



## ORIGINALES CIENTÍFICOS

# SOCIEDADES ANÓNIMAS DEPORTIVAS DE LA LIGA DE FÚTBOL PROFESIONAL EN ESPAÑA: UN ANÁLISIS EMPRESARIAL DESCRIPTIVO

Rodolfo Iván MARTÍNEZ-LEMONS

*Departamento de Didácticas Especiales. Universidad de Vigo, Pontevedra, España*

### RESUMEN

La Ley 10/1990 del Deporte inspiró la transformación de los clubes de las ligas profesionales en sociedades anónimas deportivas (SAD), al objeto de establecer un modelo de responsabilidad jurídica y económica, encaminado a garantizar su viabilidad empresarial. Tras 24 años de aplicación de la ley se justifica un análisis para comprobar el grado de eficacia de este modelo. Objetivo: caracterizar al conjunto de SAD participantes en la Liga de Fútbol Profesional (LFP) durante la temporada 2013/14 y realizar un análisis patrimonial estático de sus principales ratios. Método: se llevó a cabo una búsqueda estructurada en el sistema de análisis de balances ibéricos (SABI) y un posterior análisis descriptivo de caracterización y una comparación de grupo. Resultados: un total de 31 SAD fueron analizadas, que suponen el 86% del total de participantes en la LFP. Presentan un perfil muy heterogéneo en cuanto a sus variables de identificación, administración y estructura accionarial pero con un denominador común: una frágil solvencia económico-financiera. Conclusión: las SAD analizadas siguen una tendencia similar a la del resto del fútbol profesional en Europa, caracterizada por priorizar la capacidad de generar ingresos a costa de incrementar los gastos de explotación y entrar en una espiral de endeudamiento.

**PALABRAS CLAVE:** sociedad anónima deportiva, liga de fútbol profesional, análisis económico-financiero.

PUBLIC LIMITED SPORT COMPANIES OF SPANISH PROFESSIONAL'S  
FOOTBALL LIGUE.A DESCRIPTIVE BUSINESS ANALYSIS.

### ABSTRACT

Law 10/1990 Sport inspired the transformation of clubs in the professional leagues in public limited sport companies (PLSC) in order to establish a model of

economic and legal responsibility, aimed at ensuring their business viability. After 24 years of law enforcement analysis is warranted to test the effectiveness of this model. Objective: To characterize the set of PLSC participants in the Professional Football League (PFL) during the 2013/14 season and conduct a comparative static analysis of its main asset ratios. Methods: We conducted a structured system analysis Iberian balances (SAIB) and subsequent descriptive and partial correlations analysis. Results: A total of 31 PLSC were analysed, accounting for 82% of all participants in the PFL. They present a very heterogeneous profile variables in their identification, management and ownership structure but with one common denominator: a fragile economic and financial solvency. Conclusion: PLSC analysed are similar to the rest of professional football in Europe, characterized by prioritizing the ability to generate revenue at the expense of increasing operating expenses and enter into a debt spiral trend.

**KEY WORDS:** public limited sport Company; professional football league; economic and financial analysis.

Correspondencia: Rodolfo Iván MARTÍNEZ-LEMONS. Email: [ivanmartinez@uvigo.es](mailto:ivanmartinez@uvigo.es)

Historia del artículo: Recibido el 12 de junio de 2014. Aceptado el 7 de septiembre de 2014

Con anterioridad a la Ley de 15 de octubre de 1990 del Deporte (LD), la estructura jurídica de todos los clubes deportivos en España era la misma, la de asociación, sin distinción legal entre deporte profesional y resto de práctica deportiva. Estas entidades se encontraban sometidas al régimen general de asociaciones, sin que la legislación especial contuviera previsión alguna en esa materia de responsabilidad (Varea, 1999). En este contexto la situación era confusa desde el punto de vista legal y además insostenible desde el punto de vista del endeudamiento de los clubes. Así, la creación por parte de la LD de la figura de la sociedad anónima deportiva (SAD) en el Derecho español, como un sub-tipo de la sociedad anónima (SA), responde a la pretensión del legislador de establecer un modelo de responsabilidad jurídica y económica (Cazorla, 1990). Más concretamente, la intención de la ley era establecer un sistema de control administrativo sobre el accionariado y la contabilidad de estas sociedades y, subsidiariamente, favorecer su apertura al mercado bursátil (García, 1996). Para ello, los clubes que participasen en competiciones deportivas oficiales de carácter profesional y ámbito estatal, que hasta ese momento eran asociaciones deportivas de primer grado declaradas sin ánimo de lucro, debían reconvertir su forma jurídica a SAD, una figura societaria del Derecho Mercantil, estableciéndose pequeñas singularidades con relación al régimen general de las SA. Entre ellas la obligación de facilitar información periódica de carácter contable y accionarial, tanto al Consejo Superior de Deportes (CSD) como a las Ligas Profesionales (Ministerio de educación, cultura y deporte, 2013). Aunque la propuesta de la LD incluía la transformación de todos los clubes en SAD, una enmienda a la Ley permitió eximir de esta obligación a aquellas entidades que presentasen un balance patrimonial neto positivo en los años previos a promulgarse la ley. De esta forma 4 clubes de fútbol (Real Madrid, FC Barcelona, Athletic de Bilbao y Club Atlético Osasuna) quedaron exentos de dicha transformación, eso sí, con la misma obligación que el resto de rendir cuentas ante el CSD y de asumir las normas del Plan General de Contabilidad adaptado a las SAD (Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 23 de junio de 1995 y sucesivas; RD 1251/1999 y Orden de 27 de junio de 2000).

En España se ha estudiado la eficiencia económico-financiera de los clubes profesionales de fútbol recurriendo a técnicas no paramétricas como el análisis envolvente de datos (DEA) (Giner y Muñoz, 2008) o econométricas como el modelo de clases latentes de frontera estocástica (Pestana, Del Corral y García, 2008). Entre los estudios que han elegido un modelo de análisis ajeno al paradigma de la eficiencia, cabe destacar dos; el primero identifica el modelo de expansión internacional de los dos principales clubes de fútbol profesional de España (que no son SAD) como un negocio de alta rentabilidad en el mercado del entretenimiento global (Ginesta, 2010) y el segundo describe la evolución financiera del fútbol profesional en España a partir de dos aspectos diferenciadores respecto al resto de Europa; (i) la concentración de los ingresos por derechos de retransmisión de TV en muy pocos clubes y el apoyo económico de las administraciones públicas a los clubes profesionales (Ascari y Gagnepain, 2006). Por último uno de los más recientes estudios sobre la situación financiera del Fútbol profesional en

España utiliza un modelo de análisis que, a partir de la combinación lineal de ratios económico-financieros, calcula un punto de corte con un alto valor predictivo para anticipar la bancarrota, (Barajas y Rodríguez, 2013). En él, a través de un enfoque dinámico que abarca el intervalo 2007-2011, se explica cómo el gasto desorbitado en jugadores, es la causa principal del desequilibrio en sus balances. Una práctica recurrente en los últimos ejercicios, cuya consecuencia principal es que una amplia mayoría de estas sociedades presenten un patrimonio neto en negativo y grandes problemas para atender su deuda a corto plazo.

