en la Creación de Valor (Beneficio económico, Cash value added), y los basados en Opciones (Black and Scholes, Opción de invertir, Aplazar la inversión).

1.2. MÉTODOS DE VALORACIÓN MULTICRITERIO

Los métodos de valoración multicriterio son técnicas basadas en la Teoría de Decisión Multicriterio, con la finalidad de facilitar y mejorar el proceso de toma de decisiones.

Esta teoría nace en el seno del mercado empresarial, donde las entidades necesitan tomar decisiones acerca de aspectos externos a ellas, los cuales pueden determinar la continuidad de su actividad en el mercado.

A principios del siglo pasado, los factores que afectaban al mercado empresarial eran normalmente previsibles. Por tanto, las empresas sólo tenían que documentarse acerca de periodos anteriores y decidir en función de ello para planificar la estrategia a corto plazo. En los últimos cincuenta años del siglo XX, la economía y esos factores cambiaron de forma radical, propiciando empeoramientos de los sistemas productivos, así como la fusión de empresas para hacer frente al nuevo mercado que se presentaba, un mercado internacional y globalizado. Bajo estas nuevas condiciones, que se mantienen en la actualidad, se produce una gran incertidumbre en lo que a preferencias

³ Pablo Fernández (2008). *Métodos de valoración de empresas*

de consumidores, decisiones comerciales y decisiones políticas se refiere. Es en este momento cuando la técnica analizada adquiere una mayor relevancia para los decisores, ya que la toma de decisiones es un aspecto fundamental en el mercado competitivo que les rodea, ya que la elección de una u otra alternativa puede conducir a su empresa en una u otra dirección (Aznar Bellver et al., 2011).

En la literatura relativa a esta metodología, aparecen varias propuestas a la hora de solucionar problemas con un alto grado de dificultad, basadas en los modelos aportados por las técnicas de decisión multicriterio, capaces de tener en cuenta infinidad de alternativas. Además, dichas técnicas dan la posibilidad de tener en cuenta criterios cuantitativos y cualitativos, a diferencia de los métodos clásicos, que sólo son capaces de valorar en función de los primeros.

A lo largo de los últimos años han aparecido una gran cantidad de técnicas capaces de resolver una gran variedad de problemas de decisión o priorización de alternativas, teniendo en cuenta infinidad de variables distintas. De todas estas técnicas, las más utilizadas en el proceso de toma de decisiones son el Proceso Analítico Jerárquico (AHP, Analytic Hierarchy Process) y el Proceso Analítico Sistemático (ANP, Analytic Network Process).

En este trabajo se ha utilizado un método multicriterio para la valoración de clubes de fútbol debido a que el valor de estas entidades está basado, en gran parte, en un conjunto de variables cualitativas, por lo que ninguno de los métodos clásicos reflejaba la totalidad del valor de un club. La técnica utilizada es AHP, que permite ponderar las variables que determinan el valor de un club y estudiar la importancia relativa de unos clubes con otro en relación a dichas variables. Esto permite finalmente calcular el valor de mercado de una sociedad anónima deportiva.

1.2.1. El Proceso Analítico Jerárquico (AHP)

El Analytic Hierarchy Process es una técnica multicriterio discreta propuesta por Saaty⁴ que, en situaciones con múltiples escenarios, actores y criterios, permite obtener las prioridades asociadas a las alternativas comparadas (Saaty, T.L., 1994; Moreno Jiménez, J.M. et al., 1999; Moreno Jiménez, J.M., 2002). En una situación con multitud de criterios, AHP descompone un problema de toma de decisiones a través de una

⁴ Saaty, T. L. (1980). *Multicriteria Decision Making: The Analytic Hierarchy Process*. McGraw-Hill

jerarquía compuesta por distintos niveles que tienen una relación de un solo sentido y una sola dirección. En el último nivel se localizan las alternativas que representan el conjunto de soluciones posibles sobre las que el decisor deberá elegir. En los niveles intermedios se sitúan los criterios y subcriterios tanto tangibles como intangibles que contribuyen a la consecución del objetivo y en función de los cuales se realiza la comparación entre alternativas. En el primer nivel se localiza el objetivo del problema de decisión, que consistirá en elegir la alternativa que mejor cumpla el objetivo marcado. Tras este paso se realizan comparaciones pareadas entre los elementos de cada nivel para determinar los pesos o importancia global de las alternativas del nivel inferior respecto del objetivo del nivel superior, a través de un procedimiento de agregación aditivo (Aznar et al., 2007). Todas las comparaciones, ya sea entre los criterios respecto a su importancia relativa o entre las alternativas respecto a los criterios, se realizan en base a una escala establecida por Saaty (1980), denominada escala fundamental.

VALOR	DEFINICIÓN	COMENTARIOS
1	Igual importancia	El criterio A es igual de importante que el criterio B
3	Importancia moderada	La experiencia y el juicio favorecen ligeramente a A sobre el B
5	Importancia grande	La experiencia y el juicio favorecen fuertemente a A sobre el B
7	Importancia muy grande	El criterio A es mucho más importante que el B
9	Importancia extrema	La mayor importancia del criterio A sobre el B está fuera de toda duda
2, 4, 6 y 8	Valores intermedios entre los anteriores cuando es necesario matizar	
Recíprocos de lo anterior	Si el criterio A es de importancia grande frente el criterio B las notaciones serían las siguientes. Criterio A frente a criterio B, 5/1 Criterio B frente a criterio A, 1/5	

Tabla 1.1 Escala fundamental de comparación pareada. “The Analytic Hierarchy Process”
(Saaty, 1980)

La metodología AHP se divide en cuatro fases:

- Modelización del problema como una jerarquía, distinguiendo el objetivo, los criterios y las alternativas del problema de decisión.

- Valoración, incorporando las preferencias del decisor a través de comparaciones pareadas utilizando la escala fundamental de Saaty.
- Priorización, construyendo el vector de prioridades locales, de manera que éstas evalúen la importancia relativa que el decisor otorga a los elementos que cuelgas de un nodo común respecto a éste, y construyendo el vector de prioridades globales, para que éstas evalúen la prioridad de los elementos respecto a la meta del problema.
- Síntesis de las prioridades globales de las alternativas respecto al objetivo para determinar las prioridades totales.

A diferencia de otras metodologías, AHP es capaz de verificar la coherencia de los juicios emitidos por el decisor mediante el cálculo de un índice de consistencia (Aguarón y Moreno Jiménez, 2003). Este índice se obtiene del siguiente modo:

$$IC = \frac{\lambda_{max} - n}{n - 1}$$

Donde:

λ_{max} : Valor propio máximo de la matriz de comparaciones pareadas

n: dimensión de la matriz de comparaciones pareadas

2. PROPUESTA METODOLÓGICA

En este apartado se va a detallar las líneas específicas a seguir para la valoración de una SAD mediante el método AHP. En primer lugar se van a enumerar las distintas fases por las que debe pasar cada caso de estudio para poder obtener el valor final. Esta propuesta metodológica se compone de ocho fases (las cuales se deben completar de forma lineal), y que se representan en la siguiente figura:

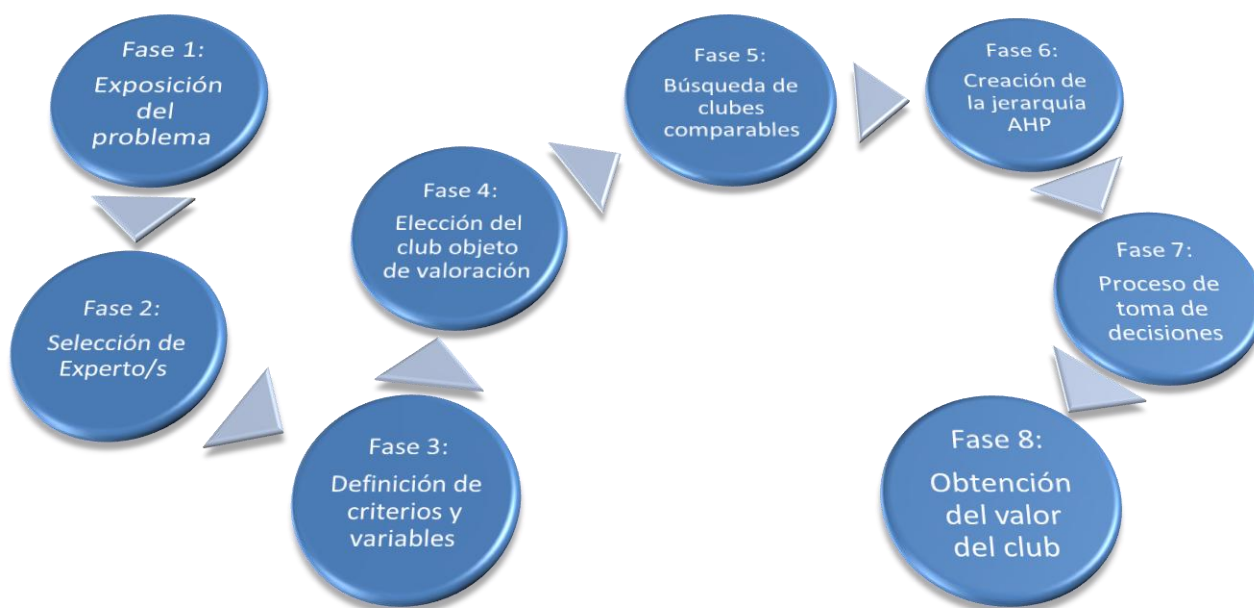


Figura 2.1 Fases de la propuesta metodológica. Elaboración propia

2.1. FASES DE LA PROPUESTA METODOLÓGICA

2.1.1. Fase 1: Exposición del problema

En esta primera fase se define cuál es la finalidad de la valoración, de qué elemento se espera obtener un valor. Para ello es necesario tener cierta información acerca del mercado en el que se encuentra dicho elemento, porque las características de dicho mercado pueden condicionar el valor del activo en cuestión.

Para la consecución de la valoración final se va a utilizar el método del Proceso Analítico Jerárquico (AHP) explicado anteriormente, ya que de esta forma se garantiza incluir en la valoración final todos aquellos aspectos intangibles que forman parte del

valor del activo. Esta técnica está incluida dentro de los métodos de decisión multicriterio.

2.1.2. Fase 2: Selección de Experto/s

Se entra a continuación en una fase con una gran relevancia en el proceso, porque en definitiva, del experto va a depender el valor final que se obtenga. Cabe destacar, como se ha mencionado anteriormente, que en esta fase se puede optar por la elección de un solo experto, o por la selección de un grupo de expertos en la materia estudiada en el caso. En este último caso se deberían unificar todas las prioridades individuales en una sola prioridad agregada que reflejase la opinión global de los expertos.

Los expertos deben tener un amplio conocimiento del caso tratado, concretamente el mercado del fútbol, ya que para poder obtener un valor final fiable y realista, las valoraciones de las variables intangibles del modelo (imprescindibles en este caso), deben estar sustentadas por juicios coherentes y argumentos sólidos.

2.1.3. Fase 3: Definición de criterios y variables

El siguiente paso a la hora de determinar el valor de una entidad deportiva, es otro de los apartados clave del proceso. La definición de criterios y variables supone identificar y seleccionar aquellos aspectos que aportan el valor final a un club deportivo. Por tanto es de vital importancia seleccionarlos adecuadamente, porque de ello depende que el modelo creado sea capaz de valorar de una forma fiel el club elegido. Cada una de las variables seleccionadas ha sido definida detalladamente para que el modelo no presente dudas y pueda ser utilizado como un modelo de utilidad completa y profesional. Es por esto que el siguiente apartado tiene una extensión muy superior al resto.

En primer lugar, se va a realizar una distinción muy general. Elementos Tangibles y Elementos Intangibles. Dentro de cada uno de estos criterios se establecerán una serie de niveles descendentes hasta llegar a variables simples que puedan ser comparadas entre varias alternativas con cierta facilidad.

Para poder llevar a cabo la identificación de los elementos determinantes de la parte tangible han sido de gran ayuda los trabajos de Barajas, A. (2005)⁵ sobre la situación financiera del fútbol en este país, incluyendo un estudio pormenorizado de las variables

⁵ Barajas, A. (2005): *El valor económico del Fútbol: Radiografía financiera del Fútbol español*.

que definen el valor de un club de fútbol en función de sus cuentas anuales, y de Gay de Liébana, JM. (2010)⁶, donde se realiza un análisis exhaustivo del mercado del fútbol español, dando indicaciones concretas acerca de los determinantes de la situación de crisis actual en el mercado nacional y resaltando aquellos factores que han condicionado a los clubes españoles desde su transición a sociedades anónimas deportivas.

Por otro lado, para la elaboración de las variables que determinan el valor intangible de una entidad deportiva, han sido indispensables algunas de las investigaciones de Moreno Jiménez, JM (2011)⁷ y las aportaciones de Bueno, E. (2002)⁸, en las cuales se aportaban modelos e ideas acerca de cuáles son aquellos aspectos que repercuten en el valor final de una empresa sin aparecer en los balances ni en ningún libro de cuentas. Moreno Jiménez se centra en esta investigación en los clubes de fútbol, mientras que Bueno extrapola sus variables a cualquier tipo de entidad.

A partir de aquí se van a ir describiendo cada una de las variables seleccionadas en esta propuesta metodológica, queriendo destacar que han sido elegidas con la intención de que puedan ser aplicables en cualquier modelo de valoración de una entidad deportiva (con mayor idoneidad para aquellas entidades que desarrollen deportes de equipo, aunque se podría adaptar a cualquier modalidad deportiva).

Dentro de las dos grandes categorías, C1: “Elementos Tangibles” y C2: “Elementos Intangibles”, van a aparecer cuatro y tres grandes criterios respectivamente, cada uno de los cuales estará dividido en varios subcriterios. A su vez estos últimos se van a dividir en variables más simples, de forma que puedan ser observadas por el experto de forma clara y sencilla. Para poder distinguirlos por escalones se les va a asignar una nomenclatura que facilite su situación en la futura jerarquía.

⁶ Gay de Liébana, JM (2010). “El fútbol español bajo las turbulencias de la crisis. Radiografía del estado patrimonial, situación financiera y posición económica de los clubes integrantes de la liga BBVA. Temporada 2009/2010”

⁷ Moreno Jiménez, JM (2011): Valoración de clubes de fútbol

⁸ Bueno, E. (2002): Hacia un modelo holístico de Capital Intelectual: El Modelo Intellectus

Las siglas que definen los niveles principales son las siguientes:

C: Criterio;

CT: Criterio Tangible;

CI: Criterio Intangible;

SCT: Subcriterio Tangible;

SCI: Subcriterio Intangible

Siendo los dos últimos apartados ramificados mediante adición de niveles numéricos. Por ejemplo SCT1.1, SCT1.1.1, etc.

C1: Elementos Tangibles: Esta división va a abarcar todos aquellos elementos relevantes reflejados en los informes económicos anuales de las entidades analizadas (Balances, cuentas de pérdidas y ganancias, Estado de flujos de efectivo, Estados de cambio en el patrimonio neto, Memoria anual, Informe de gestión y Presupuesto para la siguiente temporada), de manera que todas las variables que formen parte de este apartado sean comparables objetivamente, gracias a un argumento económico y contable.

CT1: Operaciones: En este criterio se engloban todos aquellos aspectos relacionados con las operaciones del club, todos los ingresos, gastos, los indicadores económicos de la actividad, los ratios económicos y los financieros.

SCT1.1: Ingresos: Las variables que se van a englobar en este apartado están condicionadas de forma directa por la manera en la que las entidades presentan sus cuentas anuales. De los clubes estudiados, no todos han presentado las cuentas anuales en su versión general, sino que únicamente se dispone del modelo abreviado. En algún caso, ni siquiera éstas están desglosadas de la forma en que indica el PGC adaptado a las SAD, por lo que las partidas de ingresos seleccionadas son más generales de lo que en un principio se pretendía. Se ha realizado una subdivisión en los siguientes términos:

SCT1.1.1: Total de ingresos de explotación: Aquí se engloba el importe neto de la cifra de negocio, el cual podemos dividir en Ingresos deportivos, Ingresos de abonados, socios y palcos y en Otros ingresos de explotación. Los

Ingresos deportivos suponen casi un 80% de los ingresos de explotación, incluyéndose en esta partida los ingresos de taquilla (15% de los ingresos deportivos), la recaudación de quinielas y apuestas deportivas (0,5% de los ingresos deportivos), los derechos televisivos (46% de los ingresos deportivos) y la publicidad (20% de los ingresos deportivos). Dentro de Ingresos de abonados, socios y palcos están contabilizados los ingresos de abonos y socios, los cuales son una parte importante de la cifra de explotación, representando más del 20% del ingreso por la actividad principal de un club. Por último destacar otros ingresos de explotación, donde se pueden distinguir partidas como cesión de derechos, cesión de jugadores, arrendamientos, merchandising y otros ingresos de gestión.

SCT1.1.2: Ingresos financieros: En este subcriterio se van a tener en cuenta aquellas partidas de ingresos procedentes de diferencias positivas de cambio, o de alguna operación financiera en la que se ha producido el cobro de intereses. Por lo general es una partida con poco peso en el balance.

SCT1.1.3: Ingresos extraordinarios: Este subcriterio está condicionado por las subvenciones de capital, el beneficio por traspaso de jugadores (esta cuenta específica del PGC adaptado a SAD supone cerca del 60% de los ingresos extraordinarios de un club de fútbol profesional), ingresos extraordinarios, beneficios procedentes de derechos de imagen e inmovilizado material (por lo general no suele ser una partida muy importante para clubes de baja repercusión en los medios de comunicación, pero es importante incluirla en el modelo porque hay clubes importantes como el Real Madrid CF, para los que representa una cuantía importante (los ingresos de este tipo del Real Madrid suponen el 97% de los ingresos por derechos de imagen de la Liga Española).

SCT1.2: Gastos: En este subcriterio se van a tener en cuenta las partidas de gastos análogas a las utilizadas anteriormente en los ingresos. La diferencia será el método de valoración de las partidas, que se modificará para que no aparezca una brecha importante entre grandes clubes y entidades más modestas, ya que al analizar cantidades absolutas, puede aparecer una discriminación que no es consecuente con la realidad del club.

