

Tipo de documento: Tesis de maestría



Escuela de Negocios. Maestría en Finanzas

Valuación de una institución deportiva profesional. Caso Manchester United PLC.

Autoría: Robredo, Luis

Año: 2024

¿Cómo citar este trabajo?

Robredo, L.(2024). *Valuación de una institución deportiva profesional. Caso Manchester United PLC.. [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella]*. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/13021>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial- Compartir igual 4.0 Argentina
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2023

Alumno: Luis Robredo

Tutor: Luis De Angeli

VALUACIÓN DE UNA INSTITUCIÓN DEPORTIVA PROFESIONAL.

CASO MANCHESTER UNITED PLC.

Índice

1.	<i>Abstract</i>	4
2.	Metodología.....	5
3.	El deporte profesional de equipos.....	6
3.1	Descripción del mercado	7
3.2	Teoría económica de los deportes profesionales	12
3.2.1	Oferta y demanda	13
3.2.2	Estructura y organización de los deportes profesionales	16
3.2.3	Objetivos de los clubes profesionales.....	19
3.3	Finanzas de los deportes profesionales	19
3.3.1	Generación de ingresos y estructura de costos en los deportes profesionales	20
3.3.1.1	<i>Matchday Revenues</i>	20
3.3.1.2	Ingresos comerciales.....	22
3.3.1.3	Derechos audiovisuales.....	24
3.3.1.4	Estructura de costos.....	25
3.3.2	El análisis de estados contables en el deporte profesional	26
3.3.2.1	Estado de situación patrimonial y estado de resultados	26
3.3.2.2	El proceso de registración contable de los derechos contractuales de los jugadores ...	27
3.4	Relación entre el desempeño deportivo y financiero en los deportes profesionales.....	28
4.	La industria del fútbol	31
4.1	Estructura organizacional de la industria del fútbol.....	32
4.1.1	Asociaciones.....	33
4.2	Principales competiciones	34
4.3	Regulación financiera.....	35
4.4	El fútbol inglés.....	37
5.	Caso práctico: Manchester United PLC.....	38
5.1	Estructura accionaria y organizacional	38
5.2	Análisis de las operaciones	39
5.3	Mercado y competencia	40
5.4	Análisis financiero	42
5.4.1	Estado de resultados.....	42
5.4.2	Balance y estructura de capital.....	45

5.5	Análisis de la acción	47
5.6	Valuación.....	49
5.6.1	Capitalización de mercado	50
5.6.2	Valuación relativa.....	50
5.6.3	Valuación por flujos de fondos descontados (DCF)	53
5.6.4	Modelo multivariable de Markham	55
5.6.4.1	Comparación entre los modelos	56
5.6.5	Adquisición por parte de Jim Ratcliffe	56
6.	Conclusiones	58
7.	Bibliografía	60
8.	Anexo A. Modelo de valuación de empresas. Caso: Manchester United plc	65
9.	Anexo B. Adquisición Jim Ratcliffe	72

1. *Abstract*

Este trabajo busca analizar y entender los aspectos de negocio, y principalmente financieros, de un club de fútbol profesional, con el objetivo final de realizar una valuación de un caso real. Naturalmente, se estará considerando el caso de una institución deportiva con fines de lucro. Conceptualmente, estas instituciones deportivas no difieren de cualquier empresa o negocio: desarrollan un producto, promueven su venta para generar ingresos cubriendo sus costos y persiguen un objetivo de rentabilidad para repagar la inversión realizada. El desafío que enfrenta este trabajo consiste en entender las diferencias y particularidades en esta industria, e intentar llegar a una valuación de una institución mediante las técnicas aprendidas durante la Maestría. De esta manera, se espera poder responder a la pregunta: ¿cómo se valúa un club de fútbol profesional?

El trabajo comenzará con una descripción general de los deportes profesionales de equipo, para luego continuar profundizando particularmente en la industria del fútbol profesional.

A continuación, se desarrollará con mayor detalle un análisis de la estructura de un club de fútbol profesional, desde los aspectos organizacionales y de negocio, hasta su análisis financiero.

Se realizará también un repaso sobre aquellos clubes dentro de la industria que han elegido la apertura de su capital, sus motivos y consecuencias.

Para llevar a la práctica los conceptos hasta aquí evaluados, se tomará el caso del Manchester United Plc., uno de los clubes más grandes del Reino Unido y del mundo, además una compañía privada que cotiza en la bolsa de Nueva York (NYSE). Se hará una detallada descripción del club desde un punto de vista exclusivamente de negocio y financiero. Se buscará realizar un análisis minucioso para detectar las variables más importantes para la generación de valor de esta institución, con el objetivo final de realizar una valuación del club como la empresa que es.

Para finalizar el trabajo, se realizará un breve repaso de los aspectos más relevantes para llegar a una conclusión.

2. Metodología

El presente trabajo tiene el objetivo de realizar una valuación financiera de un club de fútbol profesional, a partir del caso práctico del Manchester United Plc. Con este fin, se dará primero un marco conceptual y teórico acerca del negocio de los deportes profesionales y particularmente del negocio del fútbol. Para confeccionar esta etapa se llevará adelante una revisión bibliográfica de autores en la materia y de sitios especializados.

El desafío es trazar una línea conductora en términos de análisis de las principales variables económicas y financieras, entre lo incorporado en la experiencia académica y profesional, con los condimentos adicionales propios de una industria a la que todos atendemos continuamente en nuestras vidas, pero cuyo negocio en detalle cuenta de muchas particularidades que también la vuelve en cierto modo ajena a nuestro día a día.