Tras la revisión de los principales estudios económicos sobre clubes de fútbol profesional en España, se han podido identificar dos características comunes: a) analizan y comparan indistintamente resultados económicos de clubes-SAD sujetos al derecho mercantil, con clubs-asociaciones deportivas, sujetos a la Ley de Asociaciones y b) la información económico-financiera en no pocos casos procede de elaboración propia a partir de información aparecida en la prensa o consultada en la propia web del club. Sería conveniente, por tanto, analizar separadamente las diferentes razones jurídicas y resultaría apropiado obtener la información contable de fuentes independientes.

El análisis patrimonial trata de enjuiciar la situación de la empresa a partir de la información económico-financiera sometiéndola a diferentes estudios. Uno de los más relevantes es el que se realiza mediante los ratios, que constituyen la forma más clásica de análisis de estados contables (Sanz, 2002). El estudio de los ratios es una parte del análisis patrimonial que resulta muy ilustrativo y de fácil interpretación a la hora de comparar la situación de diferentes compañías que pertenecen a un mismo sector económico. Hasta donde hemos podido averiguar, en el sector del fútbol profesional en España y restringiendo el análisis a las SAD, no hay publicados análisis patrimoniales mediante ratios utilizando como fuente de información los balances presentados en el registro mercantil. En este contexto, el objetivo de este estudio fue doble: (a) caracterizar al grupo de empresas (SAD) que participan en la LFP en la temporada 2013/14 y (b) realizar un análisis patrimonial estático y comparativo de grupo a partir del estudio de algunos de sus principales ratios.

## MÉTODO

Se llevó a cabo un estudio observacional que consistió en una consulta realizada en el Sistema de Análisis de Balances Ibérico (SABI). El SABI es una base de datos económico-financiera con acceso a través de la red que incluye a más de 2.000.000 de empresas españolas y 500.000 portuguesas. Cada registro proporciona una información exhaustiva de la compañía y los datos se actualizan periódicamente a partir de fuentes oficiales como el Registro Mercantil.

## Población y Muestra

La población de estudio estuvo compuesta por el conjunto de SAD integradas en la LFP para la temporada 2013/14, (N=36) que participan en los Campeonatos de 1ª y 2ª División (LFP, 2013). Del total de 42 clubes inscritos en la LFP, 6 de ellos quedaron excluidos debido a que su fórmula jurídica no responde a la de SAD, (R. Madrid y RM Castilla, FC Barcelona y FC Barcelona B, Athletic Club de Bilbao y CA Osasuna). Para la selección de la muestra se llevó a cabo una búsqueda sistemática, cuya ecuación de búsqueda combinó 3 términos mediante un operador booleano (AND): *España AND sociedad anónima AND CNAE 9312*. Se establecieron tres criterios de inclusión: a) la fórmula societaria; SAD, b) el alta en el Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) a fecha de 01/12/2013 y c) una antigüedad  $\leq$  4 años del último balance de cuentas presentado. La muestra de estudio final quedó constituida por 31 SAD.

## VARIABLES DE ESTUDIO

Para estudiar el estado patrimonial de la SAD se analizaron un total de 19 variables, agrupadas en torno a 5 categorías (A) Identificación; (B) Actividad Principal; (C) Administración; (D) Accionariado y (E) Perfil Económico-financiero. Así se estudiaron 2 indicadores de identificación: (a1) fecha de constitución y (a2) estado legal, 1 indicador de actividad principal: (b1) código nacional de actividades económicas (CNAE), 1 indicador de la administración: (c1) número de miembros del órgano de administración, 5 indicadores de estructura accionarial: (d1) número total de accionistas, (d2) accionista mayoritario, (d3) porcentaje de capital social del accionista mayoritario, (d4) nacionalidad del accionista mayoritario, (d5) número de sociedades participadas y, finalmente 10 indicadores del perfil económico-financiero: (e1) fecha del último balance depositado, (e2) ingresos de explotación, (e3) balance antes de impuestos, (e4) activos totales, (e5) fondos propios, (e6) rentabilidad económica, (e7) rentabilidad financiera, (e8) liquidez general, (e9) índice de endeudamiento y (e10) número de empleados.

## ANÁLISIS ESTADÍSTICO

En primer lugar se llevó a cabo un análisis de caracterización. A continuación se realizó un análisis comparativo de grupo siguiendo el modelo por defecto del SABI para 1 de las 5 variables de caracterización (E) perfil económico-financiero. Los valores se expresaron en medidas de dispersión (media, desviación típica, mediana coeficiente de variación) y se ordenaron de mayor a menor en forma de ranking. Todos los análisis se realizaron con la hoja de cálculo Excel del paquete Microsoft Office 2011. Se consideró un nivel de significancia estadística de  $p < 0.05$ .

La búsqueda arrojó 92 registros que fueron ordenados alfabéticamente para proceder a su posterior depuración. En un principio se descartaron un total de 61 registros que correspondían a SAD que no militan actualmente en la LFP. Así, la muestra final de estudio ( $n=31$ ), supuso un porcentaje global de representatividad del 81.6% respecto al total de las inscritas en la LFP para la temporada 2013/14 ( $N=36$ ). Finalmente quedaron excluidas del estudio 5 SAD; tres de ellas por no estar registradas en el SABI en la fecha indicada (Club Deportivo Lugo SAD; Real Jaén Club de Fútbol SAD y Mirandés Club de Fútbol SAD), y las otras dos (CE Sabadell y CUD Las Palmas) debido a la antigüedad ( $>4$  años) de su último balance de cuentas depositado. En la Tabla 1 se encuentran detalladas las variables de caracterización y en la Tabla-2 se muestra la distribución de las variables de caracterización económico-financiera. En las tablas 3 y 4 se detalla el análisis comparativo de grupo, estableciendo un ranking a partir del perfil económico financiero de las SAD analizadas. Se puede observar una gran dispersión de los datos, con valores de desviación típica muy elevados respecto a la media. Esto indica que para muchas de las variables analizadas, el valor promedio no es representativo del conjunto de la muestra.