SCT1.2.1: Total de gastos de explotación: Aparecen como integrante de estas partidas los gastos de personal (incluidos los de la plantilla deportiva), otros gastos de explotación (como pueden ser los desplazamientos, los servicios exteriores o los gastos de adquisición de jugadores), los aprovisionamientos (compra de material deportivo, compra de material para las tiendas del club) y otras cuentas de gastos.

SCT1.2.2: Gastos financieros: Dentro de esta variable se pueden encontrar las primas pagaderas en la liquidación de pasivos financieros, así como los costes asociados a transacciones. Esta partida tiene mayor importancia que su gemela en ingresos, lo que se verá reflejado también en la jerarquía a la hora de llevar a cabo el proceso de toma de decisiones.

SCT1.2.3: Gastos extraordinarios: Esta partida abarca multitud de cuentas distintas. Se pueden destacar, debido a la situación actual de muchos clubes de fútbol de primera y segunda división, las partidas de recargos con las Administraciones Públicas, partidas comunicadas y reconocidas en un proceso concursal y pérdidas en operaciones de crédito.

SCT1.3: Ratios: Esta variable pretende incluir una valoración relativa de la situación de la empresa, en los siguientes ámbitos: económico, financiero y estructural. Para ello se usan siete ratios que pueden representar cómo se encuentra cada uno de los clubes en varias de las áreas de interés.

SCT1.3.1: Liquidez: Este ratio mide la capacidad que posee el club para hacer frente a sus pagos en el corto plazo, es decir, en menos de un año. Hablando en términos contables se obtendría al comparar el activo corriente con el pasivo corriente. $\text{Ratio de liquidez} = \text{AC/PC}$ No hay un valor óptimo en clubes de fútbol, pero nunca debería estar por debajo de uno, ya que en ese caso la entidad podría no cumplir con sus obligaciones financieras, desembocando en una suspensión de pagos.

SCT1.3.2: Solvencia: En este caso se va a comparar el patrimonio neto de un club con su activo, para ver en qué proporción está representado. Cuanto mayor sea este ratio, significa que hay una mayor parte del patrimonio neto que se refleja en el activo, por lo tanto, una mayor capacidad para cubrir las

obligaciones del club. Ratio de solvencia = PN/A . (Se ha utilizado este ratio para mantener la uniformidad en el análisis global, ya que todo el estudio se ha realizado utilizando la base de datos SABI y en ella se hace uso de este ratio en estos términos). La negatividad de este ratio implica un patrimonio neto negativo.

SCT1.3.3: Estructura financiera: Mediante esta variable se va a poder medir el estado del club en lo referente al pasivo y su composición estructural. Esto se debe a que este ratio refleja qué porcentaje supone el pasivo del valor conjunto del patrimonio neto y el propio pasivo. Es decir, qué porcentaje de la financiación total es ajena. Ratio de estructura financiera = $P / PN + P$. Sería recomendable que este ratio fuera inferior a 0,5, ya que de lo contrario habría un problema con la forma predominante de financiación, que recaería principalmente sobre los fondos ajenos, un hecho insostenible en el largo plazo.

SCT1.3.4: Endeudamiento: Este ratio analiza la estructura de la deuda dentro de la entidad, ya que realiza una comparación entre la deuda (tanto a corto como a largo plazo), y la financiación del club. De este modo se puede observar qué tanto por ciento representa la deuda del club dentro de su estructura financiera. Su valor no debería sobrepasar 0,5 y se calcula del siguiente modo: Ratio de endeudamiento = $(D \text{ l/p} + D \text{ empresas del grupo l/p} + D \text{ c/p} + D \text{ empresas del grupo c/p}) / P + PN$.

SCT1.3.5: Capacidad de devolución de deudas: El siguiente ratio mide la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones atendiendo únicamente al resultado generado durante el ejercicio (antes de intereses e impuestos: RAIT). Con este ratio se puede observar qué proporción del pasivo representa el resultado obtenido en un ejercicio en concreto y se puede calcular el número de ejercicios que tardaría el club en devolver todo su pasivo con un resultado constante y sin ninguna otra finalidad para los beneficios que la liquidación de las deudas. Cuanto mayor sea este ratio, mejor síntoma para el club. Capacidad de devolución de deudas = $RAIT / P$.

SCT1.3.6: Rentabilidad económica: Para calcular la rentabilidad económica se va a realizar una comparación entre el resultado obtenido en un ejercicio (antes de intereses e impuestos), y el activo necesario para conseguirlo.

Cuanto mayor sea el ratio implica que se es más eficiente en la generación de beneficios, con los mismos recursos, o disminuyendo éstos y manteniendo o aumentando el resultado obtenido. $\text{Rentabilidad económica} = \text{RAIT} / A$

SCT1.3.7: Rentabilidad financiera: En este último ratio, la relación va ser entre el resultado obtenido antes de intereses e impuestos y los recursos propios necesarios para conseguirlos. De este modo se aprecia a simple vista cuál es el retorno monetario de una inversión deportiva en un club de fútbol

Aunque es uno de los ratios más utilizados en análisis empresarial, no se incluye el “Acid test” en este conjunto porque al estar hablando de clubes deportivos, las existencias son una partida que carece de importancia respecto a la cifra total del activo circulante, por lo que no modifica en una cuantía relevante el ratio de liquidez general y no aporta mejor información al análisis.

CT2: Activos: Dentro de este criterio van a venir reflejadas todas aquellas partidas del balance que conforman las inversiones de un club de fútbol. Están también incluidas las partidas de inmovilizado intangible, porque, aunque en este método de valoración se trate de forma distinta a los activos intangibles, los que aparecen en el balance tienen un tratamiento contable, con un valor monetario ya asignado, por lo que no existe la necesidad de analizarlos de forma distinta a los activos tangibles. Más adelante se explicará a qué se alude en este documento cuando se mencionan los elementos intangibles. En esta la variable “Activos” se incorporan tres subcriterios principales: Inmovilizado Intangible, Inmovilizado Material y Otros.

SCT2.1: Inmovilizado Intangible: En este subcriterio se recogen todas las partidas del balance consideradas como activos intangibles. La cuenta más importante para los clubes profesionales suele ser el “Inmovilizado Inmaterial Deportivo”, ya que recoge los derechos de adquisición de jugadores, generalmente uno de los activos con mayor peso en el balance. Por este motivo, en esta propuesta metodológica, una de las variables analizadas de forma independiente será “Derechos de adquisición de Jugadores”. También son inmovilizado intangible los derechos de explotación o los derechos de inversiones en estadios, muy comunes entre los clubes de fútbol.

SCT2.1.1: Concesiones Administrativas: Tal y como podemos leer en la memoria del Real Zaragoza, *“esta variable recoge el valor del derecho de participación de una sociedad en la Liga de Fútbol Profesional.”*⁹ Esta valoración está realizada por un experto independiente. En este caso, se hace distinción entre el valor de este derecho si el club disputa la primera o la segunda división de la LFP. El valor dado en la memoria anual del Real Zaragoza al derecho de jugar en la Primera División de la Liga Española es de 46.172.138 euros, mientras que el valor del derecho a jugar en la Segunda División de la Liga Española es de 2.103.000 euros.

SCT2.1.2: Derechos de adquisición de jugadores: Haciendo caso al mismo apartado del Informe económico del Real Zaragoza referenciado en la página anterior, se puede decir que esta variable aporta la información referente al *“precio de adquisición de los jugadores de la plantilla de la Sociedad siguiendo los criterios de contabilización del Plan General de Contabilidad.”* Hay que destacar que este inmovilizado se amortiza de forma lineal en base a los años de contrato que firma el nuevo jugador a su llegada al club.

SCT2.1.3: Derechos sobre inversiones: En este subcriterio se pueden incluir todas aquellas inversiones que ha realizado un club en un terreno o en una instalación que no es de su propiedad, pero posee el derecho a utilizarla. Dentro de estos activos cedidos podrían encontrarse los estadios municipales o las instalaciones deportivas del mismo tipo.

SCT2.1.4: Otro inmovilizado inmaterial: Esta partida engloba derechos de explotación, los derechos de cesión de Estadio, los derechos de cesión de instalaciones deportivas, el software de la entidad y determinadas patentes y marcas del club. Esta partida no suele tener mucho peso en el balance de una entidad deportiva.

SCT2.2 Inmovilizado Material: Dentro de esta variable se incluyen las partidas habituales en esta cuenta para cualquier tipo de empresa, ya que en el PGC adaptado a SAD apenas se alteran las normas contables en relación al inmovilizado material de una entidad deportiva.

⁹ Página 47, apartado 5.5.1 Inmovilizado Intangible, dentro de 5.5 Normas de Registro y Valoración. Informe económico anual del Real Zaragoza, SAD. Temporada 2012-2013.

SCT2.2.1: Terrenos y construcciones: En esta variable se verá reflejado el valor contable después de amortizaciones de los edificios y terrenos del club.

SCT2.2.2: Instalaciones técnicas y maquinaria: Igual que en el caso anterior, esta partida reflejará el valor tras aplicar las amortizaciones de los activos de este tipo que posea el club.

SCT2.2.3: Otras instalaciones y mobiliario: Mismo tratamiento que los anteriores para instalaciones y mobiliario en general

SCT2.2.4: Otro inmovilizado e Inmovilizado material en curso: Esta partida engloba de un modo más general todo aquel inmovilizado que no coincide con la descripción de las cuentas anteriores, además de incorporar el valor del inmovilizado material en curso. Esta última cuenta no suele ser demasiado importante en los clubes, pero si un club está en proceso de construcción de una nueva ciudad deportiva o de un nuevo estadio, esta partida adquiere una gran importancia en el balance.

SCT2.3: Otros: En el apartado “Otros” se incluyen las partidas más relevantes del activo corriente además de los activos por impuesto diferido y las inversiones financieras. Se han llevado los “activos por impuesto diferido” a esta clasificación debido a que no está presente en la mayoría de los clubes, pero cuando aparece tiene un peso muy importante respecto al activo. Por este motivo era necesario incluirlo en el modelo.

SCT2.3.1: Activo por impuesto diferido: Tal y como enuncia el PGC de 2008, en este apartado se incluyen los *“activos por diferencias temporarias deducibles, créditos por el derecho a compensar en ejercicios posteriores las bases imponibles negativas pendientes de compensación y deducciones y otras ventajas fiscales no utilizadas, que queden pendientes de aplicar en la liquidación de los impuestos sobre beneficios. En esta cuenta figurará el importe íntegro de los activos por impuesto diferido correspondiente a los impuestos sobre beneficios.”*¹⁰

¹⁰ Grupo 4. Acreedores y Deudores por operaciones de tráfico. Cuenta 474. Activos por impuesto diferido. Plan General Contable 2008

SCT2.3.2: Existencias: Como se ha comentado en el apartado de “Ratios”, las existencias tienen un valor irrelevante en la mayoría de las SAD, ya que debido a que su actividad principal no implica de la comercialización de productos (salvo merchandising y productos deportivos en sus tiendas), no necesitan almacenar existencias.

SCT2.3.3: Deudores: Esta partida ha cobrado cierta importancia en los últimos años, debido principalmente a la crisis económica que ha sufrido nuestro país en los últimos seis años. La falta de liquidez y los aplazamientos de las deudas han supuesto que el activo circulante de las entidades deportivas haya crecido al mismo ritmo que lo hacía la cuenta de “Deudores”, de modo que ésta supone en la mayoría de los casos más del 50% del activo corriente.

SCT2.3.4: Tesorería. En este subcriterio se tendrá en cuenta únicamente el dinero en efectivo que la entidad deportiva tiene a final del ejercicio en sus cuentas bancarias.

SCT2.3.5: Otros, Inversiones financieras: En este último subcriterio del apartado de “Activos”, se van a reflejar el resto de activos no contabilizados en los apartados anteriores, así como las inversiones financieras que tenga la empresa, tanto a corto como a largo plazo. Se han incluido en este último apartado porque no suponen un activo demasiado importante en las sociedades anónimas deportivas debido a que no es su actividad principal. Aunque hay en determinados clubes en los que aparece un departamento para este tipo de activos, por lo general los clubes no se dedican a este tipo de negocios, ni esperan obtener demasiados beneficios de este modo.

CT3: Pasivos: Esta amplia variable va a abarcar todas las obligaciones contraídas por la entidad deportiva con terceros. Se va a dividir en dos grandes subcriterios, Deuda a largo plazo y Deuda a corto plazo, de forma que quede bien clara la distinción entre las obligaciones inmediatas del club y las que tienen un mayor margen, para poder analizar la situación del club de cara a la continuidad de su actividad.

SCT3.1: Deuda a largo plazo: Como ya se ha comentado, en este subcriterio se van a incluir todas aquellas obligaciones adquiridas por el club con

un horizonte temporal superior a un año, diferenciando el tipo de obligación en función de con quién se ha contraído dicha obligación. Por ello los siguientes subcriterios son deudas:

SCT3.1.1: Con Entidades de crédito: Dentro de esta variable se analizarán todos los préstamos bancarios a los que ha accedido el club y se reflejará el valor de la deuda a devolver dentro de uno o más años.

SCT3.1.2: Derivados y otros: Esta variable recoge el valor de las deudas a largo plazo con proveedores, acreedores, otras entidades deportivas, las fianzas recibidas, las deudas subordinadas y otras deudas. Además también incorpora el valor de los pasivos por impuesto diferido, que al igual que ocurre con los activos, no son muy habituales, pero cuando aparecen suelen tener una gran importancia.

SCT3.1.3: Con empresas del grupo: En este subcriterio se reflejan las deudas a largo plazo que el club ha adquirido con otras empresas del grupo y con empresas asociadas.

SCT3.1.4: Con las Administraciones Públicas: En los últimos diez años, esta partida ha ido creciendo en los balances de la mayoría de clubes de fútbol, tanto de primera como de segunda división. En algunos casos, el impago de este tipo de deuda ha supuesto el descenso administrativo de algún club profesional (como en el caso del Real Murcia, descendido de la Segunda División a la Segunda División B por impagos a la Hacienda Pública). Es por la falta de liquidez de los clubes, por los pactos de aplazamientos de deuda y por la imposibilidad de hacer frente a todas las obligaciones adquiridas por lo que a día de hoy, esta cuenta ha cobrado demasiada importancia en los balances de las entidades deportivas profesionales, poniendo a más de un club en una situación realmente crítica. Dentro de Administraciones Públicas se incluye la deuda a largo plazo con la Hacienda Pública (por pagos relacionados con la seguridad social, con el impuesto de sociedades...), con los Ayuntamientos, Gobiernos, etc.

SCT3.2: Deudas a corto plazo: Del forma similar al apartado anterior, en este subcriterio se van a incluir todas aquellas obligaciones adquiridas por el

club con un horizonte temporal inferior a un año, diferenciando el tipo de obligación en función de con quién se ha contraído dicha obligación. Por ello los siguientes subcriterios son deudas:

SCT3.2.1: Con Entidades de crédito: Dentro de esta variable se analizarán todos los préstamos bancarios a los que ha accedido el club y se reflejará el valor de la deuda a devolver a largo del siguiente ejercicio.

SCT3.2.2: Derivados y otros: De nuevo, esta variable recoge el valor de las deudas, esta vez a corto plazo, con proveedores, acreedores comerciales, otras entidades deportivas, los intereses de deudas y el personal.

SCT3.2.3: Con empresas del grupo: En este subcriterio se reflejan las deudas a corto plazo que el club ha adquirido con otras empresas del grupo y con empresas asociadas.

SCT3.2.4: Con las Administraciones Públicas: Dentro de Administraciones Públicas se incluyen las deudas a corto plazo que los clubes han contraído con la Hacienda Pública (por pagos relacionados con la seguridad social, con el impuesto de sociedades...), con los Ayuntamientos, Gobiernos, etc.

CT4: Previsiones: En este cuarto y último gran criterio de los “Elementos Tangibles” de nuestra propuesta metodológica, aparecen aquellos pronósticos, previsiones y presupuestos que los clubes se elaboran para el siguiente o los siguientes ejercicios. De este modo, gracias a esta variable, se puede añadir al modelo un aspecto que tampoco se valora en un balance, como son las líneas a seguir por el club en los próximos años, las expectativas de crecimiento o de recesión de la entidad y los problemas que puedan surgir del vencimiento de activos y pasivos en los próximos ejercicios. Todos los datos referentes a estas previsiones se encuentran reflejados en la memoria anual de cada club, dentro del informe de gestión y del presupuesto. En este caso, se ha dividido este criterio en dos subcriterios: Previsión de cuenta de resultados y Previsión vencimientos. A continuación se explica y subdivide cada uno de ellos.

SCT4.1: Cuenta de resultados: Como se ha comentado en el punto anterior, este subcriterio va a englobar aquellas previsiones hechas por el club e

incluidas en sus presupuestos. Estas previsiones tienen en cuenta los flujos de efectivo futuros y definen la estrategia a seguir por la entidad en materia de posibles nuevas inversiones.

SCT4.1.1: Ingresos: Esta variable va a reflejar la previsión por parte del club de los ingresos que va a tener el club en el ejercicio siguiente. Como es evidente, es una previsión que afecta a otras entidades, por lo que no sólo depende del club que esto se cumpla.

SCT4.1.2: Gastos: En este apartado se tienen en cuenta los pronósticos hechos por el club en lo referente a los gastos que se producirán en la siguiente campaña. Al igual que en el caso anterior, están recogidos en la informe económico de cada club, dentro del epígrafe de presupuestos.

SCT4.2: Vencimientos: Este subcriterio va a valorar los vencimientos que se van a producir en los siguientes tres años, tanto de activos como de pasivos, con la intención de facilitar la interpretación del futuro próximo de la entidad, basándose en la posible brecha que surja entre activos y pasivos. Se consideran tres años porque se estima que es el tiempo mínimo en un club de fútbol para poder cambiar el rumbo de una mala situación. Los clubes que tienen que hacer frente a grandes pagos en los próximos años necesitarán que el vencimiento de los activos que posea sea parejo o superior. Por tanto, se ha considerado que este era un criterio importante a la hora de valorar un club, porque esta situación puede incidir seriamente en la toma de decisiones.