En el camino de responder la pregunta principal surgen distintos interrogantes para este tipo de negocio: ¿cómo se comportan las clásicas variables de análisis financiero y cómo se correlacionan con el valor de la compañía o su acción? ¿Cuál es el impacto de los resultados deportivos en el desempeño financiero y el precio de la acción? ¿Cuáles son los principales activos del club? ¿Cómo valorar correctamente a un jugador, cuáles son las fuentes de repago para recuperar su inversión y cómo se gestionan los riesgos cuando un activo tan importante se expone a un deporte de contacto y a una exposición masiva en medios?

Tomando la base de lo desarrollado, se procederá a realizar un profundo análisis del Manchester United Plc., para describir su negocio. Desde un detallado informe acerca de cómo está estructurada la institución y cómo se gestiona, hasta un estudio exhaustivo acerca de cuáles son sus principales activos y cómo éstos generan ingresos, cuál es su capacidad de sostenerlos en el tiempo, y cómo están financiados estos activos.

Logrado un análisis contundente de la institución, el mercado en el que se desenvuelve, las tendencias y los riesgos a los cuales se expone, el trabajo confluirá en la valuación de la empresa mediante los métodos de valuación relativa, de flujo de fondos descontados, siendo éstos los principales métodos desarrollados durante la Maestría en Finanzas, y el modelo multivariable de Markham descubierto en la bibliografía repasada. El desafío es lograr con los conocimientos adquiridos una apropiada determinación del precio de la acción.

3. El deporte profesional de equipos

La actividad deportiva forma parte de la vida de todos en algún sentido, ya sea que la practiquemos o que la consumamos. Sin duda, la principal diferencia entre el deporte aficionado y el deporte profesional es la injerencia del dinero, nos referimos al nivel y las fuentes de ingreso, la capacidad comercial y la inversión. Esto no refiere necesariamente a la persecución de este como un fin, sino también como un medio, ya que se verá más adelante que los clubes no siempre persiguen la maximización de la utilidad financiera, aún incluso cuando responden a accionistas que han invertido importantes sumas para adquirirlos. Bob Stewart, en su libro *Sport Funding and Finance* (2015), define que los niveles de profesionalismo están dados por las fuentes y el volumen de sus ingresos, planteando tres modelos: el aficionado, el profesionalismo tradicional y el profesionalismo contemporáneo. La diferencia entre los dos últimos es justamente la capacidad de generar ingresos a través de la comercialización de la marca.

Figura 3.1 Las fuentes de financiamiento en el deporte según el nivel de profesionalismo

Tipo de ingreso	Amateur	Profesionalismo Tradicional	Profesionalismo Contemporáneo
Venta de entradas	\$	\$\$\$	\$\$\$
Membresías (cuotas sociales)	\$\$\$	\$	\$
Donaciones	\$\$\$	\$	\$
Subsidios Gubernamentales	\$	\$\$\$	\$\$\$
Venta alimentos y bebidas	\$\$\$	\$	\$
Acuerdos de patrocinio y publicidad	-	\$	\$\$\$
<i>Merchandising</i>	-	\$	\$\$\$
Derechos audiovisuales	-	\$	\$\$\$

Nota. Cuadro de elaboración propia en base al mismo cuadro obtenido Stewart (2015), p33

Como profesionales de finanzas, ¿cuánto conocemos realmente acerca de las variables que determinan el valor de un club en el deporte profesional? ¿Cómo se mide el éxito? ¿Debemos hacerlo por su posición en la tabla? En el deporte profesional, como en cualquier industria, el dinero fluye a lo largo de un proceso económico entre distintos actores económicos o *stakeholders*. El dinero es el mecanismo que permite a un club el mejoramiento del equipo a través del pago de salarios a sus jugadores, staff técnico y empleados, así como la adquisición de talento. El dinero también es el que aloca estos recursos dentro de una liga para que los clubes compitan entre si produciendo un espectáculo. El espectáculo es el que atrae no sólo al consumidor, sino a un sinnúmero de contrapartes interesadas entre ellas los productores de contenido televisivo o sponsors. La profesionalización del deporte, entonces, es el proceso que busca eficientizar y mejorar esa distribución y uso de recursos para lograr el éxito deportivo y la maximización de utilidades.

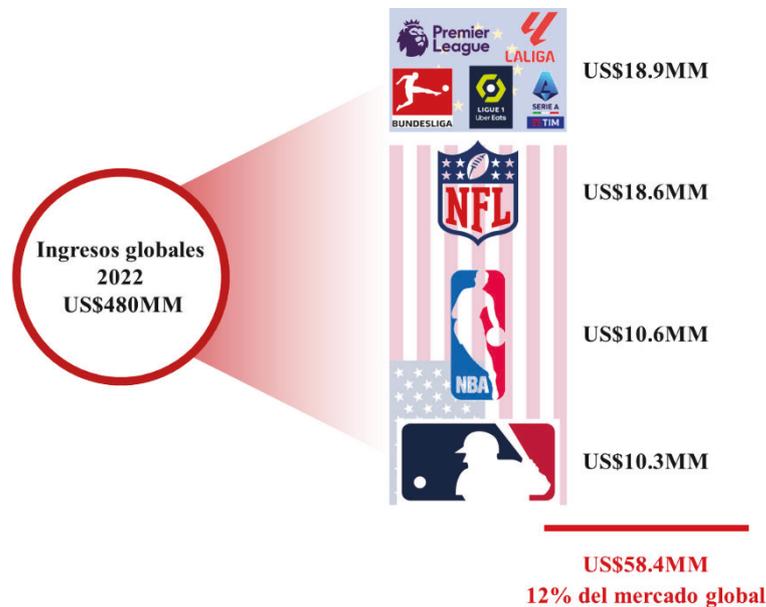
Dentro del deporte profesional podemos diferenciar los deportes individuales de los deportes de equipo. Si bien conceptualmente son similares, naturalmente la mayor cantidad de atletas involucrados y el mercado de transferencias de estos agregan una dinámica económica superior. La envergadura económica y, por lo tanto, la industria de los deportes de equipo es mayor y requieren de mayores recursos para su organización. Este trabajo se centrará en los deportes profesionales de equipo, y posteriormente entrará en detalle en la industria del fútbol.