**Tabla 1.** Caracterización empresarial identificativa de las SAD de la LFP 2013/2014 (n=31)

SAD	FC	EST	CNAE	NMOA	NTAC	ACCM	NAC	PCS	PART
AGD Alcorcón	2011	A	9312	4	0	ND	ND	ND	0
CD Numancia	1998	A	9319	17	4	PEF	ES	50,00	1
CD Tenerife	1992	A	9312	12	27	PEF	ES	1,27	0
Club At. de Madrid	1992	A	9319	14	5	PEJ	ES	56,47	1
Córdoba CF	2000	ACP	9311	9	1	PEJ	ES	98,00	0
Deportivo Alavés	1996	A	9312	8	7	PEJ	ES	35,05	2
Elche CF	1997	A	9319	11	19	PEJ	ES	63,00	0
Getafe CF	1996	A	9319	15	1	PEJ	AE	99,30	1
Girona CF	1904	C	9312	17	2	PEJ	ES	51,00	0
Granada CF	1931	ACP	9312	4	2	PEJ	ES	98,13	0
Hércules CF	1922	ACP	9319	21	2	PEJ	ES	4,08	0
Levante UD	1994	ACP	9319	15	1	PEJ	ES	74,71	0
Málaga CF	1994	ACP	9319	6	2	PEJ	QA	96,99	2
R. Betis Balompié	1992	A	9311	12	1	PEJ	ES	52,20	4
R. Murcia CF	1998	ACP	9319	14	3	PEJ	ES	87,11	3
R. Soc. de Fútbol	1992	ACP	9319	24	9	PEJ	ES	0,18	3
R. Sporting de Gijón	1905	ACP	9319	15	22	PEJ	ES	46,99	1
R. Valladolid CF	1992	C	9311	20	4	PEJ	ES	9,11	0
R. Zaragoza	1992	ACP	9319	14	1	PEJ	ES	86,00	2
Rayo Vallecano,	1924	C	9319	14	1	PEF	ES	98,60	1
RC Celta de Vigo	1992	ACP	9319	13	42	PEF	ES	9,00	0
RCD de La Coruña	1982	C	9319	10	8	PEJ	ES	1,62	6
RCD Espanyol	1900	A	9319	31	29	PEJ	ES	12,29	0
RCD Mallorca	1992	A	9319	16	10	PEJ	ES	34,00	0
RCR de Huelva	1889	ACP	9319	16	3	PEJ	ES	97,95	0
SD Éibar	1940	A	9312	8	8	PEJ	ES	27,71	0
SD Ponferradina	1978	A	9312	2	3	PEJ	ES	ND	0
Sevilla CF	1992	A	9311	22	3	PEJ	ES	42,00	1
UD Almería	1996	A	9319	11	5	PEJ	ES	94,96	0
Valencia CF	1919	A	9311	27	52	PEJ	ES	72,00	3
Villarreal CF	1993	A	9319	15	5	PEJ	ES	78,00	0

**Nota:** FC: Fecha de constitución (en aquellos casos en los que la fecha es anterior a la promulgación de la Ley 10/1990 , se entiende que por error la información recogida en el SABI no se refiere a la constitución de la Sociedad sino a la fundación del Club); EST: Estado o situación legal de la sociedad (A: Activa; ACA: Administración concursal actual; ACP: Administración concursal pasada); CNAE: Código nacional de actividades económicas(9311-Gestión de Instalaciones Deportivas; 9312-Actividades de los Clubes Deportivos; 9319- Otras Actividades Deportivas); NMOA: Número de miembros de los órganos de administración; NTAC: Número total de accionistas que suman el 100% del capital social; ACCM: Accionista mayoritario es aquella persona física o jurídica que posee el mayor % de acciones de la sociedad, con independencia de que esté por encima o por debajo del 50%; NAC: Nacionalidad o domicilio fiscal del accionista mayoritario; PCS: Porcentaje del capital social que ostenta el accionista mayoritario ; PART: Participada, sociedad cuyo capital pertenece en más de un 20% y en menos de un 50% a otra sociedad o grupo de sociedades; PEF: Persona Física; PEJ: Persona Jurídica; ND: No disponible