SCT4.2.1: Activos: Esta variable recoge el valor de todos aquellos activos propiedad de la SAD que tienen un vencimiento igual o inferior a tres ejercicios.

SCT4.2.2: Pasivos: Esta variable recoge el valor de todos aquellos pasivos que posee una entidad deportiva, que tienen un vencimiento igual o inferior a tres ejercicios.

Una vez identificadas y seleccionadas las variables en su aspecto tangible, se procede a estudiar la parte más subjetiva del modelo, la cual aporta la novedad y la mayor precisión a este trabajo de valoración y a esta propuesta metodológica. Para ello, primero se debe saber qué es aquello que se va a tener en cuenta para obtener este valor.

Por este motivo se van a definir las variables que componen toda la parte intangible de una empresa:

C2: Elementos Intangibles^{11,12}: Aunque por homogeneizar la nomenclatura de las variables se denomine al segundo gran apartado de esta propuesta como “Elementos Intangibles”, en la literatura sobre la materia se le denomina “Capital Intelectual”. Por lo tanto y sólo para definirlo lo se nombrará de ese modo.

Y bien, ¿qué es el capital intelectual? En este escrito va a ser sinónimo de la parte intangible de la empresa (no confundir con el inmovilizado intangible, que aunque bien es cierto que comparte la misma denominación, queda excluido por la propia definición de capital intelectual). Por esto se puede definir como todos los recursos no monetarios y sin consistencia física que controla la empresa y que contribuyen a la creación de valor de la organización (Roos et al., 2006). Estos recursos no aparecen en ningún balance contable, ni se tienen en cuenta en la mayoría de los informes económicos que realizan las empresas.

El siguiente paso es saber en cuántas subcategorías se puede dividir este capital intelectual y cómo se denominan. Aunque no hay una definición oficial o una clasificación estándar, un gran número de autores (Stewart, 1997; Bontis, 1998; Roos et al., 1998; Youndt et al., 2004) destacan en sus trabajos tres grandes categorías: Capital Humano, Capital Estructural y Capital Relacional.

CII: Capital Humano: Esta variable se puede definir, según Edvinsson y Sullivan (1996), como todas aquellas capacidades colectivas de los empleados. Esto se hace aún más patente en un club de fútbol, donde los resultados deportivos llegan a través del esfuerzo colectivo del equipo. La experiencia, las habilidades, la inteligencia y el conocimiento general de cada uno de los integrantes de una plantilla, ya sea deportiva o laboral, son las cualidades básicas que definen el capital humano. A finales de los años sesenta, Likert (1967) publica en uno de sus trabajos que los recursos humanos contribuyen a la

¹¹ *Definiciones de Capital Intelectual, Capital Humano, Capital Estructural y Capital Relacional basadas en las notas facilitadas por Moreno Jiménez (2014) “Valoración de equipos de fútbol”, acerca del Capital Intelectual de una empresa.*

¹² *Parte de la sub-clasificación de los elementos intangibles (las divisiones de primer nivel del Capital Estructural y del Capital Relacional), se han basado en el modelo Intellect (Euroforum Escorial (1998): “Medición del capital intelectual. Modelo Intellect”) y en el modelo Intellectus (Bueno, E. (2002): Hacia un modelo holístico de Capital Intelectual: El Modelo Intellectus).*

creación de valor en la empresa y, siguiendo esta teoría, Edvinsson y Sullivan (1996) argumentaron que el capital humano es un recurso, ya que genera valor para la empresa. Este valor se deriva de las competencias, la actitud y la agilidad intelectual de los empleados (Roos et al. 1998). Una empresa con empleados mejor capacitados tiene mayor probabilidad de obtener beneficios más altos que sus competidores (Cañibano et al. 2000), lo que afecta positivamente los resultados de la empresa (Huselid 1995; Hitt et al 2001) y también se refleja en sus ventajas competitivas (Johnson 1999). Aplicado a un club deportivo, esta mejor capacitación de los empleados (futbolistas), facilita la consecución de mejores resultados deportivos, lo que se traduce en un aumento de los beneficios. La literatura científica proporciona diferentes atributos que se pueden medir en relación con el capital humano: conocimientos, capacidad, satisfacción, espíritu emprendedor, liderazgo, actitud, creatividad, etc. Para esta propuesta metodológica se va a proponer una distinción entre el Capital Deportivo (CD), y el Capital Administrativo (CA).

SCI1.1: CD: Este tipo de intangible abarca todos aquellos aspectos relacionados con los deportistas que no están recogidos en el balance. En la partida de derechos de traspaso de jugadores perteneciente al activo intangible de los clubes, sólo están contabilizados aquellos jugadores que han llegado al club procedentes de otro equipo mediante un traspaso. Es decir, ¿qué pasa con los Messi, Iniesta o Casillas? ¿Cómo se puede calcular su valor? Para responder a esta pregunta se puede acudir a una de las investigaciones de Moreno Jiménez en las que, de un modo similar al utilizado en este trabajo, calcula el valor monetario de un jugador en base a transferencias similares realizadas recientemente.¹³ En este trabajo se ha incluido el valor de estos futbolistas teniendo en cuenta aspectos como el número de canteranos que juegan en el primer equipo del club, el número de filiales que posee el club y su calidad. Una variable que se ha dejado fuera del modelo por imposibilidad de obtener datos relacionados con los aspectos que se analizan en ella, es “Jugadores de cantera en primeras divisiones e internacionales”. Se cree que es una variable importante porque mide la proyección de la cantera a nivel internacional, ya que es habitual

¹³ Moreno Jiménez, JM. *Un modelo Multicriterio, basado en AHP / ANP para estimar el valor y el precio de futbolistas profesionales*

que los jugadores con un nivel superior no se queden en sus equipos de origen, cuando éstos son clubes modestos.

SCI1.1.1: Jugadores de cantera en la primera plantilla: Dentro de este subcriterio se va a tener en cuenta el número de canteranos que tiene ficha con la primera plantilla en el momento de la venta del club.

SCI1.1.2: N° de filiales y calidad: Dentro de esta variable se va a incluir el número de categorías inferiores del club y para tener una referencia clara de la calidad de éstas, se va a atender a la categoría en la que se encuentra el segundo equipo de la entidad en cuestión.

SCI1.1.3: Cuerpo técnico: En este subcriterio se tendrá en cuenta la calidad, experiencia y resultados deportivos del cuerpo técnico. Esta sección está formada por Entrenadores, técnicos, médicos, fisioterapeutas, etc.

SCI1.2: CA: Aunque la denominación de esta variable es Capital Administrativo, también se incluye el capital humano establecido en la directiva y en los estamentos directivos del club. En este epígrafe sólo se atiende a las personas que forman parte de estos departamentos. No se tiene en cuenta ni la metodología de trabajo ni la estructura del club.

SCI1.2.1: Directiva: Se valorará la capacidad de gestión de la directiva y principalmente del presidente del club. Es un criterio totalmente subjetivo. Es cierto que puede estar basado en argumentos respaldados por hechos concretos, pero es una opinión del experto.

SCI1.2.2: Personal Administrativo: Esta variable refleja el número de empleados que necesita la entidad para su correcto funcionamiento. Para la valoración de este subcriterio se atenderá a la relación tamaño del club/empleados, para determinar la eficiencia de éstos.

SCI1.2.3: Servicios Jurídicos: Esta variable está incluida en esta propuesta porque los clubes de fútbol tienen situaciones constantes de sanciones, acusaciones, apelaciones y recursos. Por lo tanto, es importante tener un buen servicio jurídico que sepa minimizar las consecuencias de los errores cometidos, tanto por parte de los jugadores como por parte del propio club.

CI2: Capital Estructural: Esta variable del capital intelectual se define como la capacidad organizacional que tienen una empresa de utilizar el capital humano y aprovechar la innovación para crear riqueza (Johnson 1999). Esto se refleja en la experiencia almacenada en bases de datos, rutinas, manuales, estructuras y similares (Hall 1992). Todo esto proporciona coherencia a la organización y le marca una dirección (Edvinsson y Malone 1997). La esencia del capital estructural es el conocimiento incorporado en las rutinas de la organización, que contiene los elementos clave para la eficiencia productiva, la optimización de los tiempos de transacción, la capacidad de innovación en los procedimientos y el acceso adecuado a la información (Bontis 1998). Otros autores apuntan que el nivel de calidad de los productos es un importante indicador de capital estructural, ya que tiene un efecto directo en la satisfacción del cliente y por tanto, en la lealtad de los clientes (Marr et al. 2004; Díez et al. 2010). Trasladando esto último al caso estudiado, un buen capital estructural se traduce en una buena gestión y por tanto en una plantilla competente con los recursos disponibles. Esto es lo que se va a valorar en este trabajo.

Al igual que en el Capital Humano, esta variable se va a subdividir en dos subcriterios, el Capital Organizativo (CO), y el Capital Tecnológico (CT).

SCI2.1: CO: Para valorar el capital organizativo se va a atender a criterios como la estabilidad institucional del club, su cultura organizativa o cuál es su jerarquía.

SCI2.1.1: Jerarquía: Esta variable se valorará en función de cómo están dispuestos los estamentos en el club. Una forma de interpretarlo es atendiendo a la existencia de un único accionista mayoritario que además es el presidente, un sólo accionista mayoritario que delega en un profesional para la administración del club o un conjunto de socios que elige a un administrador para que dirija el club.

SCI2.1.2: Cultura organizacional: En este apartado se van a tener en cuenta aspectos como los hábitos de la empresa, las costumbres instauradas, los valores que posee y las experiencias pasadas. De este modo puede verse reflejada la calidad de la gestión.

SCI2.1.3: Estabilidad Institucional: Con esta variable es parecida a un test estructural. Si un club tiene una estabilidad institucional dentro de sus características, implica que la gestión es buena y por tanto tiene una estructura correcta. Una inestabilidad institucional suele ser fruto de una mala gestión, por tanto hay algo en la estructura del club que falla.

SCI2.2: CT: Como se ha mencionado en la definición inicial del Capital Estructural, éste mide la capacidad de crear riqueza aprovechando la tecnología. Por tanto, el nivel tecnológico y las instalaciones deportivas de un club, son variables básicas en este análisis.

SCI2.2.1: Nivel tecnológico: Mide el nivel tecnológico que posee el club. Sistema informático, de procesamiento de datos, nuevas técnicas de evaluación deportiva, etc.

SCI2.2.2: Instalaciones deportivas: En esta variable se valora la calidad de las instalaciones, su antigüedad y su superficie.

SCI2.2.3: Estadio: Este subcriterio hace referencia a la propiedad o no del estadio por parte del club, a la capacidad de la instalación y a la antigüedad. Este último es el criterio que se usa para determinar la calidad (si se han producido reformas importantes se utilizará la fecha de la última reforma o ampliación).

CI3: Capital Relacional: el capital relacional de una entidad se refiere a todos los recursos que están vinculados a las relaciones exteriores de la empresa, los que conectan a los demás agentes económicos relacionados con el negocio (accionistas, clientes, proveedores, colaboradores, sindicatos, etc.), así como agentes sociales o civiles, tales como organizaciones no gubernamentales (ONG) e instituciones públicas (Martín de Castro et al., 2011). Johnson (1999) y Bontis (1999) señalan que el capital relacional de las empresas tiene un efecto positivo en sus ventajas competitivas respecto a otras empresas. Los dos principales representantes de este capital son las relaciones con los clientes y las relaciones con los proveedores. La primera es muy importante porque según Anderson et al. (2004), aparece una relación positiva entre la satisfacción del cliente y el valor de mercado. Esto se produce debido a que una mayor satisfacción del

cliente aumenta su lealtad, reduce la elasticidad de precios y mejora la reputación de la empresa. Una buena relación con el proveedor también puede mejorar la reputación de la empresa (Johnson 1999) y por tanto aumentar su valor. En este escrito se van a tener en cuenta dos subdivisiones, el Capital Negocio (CN), y el Capital Social (CS).

SCI3.1: CN: El capital negocio engloba todos aquellos elementos relacionados con la actividad principal del club (Empresas, socios/aficionados, accionistas, LFP, FEF, UEFA, etc.). La relación con estos es un activo importante para desarrollar su actividad de manera óptima.

SCI3.1.1: Socios/Aficionados: Esta variable va a medir la repercusión del club en función de sus aficionados. Se considerarán dos criterios para valorar esta repercusión, el número de peñas oficiales y el porcentaje de simpatizantes en España, según encuestas del CIS en mayo de 2007 y junio de 2014.

SCI3.1.2: Accionistas/Inversores: En este apartado se analiza la composición y estructura del accionariado del club. Este criterio puede resultar más útil comparando equipos que coticen en bolsa o que no sean SAD, ya que entre estas últimas el modelo es muy similar. De todos modos se incluye en el modelo para no limitar su utilidad.

SCI3.1.3: Colaboradores: Esta variable refleja en los acuerdos de colaboración del club con otras entidades (deportivas, publicitarias, proveedores, acreedores, etc.)

SCI3.1.4: Competidores: Se valora el grado de conocimiento que un club tiene acerca del resto de clubes. También se tiene en cuenta su relación con ellos, principalmente con los de la misma capacidad económica.

SCI3.1.5: Instituciones organizadoras: En este subcriterio se valora la relación de un club con las instituciones que organizan las distintas competiciones que disputa (LFP, FEF, UEFA, etc.)

SCI3.2: CS: En el capital social está incluido, como su nombre indica, la relación de un club con el resto de asociaciones de la sociedad.

SCI3.2.1: Administraciones Públicas: Esta variable engloba las relaciones que mantiene una entidad deportiva con las distintas administraciones públicas de su entorno, ya sean ayuntamientos, gobiernos, diputaciones, etc. Por lo general esta variable adquiere mayor importancia cuando el equipo en cuestión es el único club de élite de la región).

SCI3.2.2: Medios de comunicación: Se valora la relevancia del club en los medios de comunicación, a nivel local y nacional.

SCI3.2.3: Sociales: En este apartado se valora la relación que tiene el club con los sindicatos de jugadores, en este caso la Asociación de Futbolistas Españoles (AFE).

SCI3.2.4: Ciudadanos: Para valorar este epígrafe, se debe evaluar qué es lo que el club hace por la sociedad. Si se limita sólo a su actividad o tiene alguna sección en su entidad destinada a actividades sociales por la integración y el desarrollo de los ciudadanos.

SCI3.2.5: Imagen: Probablemente esta sea la variable social más importante de un club, ya que determina la opinión que se tiene de dicha entidad. La imagen de una entidad abarca los títulos ganados por el club, los jugadores internacionales en su plantilla, los años de historia del club y los años que ha disputado la Primera División de la LFP.

2.1.4. Fase 4: Elección del club objeto de valoración

A partir de este momento y una vez conocidas las variables en las que se va a basar la valoración, se selecciona la primera alternativa que va a formar parte del modelo. Se elige al club del que se quiere conocer el valor monetario.

2.1.5. Fase 5: Búsqueda de clubes comparables

Para que este modelo pueda desarrollarse correctamente, se seleccionan el resto de alternativas que entrarán a formar parte de la valoración del primer club. Deben ser entidades que hayan sido vendidas recientemente y de las que se pueda obtener la información requerida según las variables de las que se compone el modelo.

2.1.6. Fase 6: Creación de la jerarquía AHP

En las fases anteriores, no se ha tenido en cuenta la técnica de valoración que se va a utilizar. A partir de aquí se va a desarrollar el método multicriterio de toma de decisiones que se va a utilizar. Este método es el Proceso de Análisis Jerárquico.