3.1 Descripción del mercado

La industria del deporte profesional va más allá de lo que sucede en la cancha. Es un inmenso negocio con un sinfín de partes interesadas, desde los fanáticos, los derechos audiovisuales, patrocinadores y todos los que proveen servicios a la industria. El deporte profesional mueve miles de millones de dólares al año. La popularidad de los deportes varía a lo largo del mundo y, sin embargo, hay entre ellos aquellos que traspasan todas las fronteras.

Los deportes profesionales más importantes, en términos de niveles de ingresos generados, son el fútbol, el fútbol americano, el básquetbol, y el baseball, sin embargo, el profesionalismo se extiende a una gran variedad de disciplinas. Se estima que los ingresos de todos los deportes profesionales en el mundo superaron los US\$480MM en el año 2022¹, y se espera que pueda superar los US\$600MM para 2027. Estos ingresos incluyen los de todas las personas, actividades y organizaciones involucradas en producir, facilitar y organizar las actividades deportivas. Las principales fuentes de ingreso son los derechos audiovisuales de contenido, los acuerdos de patrocinio y la venta de entrada a los eventos deportivos.

Figura 3.2 Ingresos de los deportes profesionales en 2022



Nota. Gráfico de elaboración propia. Muestra los ingresos de los deportes profesionales a nivel global en la temporada 2022, así como los 5 deportes más importantes. Fuente: Sports and Recreation. Recuperado de [Sports & Recreation | Statista](#)

¹ Gough, C. (2023, 13 de julio). Total sports market revenue worldwide 2022-2027. Recuperado de [Global sports market revenue 2027 | Statista](#)

Las impresionantes cifras descripta está principalmente determinada por los cuatro principales deportes americanos y el fútbol europeo. Como podemos observar en la **Figura 3.2**, En la temporada 2022, las 5 principales ligas del fútbol europeo² generaron ingresos por US\$58.4 mil millones, es decir más del 12% del total de los ingresos globales. Podemos decir entonces que este es un mercado atomizado, y lo es, ya que son innumerables los deportes en el mundo con algún grado de profesionalismo. Sin embargo, la realidad es que, a pesar de que el número de espectadores es finito y hay cierto grado de competencia, los principales eventos del mundo prácticamente no se disputan en simultáneo. En el caso del fútbol, toda la actividad se detiene, por ejemplo, durante un mundial, o todas las competencias locales de las federaciones que son miembros de la CONMEBOL o de la UEFA se detienen cuando sus selecciones disputan una Copa América o una Eurocopa.

Tampoco se solapan entre deportes. Tres de los cuatro deportes que mayores ingresos generan en el mundo son americanos. Entre ellos, la NBA de básquetbol y la NFL de fútbol americano coinciden durante 4 meses en su etapa regular, sin embargo, las definiciones se dan de abril a junio y de enero a febrero respectivamente. En cambio, la MLB comienza en marzo o abril y las definiciones pueden extenderse hasta octubre. Es decir que el fanático deportivo americano tiene la posibilidad de atender prácticamente a los tres deportes a lo largo de todo el año. Ni hablar de la transmisión de los deportes, históricamente a través de la radio, luego llegó la televisión, y hoy en día cualquiera puede presenciar en vivo un evento deportivo prácticamente desde cualquier parte del mundo, siendo solo necesario un acceso a internet.

Los deportes están controlados por órganos de gobierno que no sólo determinan las reglas de juego en la cancha sino también afuera, entre otras formas, a través de restricciones o normas financieras. Hay distintos niveles de autoridad: por lo general hay una entidad madre que suele tener alcance global, y en algunos casos las ligas son una entidad autárquica y tienen cierto grado de decisión. En Argentina, por ejemplo, la AFA es la federación madre del fútbol argentino y toma todas las decisiones en el fútbol local. En el fútbol europeo, sin embargo, es diferente, tomemos por ejemplo el caso de Inglaterra. Si bien existen la FIFA a nivel global (que también gobierna sobre la AFA), la UEFA a nivel europeo y The Football Association a nivel local, la primera categoría del fútbol inglés es una entidad de carácter privado, propiedad de los clubes, fundada en 1991 por quienes en aquel momento eran los principales referentes a nivel clubes para tomar el poder sobre los derechos audiovisuales y de patrocinio.

Hay muchos sucesos actualmente en el mundo del deporte profesional que aspiran a modificar las tendencias históricas y se convierten en un desafío para los órganos de gobierno, las ligas y los clubes en la búsqueda por mantener un ambiente competitivo y lucrativo. Algunos son producto de disconformidades de alguna parcialidad y se originan dentro del seno de cada deporte, mientras que otras son producto de tendencias globales como el avance de la tecnología, la globalización, las preferencias de las nuevas generaciones, cambios culturales y demás factores.