**Tabla 2.** Caracterización económico-financiera de las SAD de la LFP 2013/2014 (n=31)

SAD	UBD Años	IEX mil EU- ROS	BAI mil EU- ROS	AT mil EU- ROS	FP mil EU- ROS	RE %	RF %	LG %	IE %	NEMP n
AGD Alcorcón	2012	4.680	-9	5.330	3.023	-0,17	-0,31	2,09	43,28	39
CD Numancia	2012	5.316	-141	12.087	8.644	-1,17	-1,63	1,19	28,49	48
CD Tenerife	2012	18.086	3.072	14.437	-9.638	21,28	-31,87	0,29	166,76	53
Club At. de Madrid	2012	107.938	93	569.899	31.222	0,02	0,30	0,50	94,52	211
Córdoba CF	2010	6.462	-2.950	5.476	-1.311	-53,88	-224,98	0,21	123,95	91
Deportivo Alavés	2011	2.439	-1.052	5.564	-15.796	-18,92	-6,66	0,22	383,92	41
Elche CF	2012	5.571	-2.932	16.444	-1.394	-17,83	-210,41	0,34	108,48	52
Getafe CF	2012	26.180	-2.948	42.922	3.543	-6,87	-83,20	0,54	91,74	60
Girona CF	2012	4.477	-2.684	2.855	-2.502	-93,98	-107,26	0,15	187,62	47
Granada CF	2012	32.889	-249	36.560	5.266	-0,68	-4,73	0,67	85,60	51
Hércules CF	2010	5.779	-17.621	16.885	-29.377	-104,36	-59,98	0,05	273,98	61
Levante UD	2011	18.033	28.586	78.264	7.512	36,53	380,52	1,01	90,40	88
Málaga CF	2011	26.350	-43.941	70.730	-43.139	-62,13	-101,86	0,11	160,99	132
R. Betis Balompié	2010	15.038	-36.276	69.431	-3.955	-52,25	-917,19	0,50	105,70	106
R. Murcia CF	2011	1.554	401	56.785	4.711	0,71	8,51	0,14	91,70	52
R. Soc. de Fútbol	2011	35.088	437	60.780	-2.402	0,72	-18,18	0,42	103,95	141
R. Sporting de Gijón	2012	31.515	698	23.767	-13.714	2,94	-5,09	0,52	157,70	245
R. Valladolid CF	2012	3.911	-45.904	38.090	-38.399	-120,52	-119,55	0,19	200,81	67
R. Zaragoza	2012	27.572	29.477	127.449	-2.861	23,13	ND	0,64	102,25	145
Rayo Vallecano	2012	18.361	1.388	27.690	-36.817	5,01	-3,77	0,16	232,96	109
RC Celta de Vigo	2011	6.934	2.682	50.072	2.362	5,36	113,55	0,83	95,28	88
RCD de La Coruña	2012	17.207	8	117.512	18.765	0,01	0,04	0,96	84,03	50
RCD Espanyol	2011	45.858	-900	200.339	12.580	-0,45	-7,16	0,56	93,72	155
RCD Mallorca	2011	29.392	7.205	82.192	4.637	8,77	155,37	0,61	94,36	114
RCR de Huelva	2009	19.114	-5.584	26.613	3.705	-20,98	-150,71	0,33	86,08	77
SD Éibar	2010	1.007	-725	5.862	2.477	-12,36	-29,25	6,59	57,75	39
SD Ponferradina	2012	1.718	-790	1.940	285	-40,71	-276,86	2,08	85,30	35
Sevilla CF	2012	60.230	-22.457	111.324	24.545	-20,17	-91,49	0,53	77,95	231
UD Almería	2012	12.635	-298	26.410	4.285	-1,13	-6,96	1,02	83,78	82
Valencia CF	2012	107.143	3.191	446.695	59.236	0,71	5,39	0,17	86,74	217
Villarreal CF	2012	70.739	-32.413	246.200	100.888	-13,17	-32,13	1,26	59,02	125

**Nota:** UBD: Último balance depositado en el Registro Mercantil a fecha de 30 de junio del año siguiente al cierre del ejercicio; IEX: Ingresos de explotación también denominado importe neto de la cifra de negocio, hace referencia a las ventas; BAI: Balance antes de impuestos o resultado ordinario es el resultado de las actividades ordinarias más o menos los resultados extraordinarios; AT: Activos totales son la suma del activo corriente y del activo no corriente. El activo corriente, también denominado activo circulante, es aquel activo líquido a la fecha de cierre del ejercicio, o convertible en dinero dentro de los doce meses. Los activos no corrientes son los activos que corresponden a bienes y derechos que no son convertidos en efectivo por una empresa en el año, y permanecen en ella durante más de un ejercicio; FP: Fondos propios es el pasivo de la empresa que se debe a la aportación de los socios y a los propios beneficios (o pérdidas) generados durante el ejercicio; RE: Rentabilidad económica =  $((BAI / AT) \times 100)$  expresada normalmente en porcentaje, mide la capacidad generadora de renta de los activos de la empresa o capitales invertidos y es independiente de la estructura financiera o composición del pasivo; RF: Rentabilidad financiera =  $((Beneficio\ Neto / Patrimonio\ Neto) \times 100)$  indica el rendimiento neto obtenido de los capitales propios de la empresa y se expresa en porcentaje; LG: Liquidez general expresada en porcentaje como fondo de maniobra pone en relación todos los activos líquidos con las deudas exigibles en el próximo año; IE: Índice de endeudamiento =  $((Pasivo\ Total / Activo\ Total) \times 100)$ ; NEMP: Número de empleados, total de personas que mantienen relación laboral con la empresa.

**Tabla 3.** Análisis comparativo de grupo y ranking económico-financiero de las SAD de la LFP 2013/2014 (n=31)

	<b>IEX</b> mil EUR	<b>BAI</b> mil EUR	<b>AT</b> mil EUR	<b>FP</b> mil EUR
Mediana	18.033	-298	38.090	2.477
Desviación típica	27.14	16.731	127.876	26.998
Media	24.815	-4.601	83.761	3.109
CV	1.12	-	1.49	8.68
SAD	Ranking		Ranking	
Club At. de Madrid	107.938	1	93	11
Valencia CF	107.143	2	3.191	4
Villarreal CF	70.739	3	-32.413	28
Sevilla CF	60.230	4	-22.458	27
RCD Espanyol	45.858	5	-900	19
R. Soc. de Fútbol	35.088	6	437	9
Granada CF	32.889	7	-249	15
R. Sporting de Gijón	31.516	8	699	8
RCD Mallorca	29.392	9	7.205	3
R. Zaragoza	27.572	10	29.478	1
Málaga CF	26.350	11	-43.942	30
Getafe CF	26.181	12	-2.948	23
RCR de Huelva	19.114	13	-5.584	25
Rayo Vallecano	18.361	14	1.388	7
CD Tenerife	18.086	15	3.072	5
Levante UD	18.033	16	28.586	2
RCD de La Coruña	17.207	17	8	12
R. Betis Balompíe	15.038	18	-36.276	29
UD Almería	12.635	19	-298	16
RC Celta de Vigo	6.934	20	2.682	6
Córdoba CF	6.463	21	-2.951	24
Hércules CF	5.779	22	-17.621	26
Elche CF	5.571	23	-2.932	22
CD Numancia	5.316	24	-141	14
AGD Alcorcón	4.680	25	-9	13
Girona CF	4.477	26	-2.684	21
R. Valladolid CF	3.911	27	-45.904	31
Deportivo Alavés	2.439	28	-1.052	20
SD Ponferradina	1.718	29	-790	18
R. Murcia CF	1.555	30	401	10
SD Éibar	1.007	31	-725	17

CV (coeficiente de variación de Pearson); expresa la desviación típica como porcentaje de la media aritmética y muestra una mejor interpretación porcentual del grado de variabilidad que la desviación típica. Requiere que ambos valores (media y desviación típica sean positivos) de manera que cuando no se da este supuesto el valor aparece en blanco.