Una vez que las variables determinantes del valor están identificadas y definidas, el siguiente paso es la elaboración de la jerarquía que ordene estas variables de forma que facilite el cálculo de los resultados finales. Siguiendo la composición ya establecida en la Fase 3, la jerarquía obtenida para el cálculo del valor de un club de fútbol mediante el método AHP es la siguiente (dividida debido a sus dimensiones en dos partes: Elementos tangibles e intangibles):

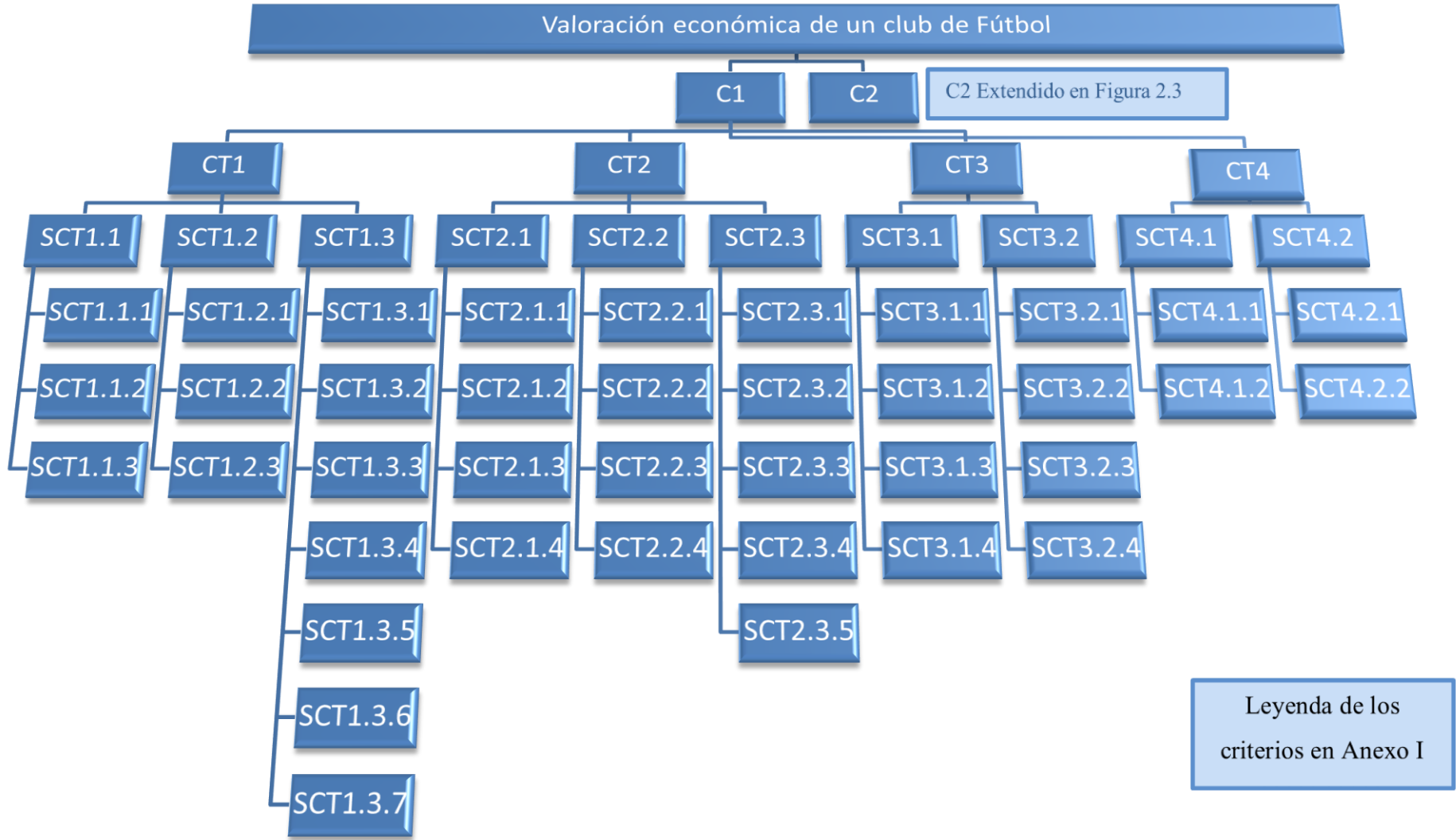


Figura 2.2 Jerarquía AHP de Valoración económica de un club de fútbol. Elementos Tangibles. Elaboración propia

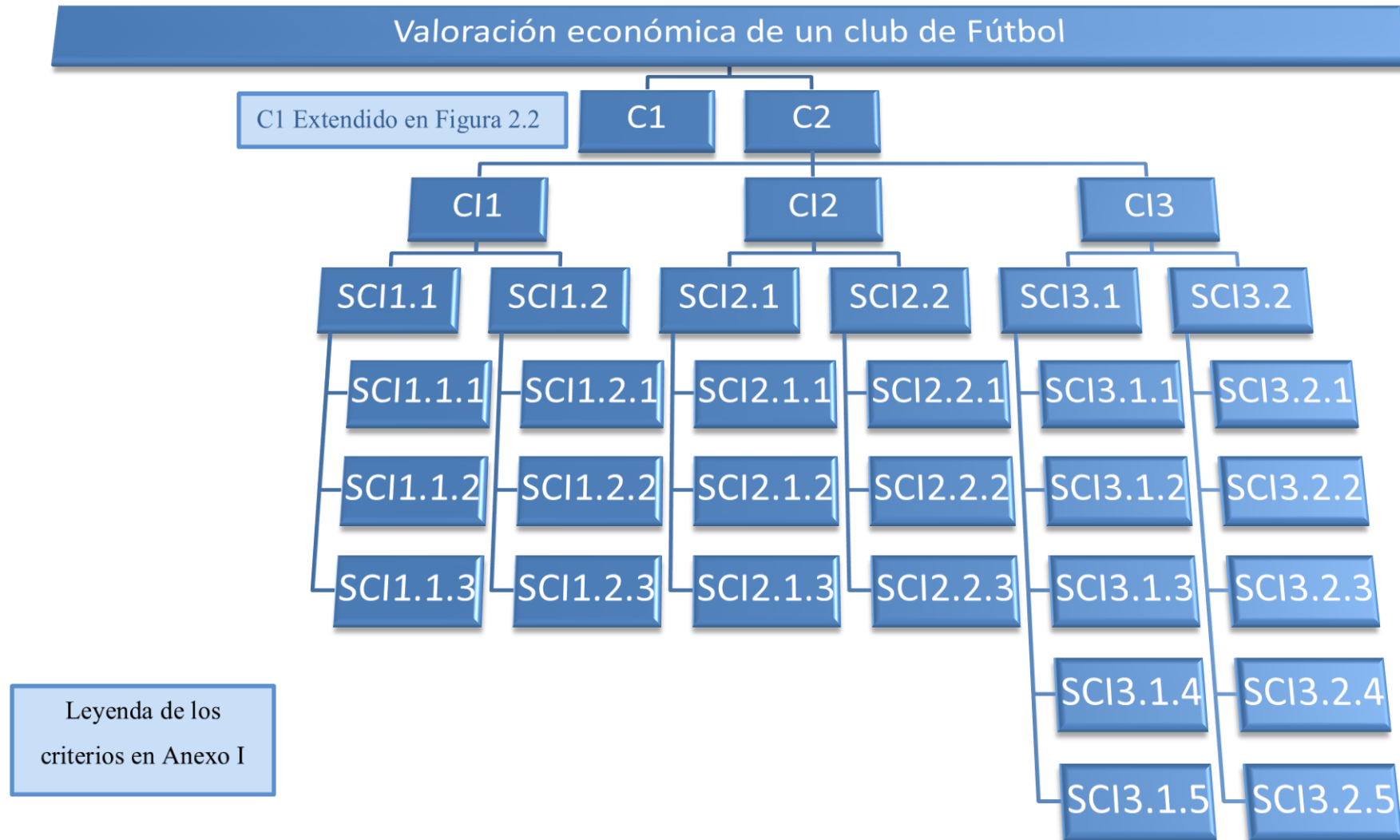


Figura 2.3 Jerarquía AHP de Valoración económica de un club de fútbol. Elementos Intangibles. Elaboración propia

Se puede apreciar en esta jerarquía cómo el objetivo de la misma se encuentra en la parte superior de la figura y de ella van saliendo ramificaciones con cada uno de los criterios dependientes. En función de estos criterios, que son las variables que aportan valor a un club deportivo, se van a realizar las comparaciones entre las alternativas.

De cada uno de los subcriterios de cuarto nivel “colgarían” las alternativas seleccionadas para la comparación, de manera que se viera claramente en función de qué se van a comparar. Debido al gran número de variables decisorias establecidas en el modelo, se cree que añadirlas a la esquematización de la jerarquía sólo empeoraría la visión de ésta.

2.1.7. Fase 7: Proceso de toma de decisiones

Una vez establecida la jerarquía, el siguiente paso es el de la toma de decisiones mediante el Proceso de Análisis jerárquico. Tal y como se ha explicado en la descripción de esta técnica, este proceso consta de varias fases. Todas ellas estarán incluidas en este apartado.

Tras el análisis jerárquico, se obtienen unas ponderaciones para cada una de las alternativas. Estas ponderaciones han sido calculadas según las comparaciones pareadas realizadas en función de las variables del modelo y de la importancia relativa dada a cada una de ellas.

2.1.8. Fase 8: Obtención del valor del club

Tras haber calculado las ponderaciones correspondientes a cada una de las alternativas, el siguiente paso es el cálculo del valor monetario del club objetivo. Para ello se necesitan además de las ponderaciones obtenidas para todos los clubes, los precios pagados por su venta. De este modo, se obtiene el valor económico final resolviendo la siguiente fórmula:

$$Y^s = \sum_{j=1}^x X_j \times \frac{w^s}{\sum_{j=1}^x w_j}$$

Donde:

Y^s : Valor monetario del club objetivo

$\sum_{j=1}^x X_j$: Sumatorio de los importes pagados en las ventas de cada uno de los clubes comparados.

w^S : Ponderación asignada al club objetivo

$\sum_{j=1}^x w_j$: Sumatorio de las ponderaciones asignadas a cada uno de los clubes comparados.

3. CASO DE ESTUDIO

3.1. VALORACIÓN ECONÓMICA DEL REAL ZARAGOZA

Este caso de estudio es la aplicación práctica de la propuesta metodológica desarrollada a lo largo de este documento. Para desarrollar esta propuesta, se va a calcular el valor económico de la entidad deportiva Real Zaragoza. Conforme a lo establecido en la propuesta metodológica, se requiere pasar por las fases fijadas.

En la actualidad, el Real Zaragoza no pasa por su mejor momento, ni el ámbito deportivo ni el institucional. Después de que Agapito Iglesias adquiriera la mayoría de acciones de la entidad el 26 de mayo de 2006 e hiciera la mayor inversión en jugadores de la historia del club maño (consiguiendo una clasificación para la segunda competición europea, denominada entonces copa de la UEFA), al Real Zaragoza le han sucedido, como diría Lemony Snicket, una serie de catastróficas desdichas. Ocho años, dos descensos a Segunda División y más de 100 millones de euros de deuda después, el máximo accionista del club accede a vender su paquete accionarial¹⁴. Tras una operación de venta (que se llega a ejecutar por 9,8 millones de euros), con un grupo de inversores (la cual tuvo ser revertida por incumplimiento de términos del contrato), y la posibilidad real de no poder participar en la competición liguera por impago de deudas (alrededor de 8 millones de euros¹⁵) Agapito Iglesias se ve obligado a ceder parte de sus acciones (el 72% de las acciones del club), a la Fundación Zaragoza 2032, formada por un grupo de empresarios y que preside Christian Lapetra, por el precio simbólico de 1 euro. El

¹⁴ “Los ocho años de Agapito Iglesias en el Real Zaragoza” *Heraldo de Aragón*. 24/07/2014

¹⁵ “El Real Zaragoza en manos del grupo de empresarios liderado por Alierta” *El País*. 23/07/2014

resto (un 18% del total de acciones del club), las donará a la fundación para que sean repartidas entre pequeños accionistas y abonados¹⁶.

La pregunta que interesa en este trabajo después de todo este “culebrón” es, ¿realmente el Real Zaragoza vale 1 euro?

Para comprobarlo se elige a un experto. Presidente de una asociación deportiva, jugador de fútbol amateur, aficionado del Real Zaragoza y autor de este documento, el señor Jesús Pina Beatove, estudiante del Grado en Administración y Dirección de Empresas, será el encargado de realizar las valoraciones y comparaciones pareadas en base a las variables/criterios seleccionados en la propuesta metodológica desarrollada en el apartado 2.1.3 “Fase 3: Definición de criterios y variables” de este documento.

El club objeto de valoración será el presentado al inicio de este punto, el Real Zaragoza. La elección de este club se debe a la idea de que el precio pagado en la transacción de la entidad, no se corresponde con el valor real del dicho club. Para la comparación del proceso de decisión se utilizarán los datos aportados en el informe económico anual del ejercicio 2012-2013, siendo ésta la información más reciente publicada por el club.

A continuación se procede a seleccionar las alternativas a comparar en este proceso de valoración. Los criterios para la elección de estas alternativas son que hayan sido objeto de transacción recientemente (un margen de cuatro años), que jueguen en la misma competición que el club objetivo (LFP), y que tengan unas características parecidas a éste (es decir, no se tendrían en cuenta equipos como Real Madrid y FC Barcelona, o en el otro extremo Real Oviedo y Burgos FC). Después de establecer estas pequeñas condiciones y tras haber estudiado las opciones disponibles, se han seleccionado cuatro alternativas que servirán de comparación en la toma de decisión:

Málaga CF: SAD fundada en 1904, que actualmente milita en la Primera División de la Liga Española¹⁷. En junio de 2010 el 96,89%¹⁸ de las acciones de la

¹⁶ “La Fundación Zaragoza 2032 espera hacerse hoy con el control del club” *Heraldo de Aragón*. 24/07/2014

¹⁷ Datos obtenidos en la sección de “historia del club” en www.malagacf.com

¹⁸ Información obtenida a través de la Base de datos “SABI”

entidad fueron adquiridas por el jeque qatari Abdullah Bin-Nasser Al-Thani por una cantidad de 50 millones de euros¹⁹, de los cuales, 14 correspondían a la deuda derivada del proceso concursal de la entidad²⁰. Para realizar las comparaciones necesarias en el proceso de toma de decisiones, se utilizarán los valores del club reflejados en el informe económico del ejercicio 2009-2010²¹, temporada en la que se produjo la transacción.

Real Racing de Santander: Este club fue fundado en el año 1913 y en la actualidad disputa la Segunda División Española. En enero de 2011 un empresario indio, Aly Syed pagó 30 millones de euros (mitad por las acciones, mitad por la deuda que tenía con Hacienda)²², para salvar al equipo de la disolución, a falta de una semana para que concluyese el plazo para abonar los 15 millones de deuda que mantenía con Hacienda²³. Para la comparación de esta sociedad, se van a utilizar los datos aportados en el informe económico anual de junio de 2010, ya que son los más cercanos a la fecha de la operación. Los datos reflejados en las cuentas anuales de 2011 ya incluyen ciertos desembolsos realizados desde la transacción del club, así como la salida de jugadores de la plantilla que alteran el valor inicial del activo de la entidad.

AD Alcorcón: Este club más modesto que los anteriores fue fundado en 1971 y ha sido seleccionado para la comparación porque actualmente disputa la misma categoría que el Real Zaragoza, por lo que se ha creído interesante para el proceso de decisión incorporarlo al caso. La compra-venta de este club es reciente, ya que se produjo a principios de este año 2014. El empresario belga Roland Duchatelet, adquirió el 81,3% de las acciones del club madrileño, por una cifra de 12,61 millones de euros²⁴. Ante la imposibilidad de conseguir los datos económicos del club del ejercicio 2012-2013, los cuales serían los idóneos para el análisis, la comparación se realizará en base a los datos a 30 de junio de 2012²⁵. Se cree que esa información se puede utilizar y es fiable porque el equipo se ha mantenido en la misma categoría, no ha realizado transacciones de jugadores relevantes en el sentido económico, ni ha sufrido cambios importantes en el aspecto estructural.

¹⁹ "El Málaga busca comprador" *El País*. 30/07/2012

²⁰ "Un jeque de Qatar compra el Málaga" *El Mundo*. 12/06/2010

²¹ Informe económico anual del Málaga CF, SAD. Temporada 2009-2010

²² "El gurú del Racing" *Revista Vanity Fair.es*. Septiembre de 2011

²³ "El Racing ya es de Mister Ali" *ABC*. 28/01/2011

²⁴ "El Alcorcón en manos belgas" *El País*. 22/01/2014

²⁵ Informe económico anual del AD Alcorcón, SAD. Temporada 2011-2012

Valencia CF: La transacción más reciente y por tanto la más fiable en cuanto a comparación del mercado se refiere, es la del Valencia CF. Esta entidad se fundó en 1919 y juega desde 1987 ininterrumpidamente en la Primera División de la Liga Española. Con un problema importantísimo de deuda con Bankia y con el tiempo corriendo en su contra, el 7 de junio de 2014, el singapurense Peter Lim firmó un acuerdo de compra-venta con la Fundación Valencia CF (poseedora hasta ese momento del 70,4% de las acciones del club²⁶) para la transmisión del paquete accionarial de la fundación. La operación se traduciría en unos 320 millones de euros, de los cuales 100 correspondían a la compra de las acciones y los 220 restantes al pago progresivo de la deuda²⁷. En el caso del Valencia la información utilizada será la publicada en sus cuentas anuales con fecha más reciente, la cual corresponde al ejercicio económico 2012-2013.

En este momento se formaría la jerarquía de criterios y subcriterios con la que se va a llevar a cabo la comparación de las alternativas seleccionadas. En este caso, la jerarquía utilizada será idéntica a la mostrada en las figuras 2.2 y 2.3 que se explican en este trabajo.