La tecnología es una de las principales impulsoras en los cambios de tendencias en la historia. En el deporte profesional está revolucionando prácticamente todos los ámbitos, desde el consumo del deporte, los métodos de entrenamiento, el análisis del desempeño deportivo, la interacción entre clubes y atletas y sus fanáticos e incluso ha creado una industria paralela que tiene vida propia, pero se nutre de contenido del deporte real, como es el caso de los ESports (competiciones en consolas de videojuegos).

Tal vez uno de los mayores impactos desde un punto de vista económico es el efecto sobre los derechos audiovisuales y la manera que los fanáticos consumen el deporte. Esto está potenciado por la democratización de la tecnología y la información. Basta con contar con un dispositivo con acceso a internet

² Las 5 grandes ligas europeas son la English Premier League, la Bundesliga alemana, la Ligue 1 francesa, La Liga de España y la Serie A italiana.

para poder alcanzar todo tipo de contenido. Durante los últimos años apareció el concepto de *streaming*, primer referido simplemente a la transmisión en vivo de un suceso. Nos referiremos a otro tipo de *streaming*, aquel que permite acceder a un contenido *premium* y a una experiencia superior, obviando la televisión y poniéndolo al alcance de cualquier persona vía un teléfono celular, *tablet*, computadora, *Smart TV*, consola de videojuegos o dispositivo electrónico que fuera.

El *streaming* trae consigo una característica fundamental que ofrece un potencial comercial enorme, que consiste en la hiper personalización de la experiencia de los consumidores. Estas plataformas están continuamente recabando información acerca del consumidor y les permite a las plataformas como Amazon o Netflix reconocer y ofrecerte el tipo de contenido de tu preferencia. Otro elemento de la personalización del contenido es lo que se llama *pull viewing experiences*, aludiendo a la acción de sustraer el contenido pretendido a demanda desde un contenido central. Por ejemplo, diferentes ángulos para observar un partido, una cámara realizando un seguimiento a un jugador en particular, contenido de detrás de escenas, repeticiones accesibles en cualquier momento. De repente el consumidor se vuelve su propio productor de contenido audiovisual.

La tecnología además ha permitido que toda esta súper oferta de contenido no requiere de un mayor esfuerzo económico, sino que, todo lo contrario, permite reducir los costos. Toda esta producción de contenido se realiza en la nube, no requiere una gran movilización de personal y resuelve muchos problemas logísticos. La desventaja que tienen los proveedores de contenido tradicional es enorme, dado que la recolección de datos de los consumidores y la hiper personalización de la experiencia genera un atractivo mucho mayor. Los proveedores tradicionales, a la única información que pueden acceder de sus consumidores es quién paga la cuenta. Yendo aún más lejos, los propios clubes se están internalizando en este concepto buscando ser ellos mismos quienes venden contenido exclusivo a través de una plataforma de *streaming*. Buscan, en definitiva, hacerse dueños ellos mismos de sus propios derechos audiovisuales.

Otra tendencia que puede generar grandes disrupciones en los deportes profesionales es la rotura de los formatos competitivos tradicionales y la creación de nuevas competencias. Esto amenaza con afectar la balanza de poder de las ligas o clubes, pudiendo resultar en consecuencias como la mayor concentración de recursos económicos, la pérdida de nivel competitivo para aquellos que quedan atrás, la distribución de recursos económicos finitos y el debilitamiento económico de algunas instituciones deportivas.

La gran mayoría de las escisiones están motivadas por aspectos económicos, descontento por el paquete de compensaciones, por la manera en que se distribuyen los ingresos, y por limitaciones presupuestarias. Un caso muy emblemático de los últimos años fue el intento de los principales clubes de fútbol europeo de crear la *European Super League*, rivalizando con la tradicional UEFA Champions League. Esto no implicaría la renuncia de los clubes a sus ligas tradicionales, sino que sería una competición paralela, jugada entre semana para no tener problemas de solapamiento con las ligas locales. ¿Cómo no resultaría atractivo para los inversores una competición de 197 partidos anuales entre los 20 clubes más poderosos del mundo? De tal manera, el JP Morgan Chase llegó a ofrecer un paquete de financiamiento de US\$4.8MM para asistir el desarrollo de la competición³.

Lo que la *European Super League* en el fondo conformaba era un super producto comercial deportivo con una potencialidad de generar ingresos adicionales para los 20 clubes miembros, en especial los 12 fundadores originales, muy por encima de los que actualmente la UEFA les “compartía”. Además, al tener el formado de liga cerrada no había riesgo de ser relegado a una segunda categoría y perder el derecho a esos ingresos. Este fenómeno por supuesto sería desarrollado en detrimento de todos los demás clubes que

³ Hellier, D., Orihuela, R., Lepido, D. (2021, 19 de abril). JPMorgan Backs Super Soccer League With \$4.8 Billion. *Bloomberg*. Recuperado de [Europe Football Super League: JPMorgan to Underwrite Initial Investment - Bloomberg](#)

quedaban fuera de la nueva competencia, por dos motivos. El primero era que la potencial pérdida de atractivo comercial de la UEFA Champions League resultaría en menores ingresos para ellos. La segunda era que se profundizaría la brecha de poder económico entre las potencias y los demás clubes, considerando que aún continuarían compitiendo con ellos en las ligas de cada país.