**Tabla 4.** Análisis comparativo de grupo y ranking económico-financiero de las SAD de la LFP 2013/2014 (n=31)

	RE (%)		RF (%)		LG (%)		IE (%)		NEMP (n)	
Mediana	-1.13		-7.16		0.52		94.36		94	
Desviación típica	36.73		197.33		1.18		72.88		73	
Media	-17.30		-58.95		0.80		120.30		121	
CV	-		-		1.47		0.60		0.60	
SAD	Ranking		Ranking		Ranking		Ranking		Ranking	
Levante UD	36,53	1	380,52	2	1,01	7	90,40	20	88	14
R. Zaragoza	23,13	2	ND	ND	0,64	11	102,25	13	145	6
CD Tenerife	21,28	3	-31,87	25	0,29	22	166,76	6	53	21
RCD Mallorca	8,77	4	155,37	5	0,61	12	94,36	16	114	10
RC Celta de Vigo	5,36	5	113,55	7	0,83	9	95,28	14	88	15
Rayo Vallecano	5,01	6	-3,77	18	0,16	27	232,96	3	109	11
R. Sporting de Gijón	2,94	7	-5,09	20	0,52	16	157,70	8	245	1
R. Soc. de Fútbol	0,72	8	-18,18	23	0,42	19	103,95	12	141	7
R. Murcia CF	0,71	9	8,51	11	0,14	29	91,70	19	52	22
Valencia CF	0,71	10	5,39	13	0,17	26	86,74	21	217	3
Club At. de Madrid	0,02	11	0,30	14	0,50	17	94,52	15	211	4
RCD de La Coruña	0,01	12	0,04	15	0,96	8	84,03	25	50	25
AGD Alcorcón	-0,17	13	-0,31	16	2,09	2	43,28	30	39	29
RCD Espanyol	-0,45	14	-7,16	22	0,56	13	93,72	17	155	5
Granada CF	-0,68	15	-4,73	19	0,67	10	85,60	23	51	24
UD Almería	-1,13	16	-6,96	21	1,02	6	83,78	26	82	16
CD Numancia	-1,17	17	-1,63	17	1,19	5	28,49	31	48	26
Getafe CF	-6,87	18	-83,20	27	0,54	14	91,74	18	60	20
SD Éibar	-12,36	19	-29,25	24	6,59	1	57,75	29	39	30
Villarreal CF	-13,17	20	-32,13	26	1,26	4	59,02	28	125	9
Elche CF	-17,83	21	210,41	4	0,34	20	108,48	10	52	23
Deportivo Alavés	-18,92	22	6,66	12	0,22	23	383,92	1	41	28
Sevilla CF	-20,17	23	-91,49	28	0,53	15	77,95	27	231	2
RCR de Huelva	-20,98	24	-150,71	29	0,33	21	86,08	22	77	17
SD Ponferradina	-40,71	25	-276,86	30	2,08	3	85,30	24	35	31
R. Betis Balompié	-52,25	26	917,19	1	0,50	18	105,70	11	106	12
Córdoba CF	-53,88	27	224,98	3	0,21	24	123,95	9	91	13
Málaga CF	-62,13	28	101,86	9	0,11	30	160,99	7	132	8
Girona CF	-93,98	29	107,26	8	0,15	28	187,62	5	47	27
Hércules CF	-104,36	30	59,98	10	0,05	31	273,98	2	61	19
R. Valladolid CF	-120,52	31	119,55	6	0,19	25	200,81	4	67	18

Los principales hallazgos del estudio tras el análisis de la muestra se pueden resumir en tres puntos: a) se trata de un grupo de compañías muy heterogéneas en cuanto a sus variables de identificación, administración y estructura accionarial; b) presentan una gran dispersión en los valores de sus principales variables económico-financieras, con una tendencia clara hacia una baja rentabilidad económica; c) son identificables en la mayoría de ellas signos de una frágil solvencia.

### Caracterización empresarial

En relación a su estado, el número de SAD que o bien han pasado y superado la administración concursal o se encuentran actualmente en concurso de acreedores representa un 48.4% del total de la muestra. En relación a su estructura accionarial en el 89% de los casos el accionista mayoritario es una persona jurídica y respecto al grado de concentración del capital es considerable; así un único accionista concentra la mayoría accionarial en el 19,4% de las SAD, y entre 1 y 5 accionistas en el 61,3%. En el otro extremo, en el 6,4% de las SAD, la mayoría accionarial está repartida entre más de 40 accionistas. Con independencia de la estructura accionarial, el control de la SAD suele depender de un número reducido de personas, bien porque concentran la mayoría accionarial, bien porque siendo minoritarios se unen frente a la dispersión del resto del capital (Varea, 1999). Respecto a la nacionalidad del accionista mayoritario, sólo 2 SAD de las analizadas están controladas íntegramente por capital extranjero; es el caso del Getafe CF, a través de *Royal Emirates Group*, un fondo de inversión de los Emiratos Árabes con una participación del 99,30% y el Málaga CF, a través de *Nasir Bin Abdullah & Sons SL* una sociedad Qatarí con una participación del 96,99%. En ambos casos, la inversión está ligada a otras líneas de negocio de los inversores, con previsiones de alta rentabilidad. En el caso del Getafe CF la explotación comercial de un área de cuatro hectáreas cerca de la M-45, una de las vías de comunicación que vertebran el eje sur de Madrid, y en el caso del Málaga CF la adjudicación de las obras de ampliación del puerto de Marbella (Labrador,2011). Esta realidad es muy diferente a la de otras ligas de fútbol profesional en Europa, así en Reino Unido cerca del 50% de los clubes que militan en la *Premier League* tienen inversores no británicos en su estructura accionarial y en el otro extremo, en la *Bundesliga* alemana la legislación vigente impone restricciones a los inversores foráneos, hasta el punto de impedir que capital extranjero se convierta en accionista mayoritario de un club (Baur y Mckeating, 2009). En España originalmente la LD establecía algunas restricciones a la entrada de capital extranjero, algo que desapareció tras la reforma del régimen jurídico de las SAD, (Ley 50/1998) que introdujo medidas de liberalización y las acercó todavía más a las SA comunes (Llopis,2014).