Para establecer las preferencias relativas entre los criterios y comparar las alternativas de forma pareada, se hará uso del software informático Expert Choice, diseñado para el cálculo rápido de resultados mediante la técnica AHP. A continuación se mostrarán las capturas de pantalla del proceso de determinación de preferencias entre los criterios del modelo, tan sólo para los primeros pasos del procedimiento:

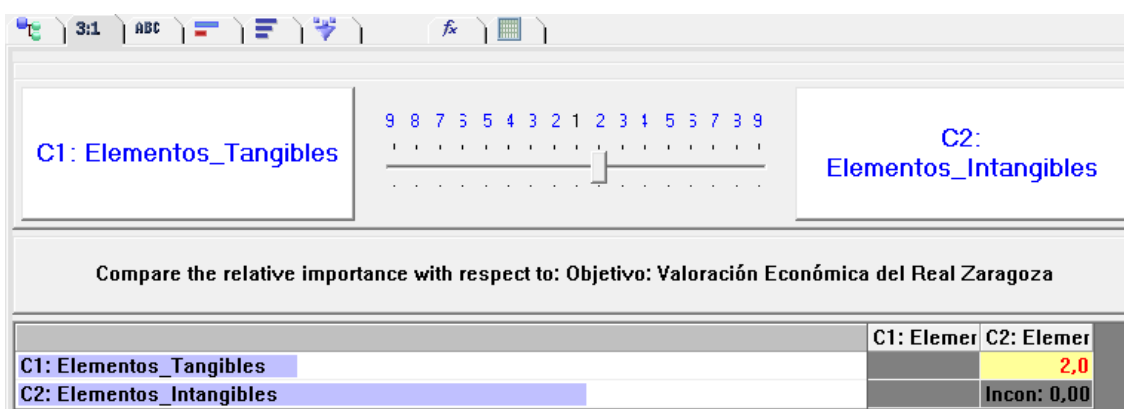
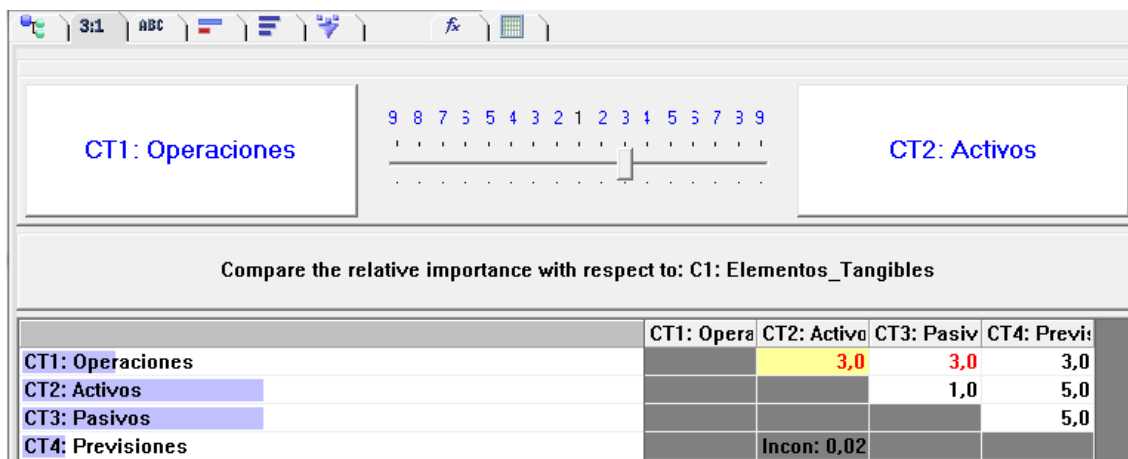


Imagen 3.1 Comparación C1-C2. Elaboración propia

²⁶ Información obtenida a través de la Base de datos "SABI"

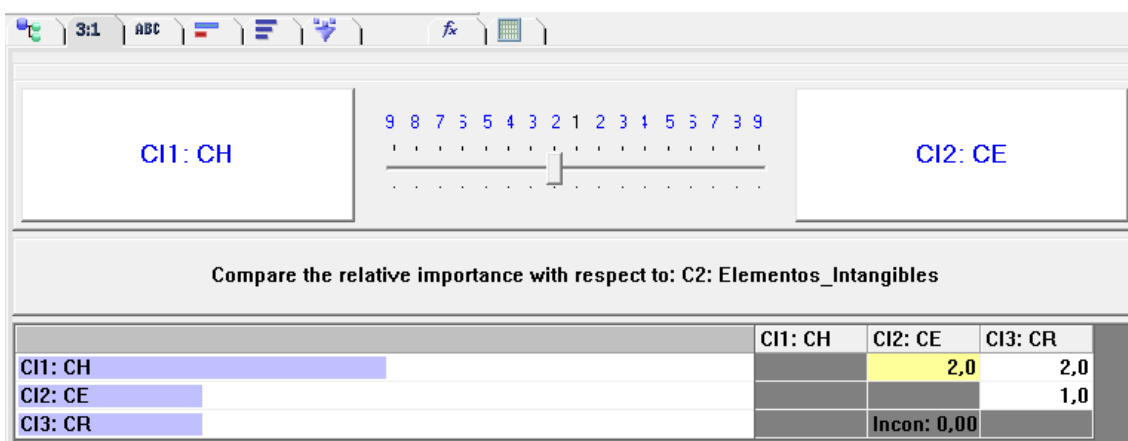
²⁷ "Lim compra el Valencia CF, pero el club mantiene la deuda" Las Provincias.es. 07/06/2014



Compare the relative importance with respect to: C1: Elementos_Tangibles

	CT1: Opera	CT2: Activo	CT3: Pasiv	CT4: Previ
CT1: Operaciones		3,0	3,0	3,0
CT2: Activos			1,0	5,0
CT3: Pasivos				5,0
CT4: Previsiones		Incon: 0,02		

Imagen 3.2 Comparación entre subcriterios de C1. Elaboración propia



Compare the relative importance with respect to: C2: Elementos_Intangibles

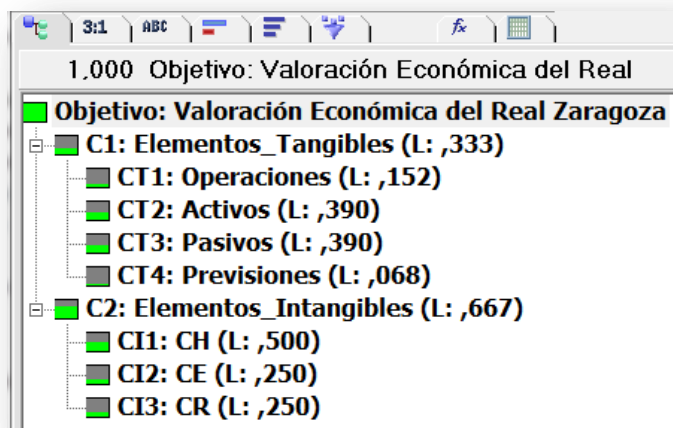
	CI1: CH	CI2: CE	CI3: CR
CI1: CH		2,0	2,0
CI2: CE			1,0
CI3: CR		Incon: 0,00	

Imagen 3.3 Comparación entre subcriterios de C2. Elaboración propia

En estas tres capturas se puede apreciar las preferencias existentes por parte del experto respecto a la importancia relativa entre los criterios C1 y C2, y el mismo proceso en el siguiente nivel de cada uno de estos criterios. De este modo las prioridades locales de cada los criterios y subcriterios establecidos en los dos primeros niveles de la jerarquía son:

Imagen 3.4

Prioridades locales de los dos primeros niveles de la jerarquía. Elaboración propia



1.000 Objetivo: Valoración Económica del Real

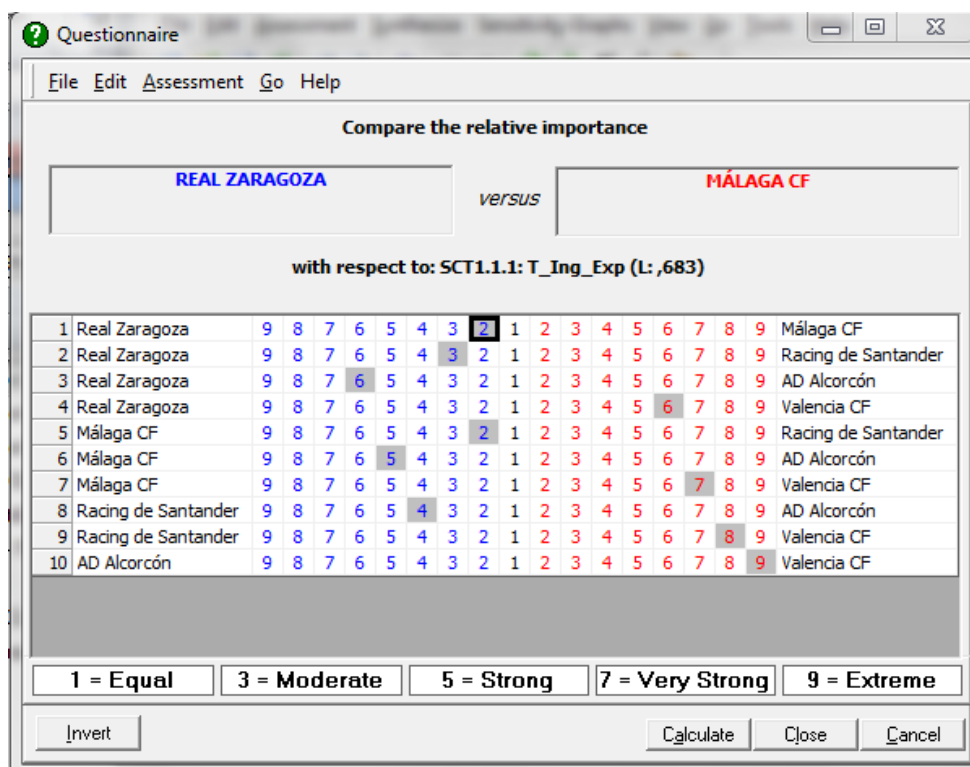
- Objetivo: Valoración Económica del Real Zaragoza
 - C1: Elementos_Tangibles (L: ,333)
 - CT1: Operaciones (L: ,152)
 - CT2: Activos (L: ,390)
 - CT3: Pasivos (L: ,390)
 - CT4: Previsiones (L: ,068)
 - C2: Elementos_Intangibles (L: ,667)
 - CI1: CH (L: ,500)
 - CI2: CE (L: ,250)
 - CI3: CR (L: ,250)

Este proceso se ha repetido con todos los criterios de la jerarquía, en todos sus niveles. Cada una de las comparaciones y las prioridades obtenidas se pueden consultar en el Anexo II.

Cabe comentar que el programa Expert Choice sólo permite jerarquizar tres niveles de criterios, por lo que para poder llevar a cabo la comparación de este modelo, se han introducido en el programa jerarquías más pequeñas en las que el vértice superior son los criterios de nivel CT y CI. De manera que tras las comparaciones, se trasladarán las preferencias de las alternativas a la jerarquía vista en la Imagen 3.4 y se procederá al cálculo de las preferencias finales de los clubes.

Tras obtener las prioridades locales de todos los criterios, comienza el proceso de toma de decisiones de las alternativas. Para llevar a cabo este proceso es necesaria la información aportada por los clubes en sus informes económicos anuales. Con la intención de facilitar esta tarea de decisión, se ha elaborado una tabla resumen para cada tipo de elementos (Tangibles e Intangibles), en las que aparecen los valores de cada club correspondientes a las variables que se pretenden comparar.

Para comenzar la comparación de las alternativas respecto a los Elementos Tangibles, se debe tener en cuenta la Tabla 3.1 “Datos Tangibles en el momento de venta”, que aparece en el Anexo III.



Questionnaire

File Edit Assessment Go Help

Compare the relative importance

REAL ZARAGOZA versus **MÁLAGA CF**

with respect to: SCT1.1.1: T_Ing_Exp (L: ,683)

1 Real Zaragoza	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Málaga CF
2 Real Zaragoza	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Racing de Santander
3 Real Zaragoza	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	AD Alcorcón
4 Real Zaragoza	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Valencia CF
5 Málaga CF	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Racing de Santander
6 Málaga CF	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	AD Alcorcón
7 Málaga CF	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Valencia CF
8 Racing de Santander	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	AD Alcorcón
9 Racing de Santander	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Valencia CF
10 AD Alcorcón	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Valencia CF

1 = Equal 3 = Moderate 5 = Strong 7 = Very Strong 9 = Extreme

Invert Calculate Close Cancel

Imagen 3.5 Toma de decisiones respecto a Ingresos de explotación. Elaboración propia

Tal y como aparece en la Imagen 3.5, el siguiente paso es la comparación de las cinco alternativas entre sí, en función de cada uno de los subcriterios de último nivel de la parte tangible de la jerarquía y de los datos que aparecen en la Tabla 3.1 mencionada anteriormente. Tras este proceso, se obtienen unas preferencias respecto a dichos subcriterios, de la forma en que aparece en la Imagen 3.6. Una vez obtenidas todas las preferencias, el programa calcula la preferencia total teniendo en cuenta todas las prioridades de la jerarquía. En el Anexo III se pueden encontrar las tablas de las comparaciones entre alternativas (tanto con criterios Tangibles como Intangibles), donde se justifican los valores obtenidos como prioridades totales de éstas.

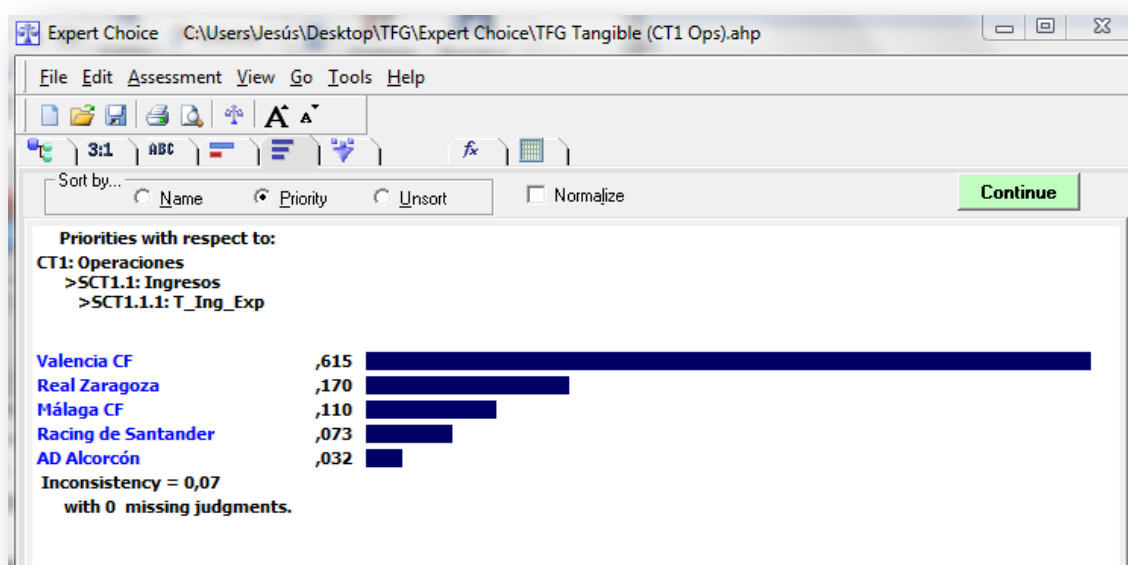


Imagen 3.6 Preferencias de los clubes respecto a los Ingresos de explotación.

Elaboración propia

Estas prioridades con respecto a los criterios de segundo nivel (los CT, que en las jerarquías menores serían el vértice superior), así como respecto a C1: Elementos Tangibles, se reflejan en la imagen 3.7, de manera que ya se pueden exportar estos valores a la jerarquía compuesta únicamente por los dos primeros criterios (donde los CT, ocupan el nivel más bajo de subcriterios tangibles).

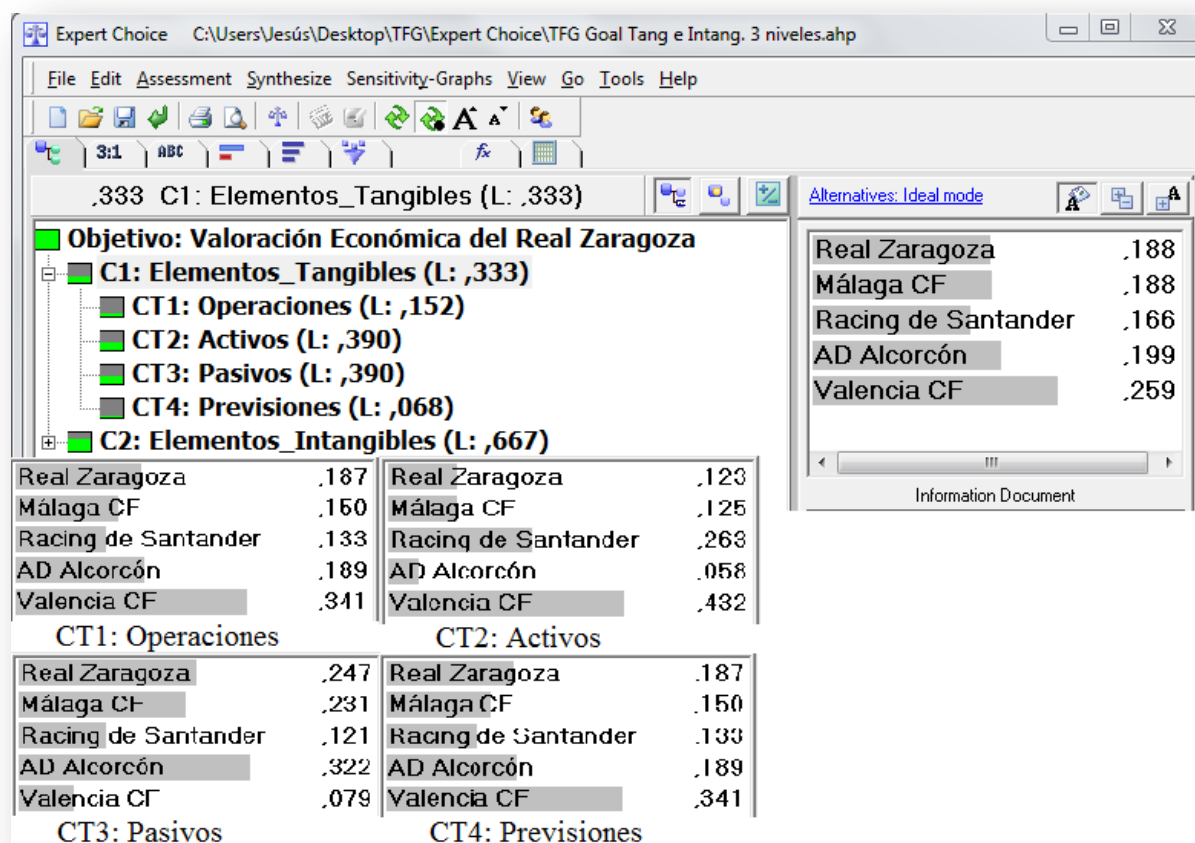


Imagen 3.7 Prioridades de las alternativas respecto a C1 y a los CT. Elaboración propia

A continuación se lleva a cabo el mismo procedimiento, esta vez atendiendo a los Elementos Intangibles del modelo. Para facilitar esta comparación se ha elaborado una tabla (Tabla 3.2 “Datos Intangibles en el momento de venta”, localizada en el Anexo III), que resume todos los datos a tener en cuenta en función de las variables elegidas.

El siguiente paso es la comparación de las alternativas de forma pareada en función de todos los subcriterios intangibles de último nivel. Para justificar las preferencias obtenidas se pueden consultar las capturas de las comparaciones en el Anexo IV. En ellas se observa que las decisiones del experto están basadas en elementos de referencia, los cuales se pueden encontrar en la Tabla 3.2.

Teniendo las preferencias de las alternativas respecto a los CI y a su vez respecto a C2: Elementos Intangibles (Imagen 3.8), ya se pueden calcular las preferencias globales de las cinco alternativas en relación al objetivo final, la valoración económica del Real Zaragoza. Estos resultados se observan en la Imagen 3.9 y es el último paso antes de la obtención del resultado económico.