Por supuesto que esto tuvo un gran rechazo por parte de la FIFA y la UEFA, quienes se veían directamente perjudicados, además de desafiados. Pero lo que terminó de destruir la idea en tan sólo 48 horas desde que fuera anunciada fue la imponente resistencia de prácticamente toda la sociedad, incluyendo políticos, ejecutivos, los jugadores y sobre todo de los fanáticos, incluso los propios fanáticos de aquellos clubes que empujaban la creación de *European Super League*, se manifestaban en contra de la iniciativa que sus dirigentes impulsaban.

Otro ejemplo de la rotura de los formatos de competencia tradicionales fue el surgimiento de la controvertida competencia de golf LIV Golf, respaldada por los capitales de Arabia Saudita, que salió a competirla directamente al histórico PGA Tour. Fue un *shock* para este deporte tan tradicionalista. Sin embargo, a diferencia del ejemplo anterior, su creación se desarrolló exitosamente y en 2024 está comenzando su segundo año de competición. Es interesante analizar este caso en comparación con el de la *European Super League* en el fútbol europeo. En primer lugar, porque generó un nivel de controversia muy alto, tanto que los principales protagonistas del deporte, los jugadores, mantuvieron enfrentamientos dialécticos a lo largo de todo el año con acusaciones cruzadas de perseguir simplemente el dinero o de retrógrados y de impedir la evolución del deporte. A pesar de esto el proyecto se llevó a cabo.

En segundo lugar, por las consecuencias que tuvo para las dos partes contrapuestas. Luego de constantes enfrentamientos mediáticos a lo largo del año, de que el PGA Tour expulsara a las principales figuras del deporte que decidieron mudarse a LIV Golf, para fin del año 2023 las conversaciones tomaron un tono completamente distinto. Hasta se llegó a discutir la posibilidad de que ambos *tours* converjan en algunas citas dentro del calendario del golf profesional. Es seguro que la división del deporte afectó los bolsillos del PGA Tour, y es probable que el LIV Golf (que tentó el movimiento de los golfistas con ofertas multimillonarias) no haya visto la retribución originalmente pretendida. Puede que estas no sean las únicas disrupciones de las competencias tradicionales, y si bien es un riesgo (o beneficio) muy difícil de cuantificar, no está de más considerarlo conceptualmente en el análisis financiero de una entidad deportiva profesional.

Desde el 2010 en el deporte profesional se vio una creciente tendencia de los clubes a buscar distintas alternativas de financiamiento para proyectos de largo plazo y a abrir su capital a inversores privados. El rol de los capitales privados se volvió cada vez más importante y se espera que esto pueda profundizarse en los próximos años. Esta decisión provee a los clubes de gran liquidez para llevar a delante proyectos como ampliaciones de estadio, reforma de instalaciones de entrenamiento o renovar el plantel de jugadores. Hay un número de variables que vuelven a los deportes profesionales en inversiones atractivas para los fondos de capital privado.

En términos de valor de marca, el deporte ofrece un nivel de lealtad a la misma por parte de sus consumidores que es poco habitual en otras industrias. Además, los derechos audiovisuales, patrocinio, y venta de entradas, que constituyen las principales fuentes de ingreso para los clubes profesionales, son relativamente estables y predecibles. Esto representa un gran atractivo para los inversores. Además, las innovaciones como el deporte femenino, los *ESports* (videojuegos), películas y series documentales, y demás productos comerciales brindan grandes oportunidades de expandir la marca.

Uno de los casos más emblemáticos de un fondo de capital privado en el deporte es CVC Capital Partners. En 2006, CVC invirtió US\$2MM para convertirse en el accionista mayoritario de la Fórmula 1⁴. Luego de 11 años, en 2016 terminó de liquidar su posición al venderle su participación al fondo Liberty Media en US\$8MM⁵. Tras otras ventas menores en los años intermedios, se estima que el retorno total de CVC por su inversión en la Fórmula 1 fue de US\$8.2MM. A partir del año 2018, CVC comenzó a expandir su portafolio al mundo del Rugby Union (el rugby de 15 jugadores como lo conocemos en Argentina) tras invertir un total de £620M en participaciones en las principales competiciones de Inglaterra (*Premiership Rugby*), Irlanda y Escocia (*Pro-14 Rugby*) y el campeonato entre naciones europeas 6 Naciones⁶.

Algunos años más tarde CVC Capital Partners concretaría dos nuevas inversiones destacadas. En 2021, cerró un acuerdo de inversión de €2.7MM con la entidad que controla la primera división española de fútbol, La Liga, que le garantiza el 10% de los derechos audiovisuales por televisión durante los próximos 50 años⁷. En abril de 2022, sumó a su portafolio un acuerdo similar con la liga francesa de fútbol Ligue 1, por el cual abonó la suma de €1.5MM para quedarse con el 13% de un nuevo vehículo comercial que gestionaría los derechos audiovisuales⁸. Con sus últimas inversiones en el fútbol español y el francés, CVC Capital Partners se había convertido en 2022 en el principal inversor de capital privado en el mundo del deporte.

La realidad es que las inversiones de fondos privados en clubes profesionales están creciendo, y no necesariamente en los *top tier* de cada deporte. Los inversores con horizontes de más largo plazo apuntan a clubes menores y apuestan al mejoramiento del desempeño deportivo y el potencial ingreso a competiciones más lucrativas (el objetivo de llevar equipos menores a las clasificaciones para copas europeas, en el caso del fútbol, por ejemplo). Al mismo tiempo, buscan explotar las potenciales oportunidades comerciales que pueden generar con un club que tiene recorrido para crecer en todos los aspectos. De esta manera apuntan a lograr mejores acuerdos en derechos audiovisuales, la creación de nuevos torneos como puede ser el caso de la UEFA Conference League⁹ creada en 2021. El ángulo en este sentido no viene sólo de la mano de lo deportivo, sino en la irrupción de grandes jugadores en la industria de medios como Amazon o Facebook.