## Perfil económico-financiero

En relación a los ingresos de explotación (IEX) se observa una gran dispersión de los valores, lo cual podría explicarse como un reflejo de la variabilidad en la estructura de sus principales fuentes de ingresos; a) taquilla y abonados, b) transferencia de jugadores c) venta de derechos de retransmisión a la TV d) patrocinio, d) merchandising y explotación comercial de marca (Gómez y Opazo, 2008). Según el balance de situación económico-financiera del fútbol profesional en España, publicado por el CSD con datos a cierre del ejercicio 2013, la estructura de ingresos de la LFP de mayor a menor volumen es la siguiente; 1º derechos de televisión; 2º taquilla y abonados; 3º publicidad y 4º otros ingresos (sin especificar) (Ministerio de Educación, cultura y deporte, 2013). Es muy probable que la concentración de la primera fuente de ingresos (derechos de TV) en un número muy reducido de clubes y SAD, algo que ha sido ampliamente documentado (Ascari y Gagnepain, 2006) pueda explicar buena parte de esta variabilidad en el volumen de la cifra de negocio. En relación al peso de estos ingresos comparados con el resto del fútbol europeo para la temporada 2013/14, el nº 1 y nº 2 del ranking en la LPF en España, Atlético de Madrid y Valencia FC, ocuparían el lugar 20 y 23 respectivamente en el Top-30 Europeo (Deloitte, 2014). No obstante, y para evitar una distorsión de la realidad económica del peso del fútbol profesional en España respecto a Europa, es necesario apuntar que dos clubes españoles, (R. Madrid y FC. Barcelona) se sitúan en el Top-10 del ranking de ingresos de explotación en Europa desde que se publicó el primer informe en 1996 y desde la temporada 2008/09 han permanecido en el 1º y 2º puesto respectivamente. Estos dos clubes, como se señaló anteriormente, han sido excluidos del estudio debido a su naturaleza jurídica (asociación).

En relación al balance antes de impuestos (BAI) el promedio para las 31 SAD analizadas arroja una cifra en negativo de -4,6 millones de Euros, lo cual significa, en primer lugar que estas sociedades pierden dinero con su actividad económica, y en segundo lugar y puesto que estos balances en negativo se repiten a lo largo de las dos últimas décadas, significa también que acumulan un importante volumen de deuda. Nuestros datos, con un enfoque estático, confirman una tendencia invariable en los ejercicios 2007-2011 apuntada en un reciente estudio retrospectivo (Barajas y Rodríguez, 2013), que atribuye esta situación a un exceso de gasto en el capítulo de personal, es decir, jugadores. Esta situación aboca a una gran mayoría de las SAD a la necesidad de ampliaciones continuas de capital o al riesgo de entrar en administración concursal. Esta realidad mantiene abierto un debate sobre el hipotético valor económico que un club de fútbol profesional tiene y el valor añadido que supuestamente genera para su ciudad. Un debate que se inició en el ámbito anglosajón hace más de 3 décadas (Sloane, 1971) y que también en España ha sido objeto de intenso estudio (Barajas, 2004). En nuestro País y a expensas de que algún día las SAD coticen en bolsa, resulta difícil concretar el valor económico de estas compañías, y respecto al valor añadido para su ciudad, en términos económicos, apenas existe literatura. Uno de los pocos estudios desarrollados con un modelo empírico (valoración contingente) se propuso como objetivo asignar valores monetarios a determinados subproductos generados por una SAD en la ciudad anfitriona y su área metropolitana (Castellanos y Sánchez, 2007). Así y a través de

un cuestionario se trató de verificar la relevancia de las dimensiones de bien público asociadas al club profesional en ese territorio y establecer el valor de uso y no uso asignado a la SAD en función de la disposición a pagar de los encuestados por consumir o participar de algún modo en sus actividades. Los resultados sugieren que este modelo, en la medida en la que monetiza el valor económico de un club profesional para una ciudad, puede resultar útil a la hora de orientar algunas decisiones políticas que afectan conjuntamente a los ciudadanos y al club. Podemos interpretar que la inversión en nueva construcción o mantenimiento de estadios de fútbol municipales, la concesión de subvenciones con fondos públicos a SAD, la intermediación para el logro de patrocinios, la utilización de la marca del club como reclamo turístico, etc., serían algunos ejemplos de este tipo de decisiones.

En relación a los fondos propios (FP), también denominado patrimonio neto, se consideran un indicador fiable de solvencia pero se admite que no existe un nivel óptimo (Amat, 2013). En cualquier caso una empresa no puede desarrollar su actividad con fondos propios en negativo, pues esto significaría un estado de quiebra inminente. Curiosamente esa es la situación de casi la mitad de las SAD analizadas, algo que se explica por la acumulación de pérdidas en sucesivos ejercicios, de manera que la deuda ha llegado a superar al capital social. Según la actual legislación mercantil, específicamente el artículo 361 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, (antes denominadas Sociedades Anónimas), el RD Legislativo 1./2010, de 2 de julio, aquella sociedad que mantiene unos fondos propios inferiores a la mitad del capital social a fecha de cierre del ejercicio, sin haber aumentado o reducido el capital social en la medida suficiente dentro del plazo establecido, se hallara incurso en una de las causas de disolución. Es decir, con arreglo a la ley, el 45,5% de las SAD analizadas se encuentran en causa de disolución. Nuestro resultado confirma la tendencia a la descapitalización que en el caso de las SAD de primera división se ha visto multiplicada por tres desde el año 2007 (Barajas y Rodríguez, 2013).

En relación a los indicadores de rentabilidad se acepta que la rentabilidad económica (RE) es la ratio que mejor expresa la eficiencia económica de la empresa (Amat, 2013). Un 61,3% de la muestra de SAD analizadas presentan un valor de RE en negativo, lo cual significa que no son empresas eficientes desde un punto de vista económico, o dicho de otro modo, sociedades con capacidad para generar renta a partir de sus activos. Se ha sugerido que las SAD no se gestionan con criterios clásicos de creación de valor para el accionista, sino con otros fines, algo que las convertiría en empresas atípicas (Barajas, 2004). Esta hipótesis podría explicar, en parte, el poco interés mostrado por estas sociedades en obtener rentabilidad económica y así revalorizarse, algo del todo inusual en el mundo empresarial.

Respecto a la rentabilidad financiera (RF), el valor promedio agregado (-58,95%) indica que o bien el beneficio neto o el patrimonio neto, o en el peor de los casos, ambos, son de signo negativo. En el primer escenario la sociedad pierde dinero en cada ejercicio y en el segundo se está descapitalizando. Los resultados de nuestro análisis apuntan a que en el 50% de las SAD estudiadas ocurren ambas cosas, algo que ya documentó un estudio reciente sobre riesgo de quiebra en SAD

en España (Barajas, 2013) y se relaciona de manera circular con el patrimonio neto en negativo ya comentado.