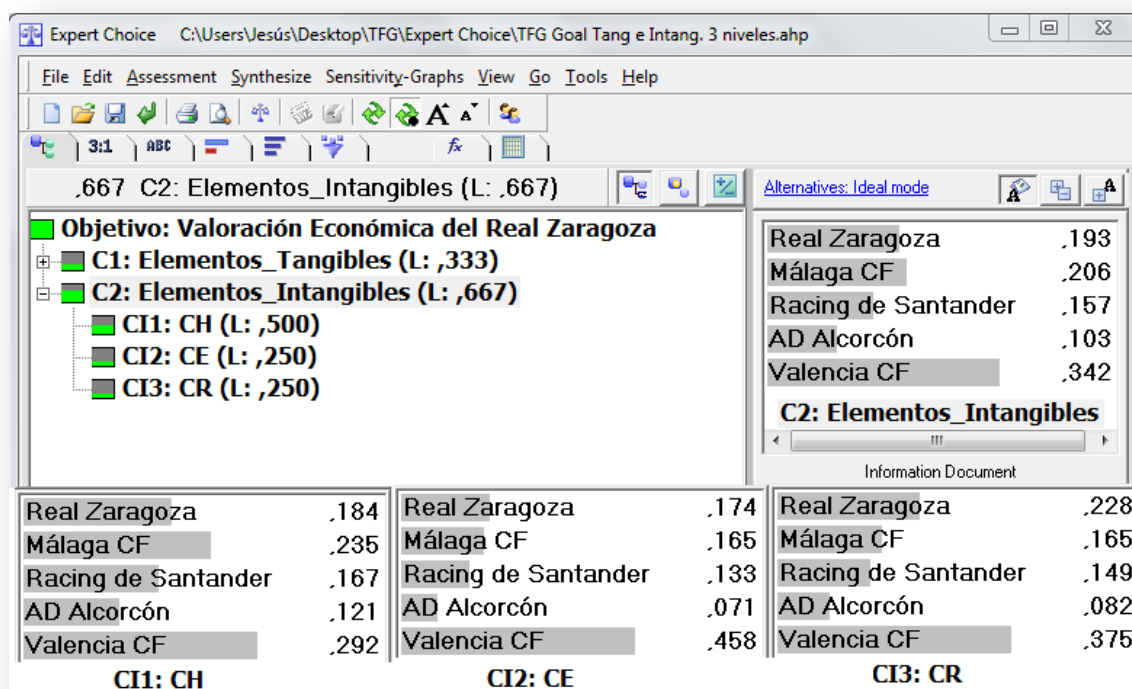


Imagen 3.8 Prioridades de las alternativas respecto a C2 y a los CI. Elaboración propia

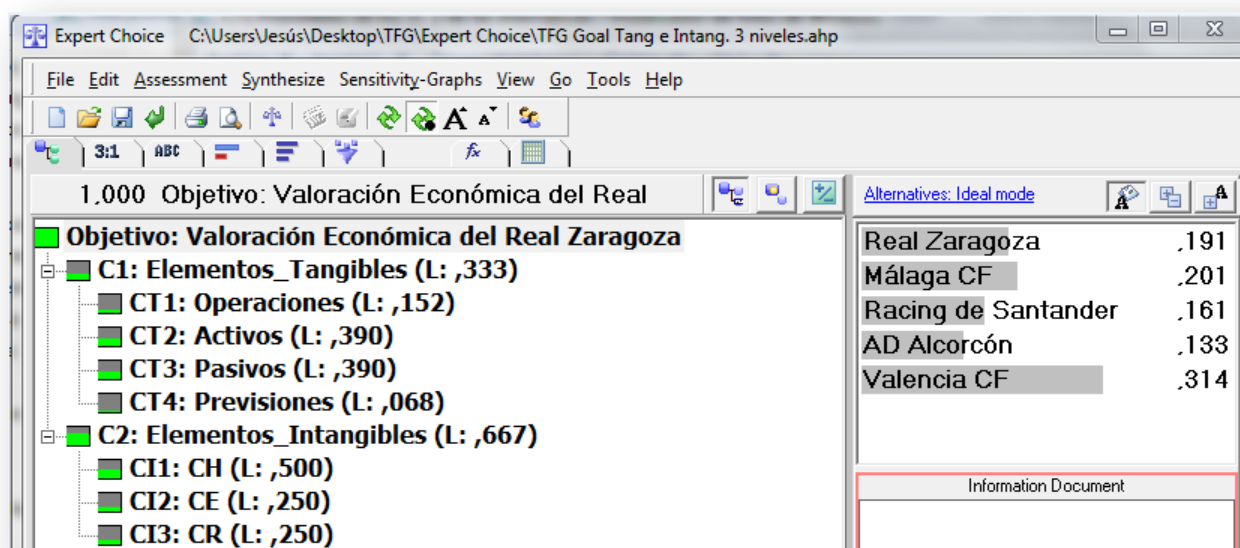


Imagen 3.9 Preferencias de las alternativas respecto al objetivo. Elaboración propia

Atendiendo a las preferencias de los equipos una vez completado todo el proceso de toma de decisiones, se puede observar que el Valencia CF es el equipo mejor valorado en función de las variables del modelo, con respecto al resto. Por otro lado, Real Zaragoza y Málaga CF se encuentran en el mismo escalón valorativo, siendo como era de esperar, la peor valoración para el más modesto de los cinco clubes, la AD Alcorcón.

Sabiendo esto, se procede al cálculo del valor económico de Real Zaragoza. Para esto se deben puntualizar algunos aspectos:

- Los valores de las ventas de los clubes comparados no representan el valor de la totalidad de las acciones, ya que ninguno de los inversores adquiere el 100% del club. Por este motivo, y según indica el PGC 2008 en relación a la valoración de acciones, el resto del paquete accionarial del club se calculará en base al precio pagado por las acciones objeto de transacción.
- En las cifras de venta, se hace distinción entre precio pagado por las acciones y precio pagado para cubrir parte o la totalidad de la deuda. Pues bien, para el cálculo del porcentaje restante de acciones se utilizará únicamente el precio pagado por las acciones, añadiendo posteriormente el valor pagado en concepto de deuda, obteniendo así el valor final.
- Siguiendo estos criterios, el valor que se obtendrá para el Real Zaragoza será el del 100% de las acciones más la deuda del club. Para poder calcular el valor real de las acciones se deberá descontar dicha deuda. Una vez hecho esto y para realizar la comparación prevista en la presentación de este caso, se calculará el 72% de la cantidad obtenida, porcentaje correspondiente a la venta por parte de Agapito Iglesias a la Fundación a cambio de 1 euro.

	% Acciones	Pagado por acciones	P. por deuda	Total pagado	Valor del club (100% acciones + Deuda)
Málaga CF	96,89%	36.000.000€	14.000.000 €	50.000.000,00 €	51.155.537,21 €
Racing Santander	80,38%	15.000.000€	15.000.000 €	30.000.000,00 €	33.661.358,55 €
AD Alcorcón	81,30%	12.610.000€	0 €	12.610.000,00 €	15.510.455,10 €
Valencia CF	70,40%	100.000.000€	220.000.000 €	320.000.000,00 €	362.045.454,55 €

Tabla 3.3 Datos de ventas y de deuda de los comparable. Elaboración propia

Es el momento de aplicar la fórmula vista en la última fase de la propuesta metodológica, introduciendo los valores disponibles en la Imagen 3.9 y en la Tabla 3.3.

$$Y^s = \sum_{j=1}^x X_j \times \frac{w^s}{\sum_{j=1}^x w_j}$$

$$\sum_{j=1}^x X_j = 462.372.805,40 \text{ €}$$

$$w^s : 0,191$$

$$\sum_{j=1}^x w_j : 0,809$$

$$Y^s = 109.163.418,83 \text{ €}$$

Por tanto, el valor económico del Real Zaragoza incluyendo la deuda que posee, supera los 109 millones de euros. A continuación, descontando de esta cifra el valor de la deuda, se obtiene que la valoración económica del 100% de las acciones del Real Zaragoza es la siguiente:

$$Y^s_{100\% \text{ accs}} = Y^s - \text{Deuda} = 109.163.418,83 \text{ €} - 100.874.992,00 \text{ €}^{28} = \mathbf{8.288.426,83 \text{ €}}$$

El valor del club, teniendo en cuenta la totalidad de las acciones es de más de 8 millones de euros.

Por último, para ser capaces de realizar la comparación con el precio pagado por la Fundación Zaragoza 2032 a cambio del 72% de las acciones del club, debemos calcular el valor de esa proporción:

$$Y^s_{72\% \text{ acciones}} = Y^s_{100\% \text{ acciones}} \times 72\% = \mathbf{5.967.667,32 \text{ €}}$$

Como demuestran los resultados obtenidos tras el proceso de valoración del Real Zaragoza, el valor de las acciones adquiridas por la Fundación Zaragoza 2032, es muy superior al precio pagado por ellas. Esto puede haber sido motivado principalmente por la situación extrema a la que estaba sometido el máximo accionista del club hasta la venta, ya que el club se encontraba al borde de la desaparición por impagos de deudas y el dueño del club no era capaz de aportar la cantidad requerida para poder continuar con la actividad de la sociedad. Es por esto que se vio obligado a la cesión de las acciones para permitir que fuera un grupo de empresarios, bajo el nombre de esta fundación, quien liquidara la deuda inmediata.

²⁸ Informe económico anual del Real Zaragoza, SAD. Temporada 2012-2013

4. CONCLUSIONES

Para poder realizar las conclusiones de este documento, se debe atender a los objetivos marcados al inicio del mismo. Por tanto los puntos clave sobre los que tratan estas conclusiones son la idoneidad de la metodología que se propone para la obtención del valor económico de una sociedad anónima deportiva y los resultados obtenidos tras su implementación en un caso real. Además se analizará si la decisión de utilizar el método AHP para este tipo de valoración ha sido acertada.

4.1. CONCLUSIONES GENERALES

- Se puede concluir que la elaboración de la propuesta metodológica ha supuesto la obtención de un instrumento real a la hora de valorar sociedades anónimas deportivas, como se ha visto en el caso de estudio. Este instrumento convierte la opinión de un experto acerca de determinadas variables, en un valor monetario.
- La metodología AHP facilita la inclusión de factores en la valoración de los clubes a través de una jerarquía que simplifica al máximo los problemas de decisión.
- Cada entidad deportiva posee particularidades que la diferencian de otras, pero mediante esta metodología se pueden comparar las variables comunes relevantes que finalmente definen el valor económico de la SAD.

4.2. CONCLUSIONES SOBRE LA TÉCNICA UTILIZADA

- La técnica AHP ha permitido obtener un valor real de mercado para un club de fútbol, basándose en un conjunto de variables condicionantes del valor de una entidad deportiva y comparándolo con sociedades que han sido objeto de transacción recientemente, es decir, comparándolo con el mercado. Por lo que se obtiene una cantidad equivalente al valor de mercado del club a día de hoy.
- Esta técnica permite la inclusión de una gran cantidad de aspectos a valorar (en este documento se han comparado 85 variables). Esto implica que el nivel de detalle incorporado en la valoración es muy superior a una simple valoración contable.
- Es muy importante que el experto se haya documentado previamente acerca de todas las alternativas que se incorporan al modelo, ya que de su conocimiento depende la valoración final. Para este caso, la labor de investigación ha sido

extensa, siendo necesario el estudio de las cuentas anuales de los cinco clubes, la recopilación de información acerca de las cuatro ventas comparadas, de la situación accionarial de los distintos clubes, de la cantera de cada entidad, de su organización interna, de sus instalaciones deportivas, etc.

- Gracias a este método, se puede comparar el valor de mercado de un club con el que se ha pagado realmente por él. De este modo se pueden detectar brechas valorativas en operaciones de venta de las SAD. Por ejemplo y haciendo alusión al caso analizado, el Real Zaragoza fue adquirido en junio de 2014 (aunque luego se anuló dicha compra), por una cantidad de 9,8 millones de euros. Con esta cantidad se adquirirían el 90,62% de las acciones del club. Viendo el valor obtenido en el modelo, se puede determinar que se había producido una sobrevaloración de la sociedad, ya que según el valor de mercado, la totalidad de las acciones del club rondaban en torno a los 8 millones de euros.

5. BIBLIOGRAFÍA

Moreno Jiménez, JM. Un modelo Multicriterio, basado en AHP / ANP para estimar el valor y el precio de futbolistas profesionales

Guijarro, E y Guijarro, F. (2009). Valoración multicriterio de empresas: una aplicación al sector bodeguero español.

Aznar Bellver, J. y Guijarro Martínez, F. (2005). Nuevos métodos de valoración. Modelos multicriterio. Universidad Politécnica de Valencia.

Saaty, T. L. (1980). *Multicriteria Decision Making: The Analytic Hierarchy Process*. McGraw-Hill

Moreno Jiménez, JM; Aguarón Joven, J; Escobar Urmeneta, T. Metodología científica en valoración y selección ambiental.

Moreno Jiménez, JM (2011): Valoración de clubes de fútbol

Pablo Fernández (2013). Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías.

Pablo Fernández (2008). Métodos de valoración de empresas

Gay de Liébana, JM (2010). “El fútbol español bajo las turbulencias de la crisis. Radiografía del estado patrimonial, situación financiera y posición económica de los clubes integrantes de la liga BBVA. Temporada 2009/2010”

Bursesi, N. y Carratalá, JM (2003). “Valoración de los activos intangibles en entidades deportivas: clubes de fútbol. Derechos de transacción de futbolistas profesionales y costes de formación de jugadores propios y otros activos intangibles específicos”

Base de datos SABI

Informe económico anual del Real Zaragoza, SAD. Temporada 2012-2013

Informe económico anual del Málaga CF, SAD. Temporada 2009-2010

Informe económico anual del Racing de Santander, SAD. Temporada 2010-2011

Informe económico anual del AD Alcorcón, SAD. Temporada 2011-2012

Informe económico anual del Valencia CF, SAD. Temporada 2012-2013

Plan General Contable 2008

Plan General Contable adaptado a las Sociedades Anónimas Deportivas.

Ley del Deporte (Ley 10/1990, de 15 de octubre)

Barajas, A. (2005): El valor económico del Fútbol: Radiografía financiera del Fútbol español

Barajas, A. (2008): Las finanzas detrás del balón: El negocio del Fútbol

Martínez Conesa, I. y García-Meca, E. (2005): Valoración de empresas cotizadas: principales métodos, el papel de los intangibles y estudio mediante casos

Casanovas, M. (2011): Guía práctica para la valoración de empresas

Gimeno, M (2013): “Diseño de un método de valoración de inmuebles histórico-artísticos mediante métodos de valoración multicriterio. AHP y AMUVAM” Tesina Fin de Máster. Universidad Politécnica de Valencia.

García Lacalle, J et al., Dpto Contabilidad y Finanzas. Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Zaragoza (2012): Análisis de Estados Financieros.

Bueno, E. (1998): "El capital intangible como clave estratégica en la competencia actual", Boletín de Estudios Económicos, vol. LIII, nº 164, agosto, pp. 205-229.

Euroforum Escorial (1998): "Medición del capital intelectual. Modelo Intelect", I.U.

Bueno, E. (2002): Hacia un modelo holístico de Capital Intelectual: El Modelo Intellectus

Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) (mayo de 2007). “Barómetro de mayo. Avance de resultados. Estudio nº2705”

Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) (junio de 2014). “Barómetro de junio 2014. Avance de resultados. Estudio nº3029”

“Un jeque de Qatar compra el Málaga” El Mundo. 12/06/2010

“El Málaga busca comprador” El País. 30/07/2012

“El Málaga patentó su crecimiento” Málaga hoy.es. 30/12/2011

“El Racing ya es de Mister Ali” ABC. 28/01/2011

“El gurú del Racing” Revista Vanity Fair.es. Septiembre de 2011

“El Alcorcón en manos belgas” El País. 22/01/2014

“Peter Lim compra el Valencia” Superdeporte. 18/05/2014

“Lim compra el Valencia CF, pero el club mantiene la deuda” Las Provincias.es.
07/06/2014

“Peter Lim exige que Bankia no interfiera en su gestión” As. 20/09/2014

“La Fundación Zaragoza 2032 espera hacerse hoy con el control del club” Heraldo de Aragón. 24/07/2014

“La Fundación Zaragoza 2032 paga la deuda del Zaragoza” Sport. 17/07/2014

“El Real Zaragoza en manos del grupo de empresarios liderado por Alierta” El País.
23/07/2014

“Los ocho años de Agapito Iglesias en el Real Zaragoza” Heraldo de Aragón.
24/07/2014