Mencionamos el concepto de ESports anteriormente, aunque sin entrar en detalle. Cuando hablamos de ESports no nos referimos a los videojuegos que simulan los distintos deportes, sino a la competencia organizada entre jugadores. Hay ligas en el mundo, hay equipos de ESports, con dueños privados que contratan jugadores de videojuegos que son profesionales. Sin duda este rubro, que se alimenta de los deportes profesionales que le dan su contenido de fondo, tiene un potencial comercial enorme. Los clubes venden sus derechos para que las compañías desarrolladoras de estos videojuegos reproduzcan su imagen.

⁴ Sylt, C. (2014, 15 de abril). How CVC Has Made \$8.2 Billion From Formula One Auto Racing. *Forbes*. Recuperado de [How CVC Has Made \\$8.2 Billion From Formula One Auto Racing \(forbes.com\)](https://www.forbes.com/sites/csynt/2014/04/15/how-cvc-has-made-82-billion-from-formula-one-auto-racing/)

⁵ CVC Capital Partners. (2016, 7 de septiembre). Liberty Media Corporation agrees to acquire Formula One. Recuperado de [2016-09-07 Liberty Media Corporation agrees to acquire Formula One | CVC](https://www.libertymedia.com/newsroom/2016-09-07-liberty-media-corporation-agrees-to-acquire-formula-one/)

⁶ CVC Capital Partners. Publicaciones varias. Recuperado de [Our Portfolio | CVC](#)

⁷ Hellier, D., Orihuela, R., Lepido, D. (2021, 4 de agosto). Spain's La Liga Gets \$3.2 Billion Investment From Private Equity Giant CVC. *Bloomberg*. Recuperado de [Spain's La Liga Gets \\$3.2 Billion Investment From Private Equity Giant CVC - Bloomberg](https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-08-04/spain-s-la-liga-gets-3-2-billion-investment-from-private-equity-giant-cvc)

⁸ CVC Capital Partners. (2022, 4 de abril). Creation of the commercial subsidiary of the Ligue de Football Professionnel. Recuperado de [2022-04-04 Creation of the commercial subsidiary of the Ligue de Football Professionnel | CVC](https://www.cvc.com/newsroom/2022-04-04-creation-of-the-commercial-subsi-dary-of-the-ligue-de-football-professionnel/)

⁹ Desde 1971, las federaciones miembros de la Unión Europea de Asociaciones de Fútbol (UEFA) participaban en dos competiciones europeas simultáneas, donde los equipos clasificaban a una u otra de acuerdo con la posición de la tabla de sus respectivas ligas locales al final de la temporada, terminando los mejores clasificados participando de la UEFA Champions League y el segundo grupo de clasificados de la UEFA Europa League

El mercado de ESports se estima que llegará a los US\$1.9MM de ingresos para 2025¹⁰, un crecimiento astronómico si consideramos que empezó a profesionalizarse en 2019.

La última de las tendencias que consideramos relevante mencionar es la era de digitalización. Las criptomonedas han creado una gran disrupción en el mundo de las finanzas, con sus defensores y detractores. Por el momento en el mundo el mayor impacto del mundo de las criptomonedas es vía los contratos de patrocinio que se le están pagando a los clubes para promocionar. El concepto que queremos desarrollar en este caso en realidad es un derivado de las criptomonedas, se trata de los *tokens*, o, mejor dicho, *fan tokens*. Éstos son activos digitales, y como tales te otorgan el derecho a algo. Los clubes han encontrado la manera de capitalizar este instrumento como un medio de fidelización de sus seguidores, no en el sentido resguardarse de la competencia, sino de acercar el club a los seguidores.

La tenencia de *fan tokens* les permiten a los seguidores acceder a una serie de beneficios y experiencias exclusivas, como salir al campo de juego en un día de partido, conocer personalmente a sus ídolos, entrenar con el equipo. Es una poderosa herramienta de marketing. Por supuesto, los *tokens* tienen un precio, es una versión mejorada de una membresía. Hay toda una serie de programas de interacción que te permite obtener *tokens*, pero el ritmo de acumulación de manera gratis es bajo. Para acceder a los buenos beneficios hay que invertir. Se parece mucho a los puntos de la tarjeta de crédito. Uno puede acceder a este círculo simplemente desde una app desde el teléfono, lo que facilita las interacciones y se tienen literalmente “al alcance de la mano”

Estas nuevas tendencias en el deporte son importantes de tener en cuenta cuando analicemos al Manchester United PLC. La capacidad de los clubes de adaptarse a estas nuevas prácticas y capturar la oportunidad comercial que presenta es un factor esencial en la potencial generación de futuros ingresos.

3.2 Teoría económica de los deportes profesionales

Para poder realizar la valuación de un club de fútbol profesional, primero hay que entender el deporte profesional de equipos. Podemos partir de la base que se trata de un mercado como cualquiera. Es un ambiente a través del cual los demandantes obtienen bienes y servicios de los oferentes, con el fin de satisfacer sus necesidades, mediante un conjunto de transacciones. Sin embargo, cuenta con determinadas particularidades que lo diferencian de otras economías. Entre ellas, el comportamiento de la oferta y la demanda, y los incentivos de sus socios o accionistas.