Respecto a la liquidez general (LG) o ratio de liquidez, también llamado fondo de maniobra, se acepta que debe situarse entre 1 y 2 para la mayoría de las empresas que no cobran al contado y se relaciona directamente con el flujo de cobros y pagos. Aunque no es un indicio inequívoco de capacidad de pago a corto plazo, se acepta por convención que los activos corrientes deben superar a los pasivos corrientes (Amat, 2013). En el caso de la muestra analizada, sólo 7 de las 31 SAD analizadas presentaron ratios de liquidez próximas o superiores a 1, es decir, la inmensa mayoría de estas empresas se encuentran muy alejadas de los límites aceptables y por lo tanto es más que probable que tengan problemas de liquidez para hacer frente a las deudas a corto plazo, lo cual se relaciona directamente con la siguiente variable a discutir; el índice de endeudamiento.

El índice de endeudamiento (IE) es una de las dos únicas ratios analizadas que presenta un coeficiente de variación  $< 1$  lo cual podemos interpretar como un comportamiento homogéneo de la muestra respecto a esta variable. Lo cual equivale a afirmar que la inmensa mayoría de las SAD acumulan una gran deuda. Respecto a su significado, vale decir que el IE establece la proporción de los activos totales financiados con fondos ajenos. Su magnitud varía según el tamaño de la empresa y se ve afectado por muchas otras variables. Se consideran aceptables valores  $< 60\%$  y en todo caso ratios de endeudamiento cercanos o superiores al  $100\%$  son un síntoma evidente de mala salud financiera (Amat, 2013). En la muestra analizada, 21 de las 31 SAD presentan  $IE > 90\%$  y específicamente 14 de ellas,  $ID > 100\%$ . Interpretado en términos relativos, el IE promedio para el conjunto de la muestra es del  $120\%$ , lo cual significa que un  $42.4\%$  de las SAD se financian por encima del  $100\%$  de sus activos con fondos ajenos y probablemente a un coste muy elevado. Para saber quiénes soportan el peso de esta deuda, basta con leer el informe de la situación económico financiera de los clubes de la LFP publicado por el CSD. En él se detalla la cuantía que adeudan a los 4 principales acreedores: La Agencia Tributaria, la Tesorería de la Seguridad Social, las Entidades de Crédito y por último los asalariados, es decir, los jugadores en concepto de impago de salarios. En total la LFP reconoce una deuda de 3.573 mill de euros (Ministerio de Educación, cultura y deporte, 2013). Para dimensionar la magnitud de esta cifra, diremos que supone un  $0,35\%$  del PIB nominal del País para ese año (INE, 2013). En el ámbito europeo, el nivel de endeudamiento de los clubes de fútbol profesional, entre otros asuntos preocupantes, obligó a la UEFA a elaborar una estricta normativa en materia de juego limpio financiero. En ella se establece un sistema de licencias de clubes que habilitan para la participación en competiciones oficiales, cuya concesión queda subordinada al cumplimiento de una reglamentación de control financiero de clubes (UEFA, 2012).

Por último, el número de empleados (NEMP) es otra de las magnitudes analizadas que presenta un coeficiente de variación  $< 1$  lo cual significa un comportamiento homogéneo de la variable. El conjunto de las 31 SAD analizadas suman un total de 3.052 trabajadores. La plantilla y el cuerpo técnico suponen en número

un pequeño porcentaje del total de la masa salarial, pero sin embargo concentran el mayor porcentaje del gasto en personal. El ritmo al que ha crecido el endeudamiento de las SAD es paralelo al ritmo al que ha crecido el gasto en salarios. Así este capítulo de gasto en la LFP pasó de representar el 52,3% al 71,1% del total de ingresos en sólo 4 temporadas, entre los años 1997 y 2002 (Barajas, 2004). Por esta razón establecer un tope salarial sería una medida efectiva para reducir el nivel de endeudamiento de las SAD, o al menos así lo concluye un análisis exhaustivo de la deuda de la liga profesional en Portugal (Mourado, 2012). Por otro lado extracto de asalariados es uno de los indicadores que sirven para definir el tamaño de una empresa, de manera que tomando como referencia el modelo del Directorio Central de Empresas (DIRCE) del Instituto Nacional de Estadística, 29 SAD serían consideradas medianas empresas (20-199 empleados) y 4 SAD tendrían la consideración de grandes empresas (> 199 empleados).

Aunque el resultado del estudio aporta información relevante que ayuda a dibujar el escenario empresarial de las SAD, se debe tener en cuenta que presenta importantes limitaciones. En primer lugar se trata de un análisis estático, que impide observar la evolución de los indicadores descritos, (beneficios, rentabilidad, endeudamiento) y, por lo tanto, identificar tendencias, que desde una perspectiva económica resultan muy relevantes. En segundo lugar, los resultados en modo alguno son representativos del conjunto de la LFP, habida cuenta del peso específico de 2 de los 6 clubes excluidos del análisis, (Real Madrid CF y FC Barcelona) sobre el total. En tercer y último lugar, de los resultados de nuestro estudio no se puede inferir la situación actual de las SAD, puesto que la información económica que ha servido de base al estudio corresponde a las últimas cuentas presentadas y éstas hacen mención al ejercicio económico anterior.

## CONCLUSIONES

Los resultados del estudio permiten caracterizar a 31 de las 36 SAD que participan en la LFP durante la temporada 2013/14 como un conjunto heterogéneo de medianas y grandes empresas con un punto en común; una situación económico-financiera de extrema fragilidad. Para ayudar a entender la lógica empresarial de la actividad económica fútbol profesional, y por tanto para una mejor interpretación de nuestros resultados, se debe tener en cuenta que el considerado como más fiable análisis de los resultados financieros de los principales clubes profesionales de fútbol en Europa (Deloitte football money league), utiliza un único indicador económico para determinar el tamaño relativo de un club. Así este informe elabora un ranking anual de clubes en función de sus ingresos totales que supuestamente ayuda en la toma de decisión a los accionistas sobre futuras inversiones. Desde un punto de vista dinámico, este informe interpreta como positivo que un club incremente su capacidad de generar ingresos temporada tras temporada, y por lo tanto lo hace más atractivo para la inversión. De modo que resulta coherente que los clubes profesionales de fútbol tengan como objetivo prioritario incrementar su capacidad de generar ingresos, aunque para ello hayan disparado también sus gastos de explotación y finalmente hayan entrado en una espiral de endeudamiento. Desde

este punto de vista, las SAD analizadas en España siguen una tendencia similar a la del resto del fútbol profesional en Europa, aunque con peores resultados en sus balances.