“Los 10 equipos de fútbol preferidos por los españoles, según el CIS” ABC. 07/07/2014

www.realzaragoza.com

www.malagacf.com

www.realracingclub.es

www.adalcorcon.com

www.valenciacf.com

www.resultados-futbol.com

www.penyescalenciacf.com

www.datosmacro.com

ANEXO I

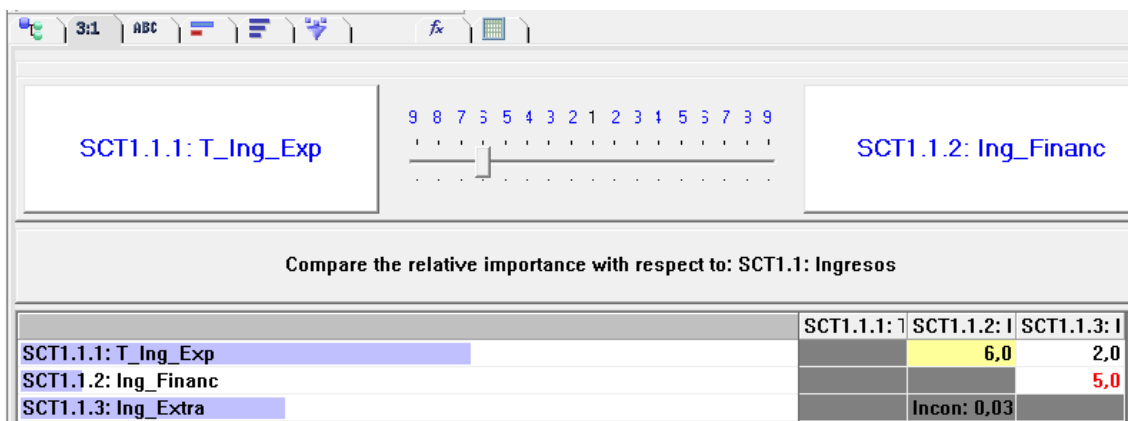
C1	Elementos Tangibles	SCT2.3	Otros
CT1	Operaciones	SCT2.3.1	Activos por impuesto diferido
SCT1.1	Ingresos	SCT2.3.2	Existencias
SCT1.1.1	Total de ingresos de explotación	SCT2.3.3	Deudores
SCT1.1.2	Ingresos financieros	SCT2.3.4	Tesorería
SCT1.1.3	Ingresos extraordinarios	SCT2.3.5	Otros (Inversiones financieras)
SCT1.2	Gastos	CT3	Pasivos
SCT1.2.1	Total de gastos de explotación	SCT3.1	Deuda l/p
SCT1.2.2	Gastos financieros	SCT3.1.1	Con entidades de crédito
SCT1.2.3	Gastos extraordinarios	SCT3.1.2	Derivados y otros
SCT1.3	Ratios	SCT3.1.3	Con empresas del grupo y asoci.
SCT1.3.1	Liquidez	SCT3.1.4	Con AAPP
SCT1.3.2	Solvencia	SCT3.2	Deuda c/p
SCT1.3.3	Estructura financiera	SCT3.2.1	Con entidades de crédito
SCT1.3.4	Endeudamiento	SCT3.2.2	Derivados y otros
SCT1.3.5	Capacidad de devolución de deudas	SCT3.2.3	Con empresas del grupo y asoci.
SCT1.3.6	Rentabilidad económica	SCT3.2.4	Con AAPP
SCT1.3.7	Rentabilidad financiera	CT4	Previsiones
CT2	Activos	SCT4.1	Cuenta de Resultados
SCT2.1	Inmovilizado Intangible	SCT4.1.1	Ingresos
SCT2.1.1	Concesiones administrativas	SCT4.1.2	Gastos
SCT2.1.2	Dchos. Adquis. Jugadores	SCT4.2	Vencimientos
SCT2.1.3	Dchos. s/ inversiones	SCT4.2.1	Vencimiento de Activos a 3 años
SCT2.1.4	Otro inmov. Inmat.	SCT4.2.2	Vencimiento de Pasivos a 3 años
SCT2.2	Inmovilizado Material		
SCT2.2.1	Terrenos y construcciones		
SCT2.2.2	Instalaciones técn. Y máq.		
SCT2.2.3	Otras instal. Y mobiliarios		
SCT2.2.4	Otro inmov. e Inmov. en curso		

Tabla 2.1 Leyenda de los criterios de la jerarquía. Tangibles. Elaboración propia

C2	Elementos Intangibles
CI1	CH
SCI1.1	CD
SCT1.1.1	Jugadores de cantera en 1ªPlant.
SCT1.1.2	Nº de categorías inferiores y calidad
SCT1.1.3	Cuerpo técnico
SCI1.2	CDA
SCT1.2.1	Directiva
SCT1.2.2	Personal
SCT1.2.3	Servicios Jurídicos
CI2	CE
SCI2.1	CO
SCT2.1.1	Jerarquía del club
SCT2.1.2	Cultura organizacional
SCT2.1.3	Estabilidad institucional
SCI2.2	CT
SCT2.2.1	Nivel tecnológico
SCT2.2.2	Instalaciones deportivas
SCT2.2.3	Estadio
CI3	CR
SCI3.1	CN
SCT3.1.1	Socios/Aficionados
SCT3.1.2	Accionistas/Inversores
SCT3.1.3	Colaboradores
SCT3.1.4	Competidores
SCT3.1.5	Instituciones organizadoras
SCI3.2	CS
SCT3.2.1	AAPP
SCT3.2.2	Medios de comunicación
SCT3.2.3	Relaciones sociales
SCT3.2.4	Ciudadanos
SCT3.2.5	Imagen

Tabla 2.2 Leyenda de los criterios de la jerarquía. Intangibles. Elaboración propia

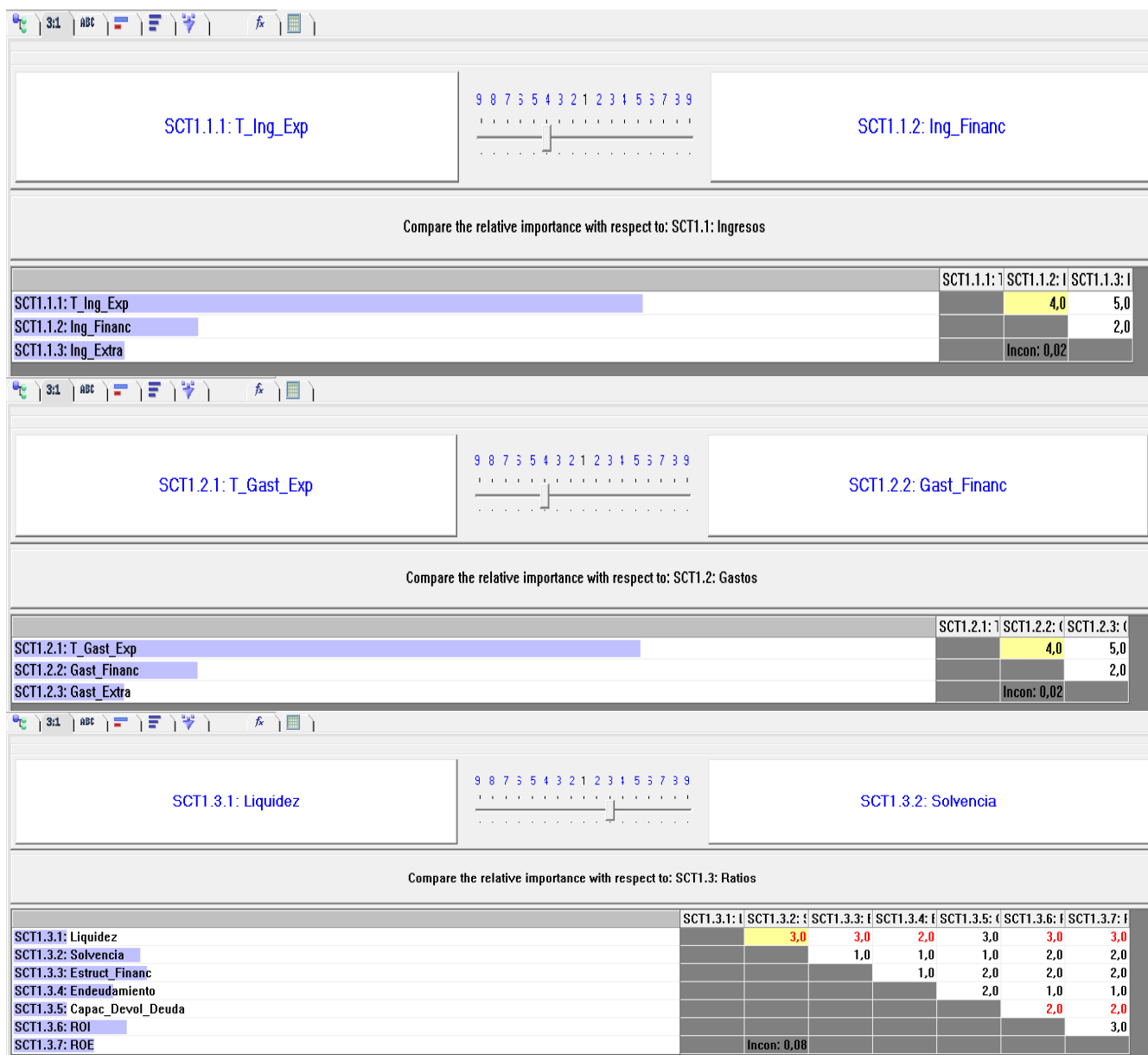
ANEXO II



Compare the relative importance with respect to: SCT1.1: Ingresos

	SCT1.1.1: T_Ing_Exp	SCT1.1.2: Ing_Financ	SCT1.1.3: Ing_Extra
SCT1.1.1: T_Ing_Exp		6,0	2,0
SCT1.1.2: Ing_Financ			5,0
SCT1.1.3: Ing_Extra		Incon: 0,03	

Imagen AII.1 Comparación SCT1.x



Compare the relative importance with respect to: SCT1.1: Ingresos

	SCT1.1.1: T_Ing_Exp	SCT1.1.2: Ing_Financ	SCT1.1.3: Ing_Extra
SCT1.1.1: T_Ing_Exp		4,0	5,0
SCT1.1.2: Ing_Financ			2,0
SCT1.1.3: Ing_Extra		Incon: 0,02	

Compare the relative importance with respect to: SCT1.2: Gastos

	SCT1.2.1: T_Gast_Exp	SCT1.2.2: Gast_Financ	SCT1.2.3: Gast_Extra
SCT1.2.1: T_Gast_Exp		4,0	5,0
SCT1.2.2: Gast_Financ			2,0
SCT1.2.3: Gast_Extra		Incon: 0,02	

Compare the relative importance with respect to: SCT1.3: Ratios

	SCT1.3.1: Liquidez	SCT1.3.2: Solvencia	SCT1.3.3: Estruct_Financ	SCT1.3.4: Endeudamiento	SCT1.3.5: Capac_Devol_Deuda	SCT1.3.6: ROI	SCT1.3.7: ROE
SCT1.3.1: Liquidez		3,0	3,0	2,0	3,0	3,0	3,0
SCT1.3.2: Solvencia			1,0	1,0	1,0	2,0	2,0
SCT1.3.3: Estruct_Financ				1,0	2,0	2,0	2,0
SCT1.3.4: Endeudamiento					2,0	1,0	1,0
SCT1.3.5: Capac_Devol_Deuda						2,0	2,0
SCT1.3.6: ROI							3,0
SCT1.3.7: ROE							
		Incon: 0,08					

Imagen AII.2 Comparación SCT1.1.x, SCT1.2.x, SCT1.3.x

3:1 ABC

SCT2.1: Inmov_Intang

9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9

SCT2.2: Inmov_Mat

Compare the relative importance with respect to: CT2: Activos

	SCT2.1: Inr	SCT2.2: Inr	SCT2.3: Ot
SCT2.1: Inmov_Intang		6,0	7,0
SCT2.2: Inmov_Mat			2,0
SCT2.3: Otros		Incon: 0,03	

Imagen AII.3 Comparación SCT2.x

3:1 ABC

SCT2.1.1: Conces_Admin

9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9

SCT2.1.2: Dchos_Trasp_Jug

Compare the relative importance with respect to: SCT2.1: Inmov_Intang

	SCT2.1.1: Conces_Admin	SCT2.1.2: Dchos_Trasp_Jug	SCT2.1.3: Dchos_S_Inver	SCT2.1.4: Otro_Inmov_Intang
SCT2.1.1: Conces_Admin		5,0	4,0	3,0
SCT2.1.2: Dchos_Trasp_Jug			4,0	8,0
SCT2.1.3: Dchos_S_Inver				5,0
SCT2.1.4: Otro_Inmov_Intang		Incon: 0,08		

3:1 ABC

SCT2.2.1: Terren_Construcc

9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9

SCT2.2.2: Inst_Maq

Compare the relative importance with respect to: SCT2.2: Inmov_Mat

	SCT2.2.1: Terren_Construcc	SCT2.2.2: Inst_Maq	SCT2.2.3: Otras_Inst_Mobil	SCT2.2.4: Otro_Inmov_En_curso
SCT2.2.1: Terren_Construcc		3,0	6,0	5,0
SCT2.2.2: Inst_Maq			1,0	1,0
SCT2.2.3: Otras_Inst_Mobil				1,0
SCT2.2.4: Otro_Inmov_En_curso		Incon: 0,02		

3:1 ABC

SCT2.3.1: Act_Por_Imp_Dif

9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9

SCT2.3.2: Existencias

Compare the relative importance with respect to: SCT2.3: Otros

	SCT2.3.1: Act_Por_Imp_Dif	SCT2.3.2: Existencias	SCT2.3.3: Deudores	SCT2.3.4: Tesorería	SCT2.3.5: Otros_Inv_Financ
SCT2.3.1: Act_Por_Imp_Dif		1,0	3,0	2,0	3,0
SCT2.3.2: Existencias			2,0	3,0	3,0
SCT2.3.3: Deudores				1,0	4,0
SCT2.3.4: Tesorería					3,0
SCT2.3.5: Otros_Inv_Financ		Incon: 0,05			

Imagen AII.4 Comparación SCT2.1.x, SCT2.2.x, SCT2.3.x

3:1 ABC

SCT3.1: Deuda_LP

9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9

SCT3.2: Deuda_CP

Compare the relative importance with respect to: CT3: Pasivos

	SCT3.1: De	SCT3.2: De
SCT3.1: Deuda_LP		5,0
SCT3.2: Deuda_CP		Incon: 0,00

Imagen AII.5 Comparación SCT2.x

3:1 ABC

SCT3.1.1: Ent_Créd

9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9

SCT3.1.2: Deriv_Otros

Compare the relative importance with respect to: SCT3.1: Deuda_LP

	SCT3.1.1: Ent_Créd	SCT3.1.2: Deriv_Otros	SCT3.1.3: Empr_Grupo	SCT3.1.4: AAPP
SCT3.1.1: Ent_Créd		3,0	3,0	2,0
SCT3.1.2: Deriv_Otros			2,0	3,0
SCT3.1.3: Empr_Grupo				3,0
SCT3.1.4: AAPP				Incon: 0,05

3:1 ABC

SCT3.2.1: Ent_Créd

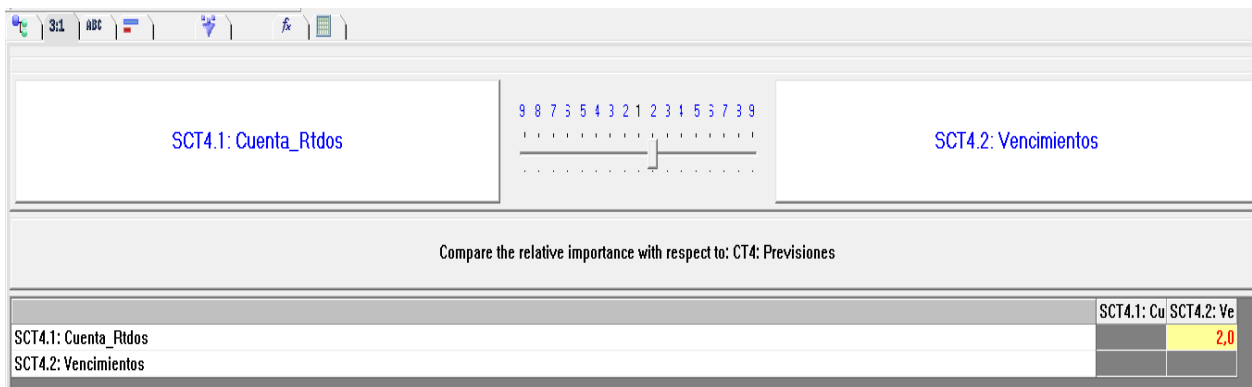
9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9

SCT3.2.2: Deriv_Otros

Compare the relative importance with respect to: SCT3.2: Deuda_CP

	SCT3.2.1: Ent_Créd	SCT3.2.2: Deriv_Otros	SCT3.2.3: Empr_Grupo	SCT3.2.4: AAPP
SCT3.2.1: Ent_Créd		4,0	4,0	2,0
SCT3.2.2: Deriv_Otros			2,0	3,0
SCT3.2.3: Empr_Grupo				3,0
SCT3.2.4: AAPP				Incon: 0,07

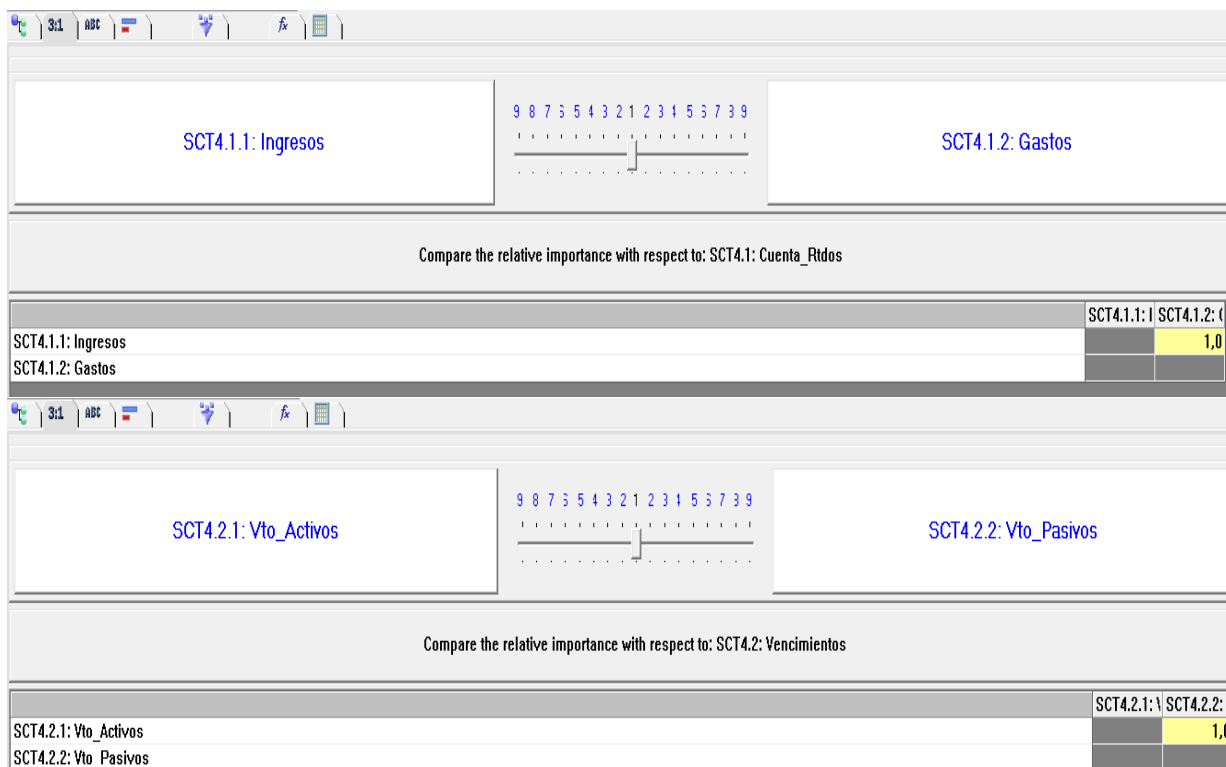
Imagen AII.6 Comparación SCT3.1.x, SCT3.2.x



The interface shows two input boxes: "SCT4.1: Cuenta_Rtdos" and "SCT4.2: Vencimientos". Between them is a slider with a scale from 1 to 9. Below the inputs is a button labeled "Compare the relative importance with respect to: CT4: Previsiones". At the bottom, a table displays the comparison results.