Procedamos a desarrollar la idea del deporte como mercado. En este mercado, los consumidores tienen un fuerte apego emocional al producto que consumen, y es prácticamente imposible que lo reemplacen por un producto sustituto. Esta posición única de la que gozan los clubes es una gran ventaja para su negocio, una de las particularidades que mencionamos y desarrollaremos a continuación.

En primer lugar, describamos la estructura del mercado de los deportes profesionales. Hablamos del dinero, pensemos entonces en el proceso económico a través del cual el dinero fluye y va cambiando de manos entre los actores que propician la producción, distribución y el consumo del deporte. Quienes “producen” el deporte son los clubes, las competiciones de las que participan y las entidades que regulan la actividad. Es fundamental la coordinación entre estas tres partes. Hablamos de tres partes ya que no siempre las autoridades de la competición y las autoridades del ente regulador son las mismas.

¹⁰ Gough, C. (2023, 13 de diciembre). eSports market revenue worldwide from 2020 to 2025. *Statista*. Recuperado de [Global eSports market revenue 2025 | Statista](#)

La producción de bienes y servicios requieren de la conjunción entre las materias primas y el capital invertido que le dará forma en un producto final. En el deporte, la materia prima podría identificarse como la mano de obra, es decir los atletas, los equipos técnicos, los equipos de soporte, el *management* y demás roles. Éstos se combinan con los campos de juego y el equipamiento, entre otros implementos, a los que podemos pensar como el capital. En conjunto a otros equipos, estos componentes forman el producto, el evento deportivo, el cual se vende bajo un formato específico y predeterminado, el *fixture*.

El producto se distribuye a sus consumidores finales principalmente de dos maneras, en vivo en estadios, y a través de medios de comunicación como la televisión, la radio en otros tiempos y las producciones de *streaming* en términos más actuales. Todo contenido audiovisual en diferido (por ejemplo, programas periodísticos deportivos). Así, llega finalmente a los consumidores quienes mejor encontramos representados en los seguidores. En el medio del proceso hay una gama completa de partes interesadas que participan del proceso económico, y multiplican el flujo del dinero agregando valor e incrementando el valor de la industria, como sucede en la economía.

Figura 3.3 *Stakeholders* en el deporte profesional



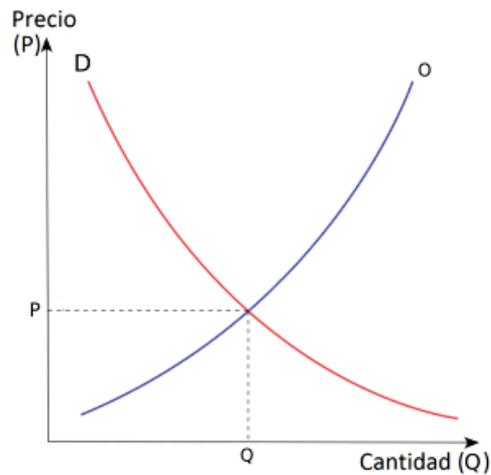
Nota. Muestra algunos de los principales *stakeholders* en el mercado de los deportes profesionales de equipos. Gráfico de elaboración propia en base a Plumley y Wilson (2023) (p6)

3.2.1 Oferta y demanda

Analicemos el comportamiento de la oferta y la demanda en el deporte profesional. El objetivo no es debatir en detalle la ley de oferta y demanda, sino describir cuáles son los factores determinantes de cada una en este mercado en particular, en referencia al comportamiento de quienes proveen el deporte como el de aquellos que lo consumen. Aquí se aclara que al hablar de variaciones en la oferta y demanda nos referiremos a la relación entre el precio y la cantidad demandada u ofrecida. De esta forma, cuando decimos que la cantidad ofertada aumenta quiere decir que se está dispuesto a ofrecer un mayor número de bienes o servicios a un mismo precio. En cualquier libro de economía se puede encontrar acerca de los factores

determinantes de la oferta y la demanda. Se verá a continuación cómo aplican o cuál es la derivada de estos factores en el caso de los deportes profesionales.

Figura 3.4 Curva de oferta y demanda



Nota. Gráfico teórico de oferta y demanda, y su punto de equilibrio. Fuente: Sevilla Arias, A. (2024, 22 de enero). ¿Qué es la ley de oferta y demanda?. *Economipedia*. Recuperado de [¿Qué es la ley de oferta y demanda? Explicación, gráfico y ejemplo \(economipedia.com\)](https://economipedia.com/que-es-la-ley-de-oferta-y-demanda-explicacion-grafico-y-ejemplo.html)

Se comienza debatiendo aquellos factores que son determinantes de la cantidad demandada por el mercado. Hay muchas contrapartes que “consumen” los deportes profesionales, pero se centrará en los consumidores finales, quienes serían los seguidores. El motivo por el cual se inicia por la demanda ha sido ya mencionado y, sin embargo, es fundamental destacar el concepto: los seguidores casi con certeza demostrarán una lealtad infalible al club que siempre apoyaron, y es muy improbable que elijan cambiar de equipo. Esto le da a cualquier club una posición única desde una perspectiva de consumo: la tranquilidad que no serán reemplazados tan fácilmente, y a un club profesional, le garantiza un cierto grado de seguridad financiera.

El primer determinante de la demanda es el precio. Por lo descrito en el párrafo anterior es muy probable que el comportamiento de los seguidores varíe poco ante el cambio en los precios, digamos de las entradas a los partidos o los abonos por un período determinado, o bien una suscripción para ver a su equipo por televisión. Sin embargo, se ha visto reacciones por parte de los seguidores de clubes profesionales ante el aumento exagerado en el valor de las entradas. Es muy probable que no estén dispuestos a tolerar abusos, pero sin llegar a esos extremos los clubes pueden aumentar con relativa seguridad los precios y, por lo tanto, se puede concluir que la demanda en este mercado es más bien de carácter inelástica.