## APLICACIÓN PRÁCTICA

El análisis patrimonial estático permite hacer un diagnóstico de la empresa a partir del estudio de su balance. Este diagnóstico permite detectar problemas, tomar decisiones para solucionarlos y, en definitiva, ayudar a garantizar la viabilidad. Respeto a estrategias concretas para mejorar la salud económico financiera de las SAD, las ligas profesionales en Alemania y Reino Unido han puesto en marcha en los últimos años medidas muy eficaces que pueden resultar inspiradoras. Así en la *Bundesliga* existe un sistema de licencias de clubes muy exigentes que ha obligado a recortar gastos reduciendo salarios, primas y disminuyendo número de jugadores de plantilla. Complementariamente se ha estimulado el aumento de ingresos con una política muy agresiva de captación y fidelización de espectadores, hasta el punto de batir records de asistencia a los estadios. La consecuencia ha sido una mejor negociación de los derechos de retransmisión de partidos y consecuentemente mejores contratos de patrocinio. En el caso de la Premier los clubes han maximizado su oferta de servicios en el propio estadio, (tribunas VIP, asientos business, oferta gastronómica, etc.) y han sido muy ágiles en la hora de sacar rendimiento a sus estadios con actividades no deportivas, todo lo cual les ha permitido obtener ingresos adicionales. Por último, la Premier tiene un sistema equitativo de distribución de los ingresos por venta de derechos de retransmisión entre los 20 clubes que la componen, lo cual tiene un impacto muy positivo sobre sus balances.

## REFERENCIAS

- Amat, O. (2013). *Contabilidad y finanzas para no financieros*. Barcelona: Deusto
- Ascari, G. y Gagnepain, P. (2006). Spanish Football. *Journal of Sports Economics*, 7(1) 76-89.
- Barajas, A. y Rodríguez, P. (2013). Spanish football in need of financial therapy: cut expenses and inject capital. *International Journal of Sport Finance*, 9, 73-90.
- Barajas, A. (2004). *Modelo de valoración de clubes de fútbol basado en los factores clave de su negocio*. Tesis Doctoral. Universidad de Navarra. Pamplona.
- Baur, D. y Mckeating, C. (2009). The benefits of financial markets; a case study of european football clubs. *Institute for international integration studies*, No. 283.
- Castellanos P. y Sánchez, J.M. (2007): "The economic value of a sports club for a city: empirical evidence from the case of a spanish football team". *Urban public economics review*, 7: 13-39.
- Cazorla, L.M. (1990). *Las Sociedades anónimas deportivas*. Madrid: Ciencias sociales, D.L.
- Deloitte (2014). *Football Money League*. London: Deloitte LLP. (Acceso 30/09/2013): [http://www.deloitte.com/view/en\\_GB/uk/industries/sportsbusinessgroup/sports/football/deloitte-football-money-league-2014](http://www.deloitte.com/view/en_GB/uk/industries/sportsbusinessgroup/sports/football/deloitte-football-money-league-2014)
- García, I. (1996). *Las Sociedades anónimas deportivas y la responsabilidad de sus administradores: algunas alternativas a su régimen jurídico*. Madrid: Marcial Pons.
- Giner, C. y Muñoz, A. (2008). ¿Son los clubes de fútbol eficientes?. Aplicación del análisis DEA a los equipos de la Liga Profesional de Fútbol de España. *Universia Business Review*, 17, 12-25.
- Ginesta, X. (2010). El fútbol y el negocio del entretenimiento global. Los clubes como multinacionales del ocio. *Comunicación y Sociedad*, 24(1), 141-166.

- Gómez, S. y Opazo, M. (2008). Características estructurales de un club de fútbol profesional de élite. IESE Business School, Universidad de Navarra. DI nº 75
- Labrador, I.(2011). ¿Por qué los jeques compran clubes de fútbol. *El Economista*, 6 de Junio de 2011. (Acceso 30/09/2013) <http://eleconomista.es/noticias/noticias/3131167/06/11/Por-que-los-jeques-compran-clubes-de-futbol.html>
- Liga de Fútbol Profesional (2013). Relación de SAD que participan en el Campeonato Nacional de Liga de 1ª y 2ª División. (Acceso 02/10/2013). <http://www.lfp.es/liga-bbva> y <http://www.lfp.es/liga-adelante>
- Llopis, R. (2014). Football clubs ownership and management. The fans perspective. *International journal of sport science*. 35, (10), 16-33.
- Ministerio de Educación, Cultura y Deporte (2013). Balance de la situación económico-financiera del fútbol español 1999/2013. (Acceso 01/03/2014). <http://www.csd.gob.es/csd/estaticos/noticias/balance-economico-futbol-primera-y-segunda.pdf>
- Ministerio de Educación, Cultura y Deporte (2013). Boletín de suscripción para la constitución de la SAD. (Acceso 02/10/2013). <http://www.csd.gob.es/csd/asociaciones/6SAD/06BolSusc/view>
- Ministerio de Educación, Cultura y Deporte (2013). Información contable a remitir por las SAD. (Acceso 02/10/2013). <http://www.csd.gob.es/csd/asociaciones/6SAD/07InfContab/view>
- Ministerio de Educación, Cultura y Deporte (2013). Relación de SAD. (Acceso 02/10/2013). <http://www.csd.gob.es/csd/asociaciones/6SAD/relacion-sad/>
- Mourado, P.(2012). The indebtedness of Portuguese soccer teams-looking for determinants. *Journal of Sports Sciences* 30(10) 1025-1035.
- Pestana, C. ; Del Corral, J. y García P. (2008). Identification of segments soccer clubs in the Spanish league first división with a latent class model. *Journal of Sports Economics* 9(5) 451-469.
- Sanz, C.J. (2002). Guía de los principales ratios. *Acciones e Investigaciones Sociales*, 14, 137-148
- Sloane, P. (1971). The economics of professional football: The football club as utility maximiser. *Scottish Journal of Political Economy*, 17, 121-146.
- UEFA (2012). *Club Licensing and Financial Fair Play Regulations*. Nyon: UEFA. (Acceso 31/03/2014): [http://www.uefa.com/MultimediaFiles/Download/Tech/uefaorg/General/01/80/54/10/1805410\\_DOWNLOAD.pdf](http://www.uefa.com/MultimediaFiles/Download/Tech/uefaorg/General/01/80/54/10/1805410_DOWNLOAD.pdf)
- Varea, M. (1999). *La Administración de la Sociedad anónima deportiva*. Madrid: Civitas Ediciones.