	SCT4.1: Cu	SCT4.2: Ve
SCT4.1: Cuenta_Rtdos		2,0
SCT4.2: Vencimientos		

Imagen AII.7 Comparación SCT4.x



The interface is divided into two sections. The top section compares "SCT4.1.1: Ingresos" and "SCT4.1.2: Gastos" with a slider and a button "Compare the relative importance with respect to: SCT4.1: Cuenta_Rtdos". The bottom section compares "SCT4.2.1: Vto_Activos" and "SCT4.2.2: Vto_Pasivos" with a slider and a button "Compare the relative importance with respect to: SCT4.2: Vencimientos". Both sections have a table at the bottom showing comparison results.

	SCT4.1.1: I	SCT4.1.2: G
SCT4.1.1: Ingresos		1,0
SCT4.1.2: Gastos		

	SCT4.2.1: Vto_Activos	SCT4.2.2: Vto_Pasivos
SCT4.2.1: Vto_Activos		1,0
SCT4.2.2: Vto_Pasivos		

Imagen AII.8 Comparación SCT4.1.x, SCT4.2.x

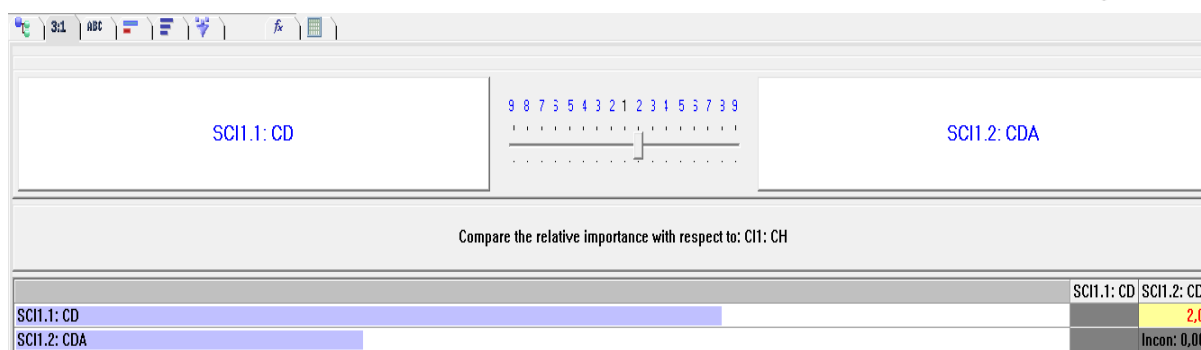


Imagen AII.9 Comparación SCI1.x

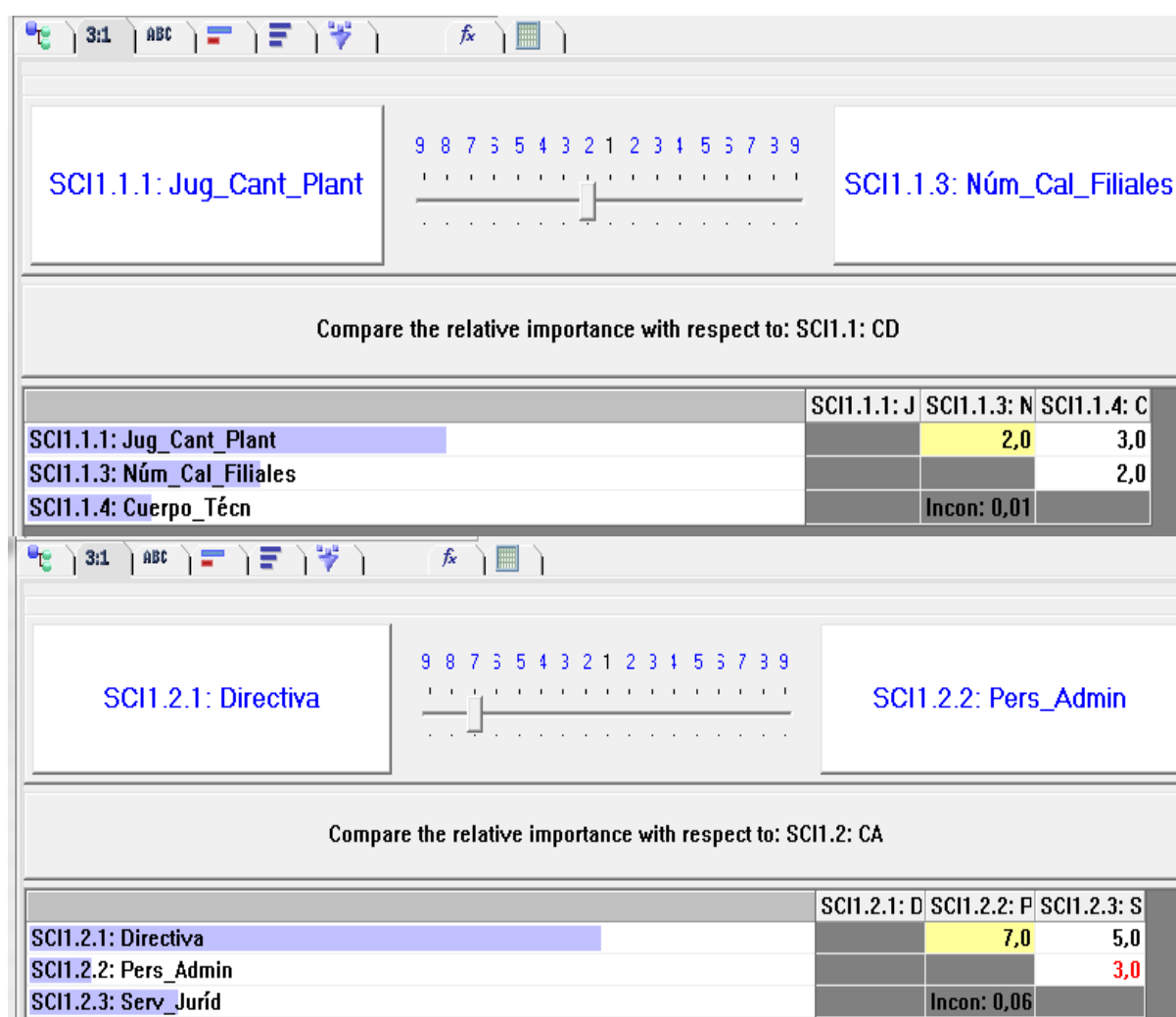


Imagen AII.10 Comparación SCI1.1.x, SCT1.2.x

SCI2.1: CO 9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9 SCI2.2: CT

Compare the relative importance with respect to: CI2: CE

	SCI2.1: CO	SCI2.2: CT
SCI2.1: CO		1,0
SCI2.2: CT		

Imagen AII.11 Comparación SCI2.x

SCI2.1.1: Jerarq_Club 9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9 SCI2.1.2: Cultura_Organiz

Compare the relative importance with respect to: SCI2.1: CO

	SCI2.1.1: J	SCI2.1.2: C	SCI2.1.3: E
SCI2.1.1: Jerarq_Club		2,0	2,0
SCI2.1.2: Cultura_Organiz			4,0
SCI2.1.3: Estab_Instit		Incon: 0,00	

SCI2.2.1: Nivel_Tecnol 9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9 SCI2.2.2: Instal_Deport

Compare the relative importance with respect to: SCI2.2: CT

	SCI2.2.1: N	SCI2.2.2: I	SCI2.2.3: E
SCI2.2.1: Nivel_Tecnol		3,0	5,0
SCI2.2.2: Instal_Deport			2,0
SCI2.2.3: Estadio		Incon: 0,00	

Imagen AII.12 Comparación SCI2.1.x, SCT2.2.x

SCI3.1: CN 9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9

SCI3.2: CS

Compare the relative importance with respect to: CI3: CR

	SCI3.1: CN	SCI3.2: CS
SCI3.1: CN		1,0
SCI3.2: CS		

Imagen AII.13 Comparación SCI3.x

SCI3.1.1: Soc_Afic 9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9

SCI3.1.2: Accion_Invers

Compare the relative importance with respect to: SCI3.1: CN

	SCI3.1.1: S	SCI3.1.2: A	SCI3.1.3: C	SCI3.1.4: C	SCI3.1.5: Ir
SCI3.1.1: Soc_Afic		3,0	3,0	2,0	3,0
SCI3.1.2: Accion_Invers			1,0	2,0	2,0
SCI3.1.3: Colaboradores				2,0	1,0
SCI3.1.4: Competidores					2,0
SCI3.1.5: Instituciones		Incon: 0,05			

SCI3.2.1: AAPP 9 8 7 6 5 4 3 2 1 2 3 4 5 6 7 8 9

SCI3.2.2: Med_de_Comun

Compare the relative importance with respect to: SCI3.2: CS

	SCI3.2.1: A	SCI3.2.2: M	SCI3.2.3: S	SCI3.2.4: C	SCI3.2.5: Ir
SCI3.2.1: AAPP		2,0	3,0	2,0	2,0
SCI3.2.2: Med_de_Comun			4,0	2,0	2,0
SCI3.2.3: Sociales_Sindic				2,0	5,0
SCI3.2.4: Ciudadanos					3,0
SCI3.2.5: Imagen		Incon: 0,02			

Imagen AII.14 Comparación SCI3.1.x, SCT3.2.x

ANEXO III

Datos a fecha de:	Junio de 2013	Junio de 2010	Junio de 2010	Junio de 2012	Junio de 2013
Unidades en €	Real Zaragoza	Málaga CF	Racing Santander	A.D. Alcorcón	Valencia CF
Operaciones					
Ingresos					
Total ingresos expl.	35.959.022,00	28.321.411,98	23.195.699,94	4.679.916,21	131.374.014,05
Ingresos financ.	10.420,00	1.756,60	194,38	3.761,73	2.023.925,81
Ingresos extraord.	511.773,00	3.145.764,34	3.911.963,66	121.346,80	3.468.971,36
Gastos					
Total gastos expl.	36.046.914,00	24.844.115,45	40.125.814,30	4.719.002,54	113.592.748,53
Gastos financ.	881.874,00	273.831,27	1.542.743,57	19.195,02	15.858.328,11
Gastos extraordinarios	730.788,00	2.909.919,25	222.817,79	76.107,60	4.631.162,20
Ratios (tanto por uno)					
Liquidez gral.	0,381	0,429	0,394	2,086	0,171
Solvencia	-0,033	-1,381	-0,277	0,567	0,133
Estructura financ.	1,033	2,381	1,277	0,433	0,867
Endeudamiento	0,753	0,904	0,886	0,000	0,698
Capacidad devol. Deudas	-0,010	0,099	-0,349	-0,004	0,022
Rentab. Económ. (ROI)	0,020	0,255	-0,252	-0,174	0,007
Rentab. Financ. (ROE)	0,234	-0,162	0,481	-0,003	0,057
Activos					
Inmov. Intangible					
Concesiones admin.	2.103.000,00	46.172.138,00	46.172.138,00	2.103.000,00	46.172.138,00
Dchos. Adquis. Jugadores	4.089.101,00	2.315.479,16	12.153.562,59	1.706,13	53.590.256,70
Dchos. s/ inversiones	482.972,00	541.017,96	1.738.744,85	304.724,47	129.861,83
Otro inmov. Inmat.	12.463,00	40.097,29	14.786,82	154,34	8.119.759,50
Inmov. Material					
Terrenos y construcciones	11.053.766,00	793.987,38	0,00	0,00	148.681.894,49
Instalaciones técn. Y máq.	700.478,00	1.268.143,88	1.999.053,10	14.363,12	1.314.343,72
Otras instal. Y mobiliarios	2.042.539,00	215.947,56	231.396,00	1.722,25	974.358,17
Otro inmov e Inmov. en curso	185.471,00	0,00	827.230,53	0,00	132.492.639,77
Otros					
Activos x imp. Diferido	42.605.270,00	0,00	0,00	0,00	39.580.110,97
Existencias	122.435,00	46.090,43	108.557,66	0,00	4.982,30
Deudores	7.094.801,00	4.587.828,50	12.832.743,34	2.159.787,77	32.586.412,82
Tesorería	379.929,00	3.785.957,11	235.783,42	76.863,62	10.411.924,34
Otros (Inversiones financ)	2.544.595,00	986.440,06	14.085.258,80	3.075.456,91	17.846.095,44

Pasivos					
Deuda l/p					
Con entidades de crédito	10.631.588,00	11.081.737,26	67.186,82	0,00	11.787.703,81
Derivados y otros	38.014.050,00	1.247.683,71	16.748.238,71	0,00	15.787.049,13
Con empresas del grupo y asoc.	8.239.476,00	0,00	13.965.156,24	0,00	0,00
Con AAPP	26.554.068,00	502.159,67	3.341.970,57	0,00	0,00
Deuda c/p					
Con entidades de crédito	3.134.689,00	747.237,32	5.551.075,25	0,00	220.387.081,63
Derivados y otros	12.038.058,00	15.108.945,49	24.662.927,41	2.105.576,24	103.763.627,29
Con empresas del grupo y asoc.	2.152.800,00	0,00	1.293.059,23	0,00	229.964,79
Con AAPP	110.263,00	6.053.656,78	12.527.164,46	201.513,34	20.267.432,21
Previsiones					
Cuenta de Resultados					
Ingresos	40.000.000,00	27.000.000,00	20.500.000,00	6.000.000,00	135.000.000,00
Gastos	30.000.000,00	25.000.000,00	27.800.000,00	5.000.000,00	84.710.000,00
Vencimientos					
Vto Activos a 3 años	9.372.835,00	4.615.481,19	19.345.826,23	3.335.088,73	46.135.886,12
Vto Pasivos a 3 años	25.471.397,00	26.039.715,93	45.424.587,12	2.307.089,58	242.843.016,72

Tabla 3.1 Datos Tangibles en el momento de venta

Fecha	Junio de 2013	Junio de 2010	Junio de 2010	Junio de 2012	Junio de 2013
Unidades en €	Real Zaragoza	Málaga CF	Racing Santander	A.D. Alcorcón	Valencia CF
CH					
CD					
Jugadores en 1ª Plantilla	12	9	12	1	5
Nº Categorías inf. y calidad	9 (Equipo B en 2ªB)	14 (Equipo B en 3ª)	9 (Equipo B en 3ª)	24 (Equipo B en 3ª)	30 (Equipo B en 2ªB)
CDA					
Personal	70 empleados	55 empleados	71 empleados	39 empleados	190 empleados
Servicios Jurídicos	Muy buena (Cuatrecasas)	Buena	Buena (Apoyo del gobierno cántabro)	Mala (subcontratada en casos puntutales)	Muy buena
CE					
CO					
Jerarquía del club	Modelo autoritario: máximo accionista es el presidente	Modelo autoritario: máximo accionista es el presidente	Máximo accionista distinto del presidente	Máximo accionista distinto del presidente	Presidente elegido por junta
Estabilidad institucional	Mala	Buena	Buena	Media	Mala
CT					
Nivel tecnológico	Bueno	Medio	Medio	Malo	Muy bueno
Instalaciones deportivas	150.000 m², 1974	4.823,27 m², 2006	30.000 m²	Ciudad deportiva municipal	180.000 m², 1992
Estadio	Municipal, 34.596 espectadores, año 1957	Municipal, 30.044 espectadores, año 1941 (remodelado en 2006)	Municipal, 22.222 espectadores, año 1988	Municipal, 6.000 espectadores, año 1999	VCF, 52.600 espectadores, año 1923

CR					
CN					
Socios/Aficionados	148 peñas oficiales, 9º equipo con más simpatizantes en España 2,7%	13º equipo con más simpatizantes de España 2,5%	20º equipo con más simpatizantes en España 1,3%	11 peñas, 0,2% de simpatizantes en España	396 peñas oficiales. 4º equipo con más simpatizantes en España 3,8%
Accionistas/Inversores	Acciones muy repartidas (Agapito Iglesias 90,62%)	Acciones muy repartidas (Fernando Sanz 96,89%)	24 accionistas (Jacobo Montalvo 80,38%)	Acciones muy repartidas (Esteban Márquez 81,3%)	53 accionistas (Fñn Valencia CF 70%)
Colaboradores	Gran red de colaboradores. "Club de empresas" 51 miembros	8 patrocinadores principales	7 colaboradores	11 patrocinadores y colaboradores	10 sponsors importantes. Muchos acuerdos de colaboración con pequeñas empresas de la comunidad valenciana
Competidores	Sin demasiada relación. Escaso conocimiento	Buena relación. Buen conocimiento de la mayoría	Buena relación. Buen conocimiento	Buena relación. Buen conocimiento	Muy buena relación institucional. Gran conocimiento
Instituciones organiz.	Buena	Buena	Buena	Regular	Buena
CS					
AAPP	Estrecha relación con el ayuntamiento, dga, gobierno de Aragón y otros organismos públicos	Estrecha relación con el ayuntamiento, diputación de Málaga y otros organismos públicos	Estrecha relación con el ayuntamiento, gobierno de Cantabria y otros organismos públicos	Estrecha relación con el ayuntamiento	Estrecha relación con el ayuntamiento, comunidad valenciana y otros organismos públicos
Medios de comunicación	Medios locales y autonómicos	Relevancia media en nacionales	Medios locales y autonómicos.	Medios locales y autonómicos.	Mucha relevancia en nacionales

Tabla 3.2 Datos Intangibles en el momento de venta