El ingreso de los consumidores también es una variable determinante de la demanda. Se presume que a mayores ingresos el consumidor demandará una mayor cantidad al mismo precio, o bien estaría dispuesto a pagar más por un bien, en otras palabras, desplazaría la curva de demanda hacia la derecha. Sin embargo, bajo el concepto de utilidad marginal, en cierto punto de la curva los bienes o servicios dejarán de satisfacer al consumidor y este dejará de demandarlos, independientemente de que cuente con los ingresos para hacerlo. Los deportes profesionales desafían el supuesto de utilidad marginal, hemos sido testigos de la concentración de los calendarios en la mayoría de los deportes, sin embargo, no importa cuantas fechas se agreguen o competencias se crean, los fanáticos del deporte las siguen consumiendo.

Como hemos mencionado ya, los seguidores de un club no buscan otro equipo al que seguir, aunque el desempeño deportivo sea malo. Por eso el precio de los productos sustitutos es un pobre determinante de la demanda en este mercado. Aunque, el concepto sí es aplicable por ejemplo a lo que es indumentaria deportiva o equipamiento. Por otro lado, podemos decir que sí afecta a los productos complementarios. Es posible que los seguidores no resignen presenciar a su club favorito, aunque el precio de las entradas aumente y, sin embargo, es probable que a costa de destinar una mayor porción de sus ingresos resignen el consumo de *merchandising*, o el de alimentos y bebidas en las tiendas del estadio.

Otro determinante de la demanda son los gustos y preferencias. En los últimos años, no sólo se ha incorporado el deporte femenino en la mayoría de las disciplinas, sino que además en los deportes masculinos se puede ver un incremento importante de público femenino. Con relación a la edad, históricamente los jóvenes y adultos económicamente activos eran más propensos a pagar por presenciar los eventos, mientras que la participación declinaba en adultos mayores. Finalmente, se está observando hoy en las nuevas generaciones la creciente tendencia a presenciar los eventos vía *streaming*.

Por último, están las expectativas sobre cualquiera de los determinantes, pero en particular el precio. Las expectativas de precio tienden a afectar la decisión del consumidor entre optar por la entrada partido a partido, o asegurarse una temporada completa mediante un abono (especialmente en países con mayor ingreso per cápita). Por otra parte, la predisposición de los seguidores a pagar precios más altos por ver a su equipo es directamente proporcional a las expectativas que el equipo genera si tiene un buen desempeño. Los buenos resultados o la participación en competencias de mayor prestigio suelen evidenciar una mayor predisposición de los seguidores a pagar precios de entradas más altos, mientras que aquellos seguidores cuyo equipo deportivo ha sufrido un descenso de categoría suele afectar tanto la demanda como el precio que están dispuestos a pagar los consumidores. El efecto multiplicador también lo producen los eventos únicos, como pueden ser los campeonatos mundiales.

Sin embargo, hay actores oferentes de bienes y servicios que sí se ven influenciados: los patrocinadores, quienes buscan incrementar la publicidad y promoción de sus bienes o servicios, o las empresas productoras de contenido audiovisual que comercializarán en conjunto con las competencias los derechos televisivos. Para éstos la rentabilidad sí conforma un factor determinante para su oferta de bienes y servicios, y estarán dispuestos a asociarse con el equipo o competencia que les permita maximizarla. En términos deportivos, la alta competencia y el buen nivel de sus atletas o equipos generará mayores expectativas de ganancias. Veamos entonces, además del precio o la rentabilidad, cuáles son los factores determinantes de la oferta en el mercado de los deportes profesionales.

La tecnología y la innovación han sido decisivos para la industria audiovisual, dado que le ha permitido multiplicar la oferta de contenido. No se refiere únicamente a la mejora en el equipamiento. Internet está modificando las tendencias de consumo de contenido, ya no son los grandes canales de televisión los únicos que se repartían los derechos audiovisuales, como por ejemplo Fox, ESPN o TyC en Argentina. Hoy en día las plataformas de *streaming* como Amazon Prime Video, YouTube, Netflix, entre otras. The Walt Disney Company, por ejemplo, han sabido capitalizar este cambio de tendencia mediante la plataforma de *streaming* Star +, que convive con los canales tradicionales de Fox e ESPN. No sólo eso, la irrupción de los *smartphones*, *tablets* y similares han incrementado exponencialmente la interacción de los consumidores.

No hay mucho que comentar acerca de los costos de producción, ya que la oferta de un producto aumentará si el costo de producirlo es menor. Esto está bastante ligado al primer determinante (rentabilidad). Por último, se puede mencionar las expectativas sobre cualquiera de los mencionados determinantes, : Las expectativas de los oferentes se pueden ver afectadas de la misma manera que pasa con los demandantes, sea por factores económicos externos, factores sociales, tendencias, etc. Un buen caso

de ejemplo es el fútbol femenino, que fuera muy subestimado en sus inicios y hoy se puede observar que cuenta con varias ligas profesionales en el mundo y logra llenar con frecuencia los estadios.

3.2.2 Estructura y organización de los deportes profesionales

Habiendo realizado un breve repaso sobre el mercado, se enfocará a continuación en los deportes profesionales de equipo. Daniel Plumley y Rob Wilson (2023) lo definen como: “El deporte profesional de equipos comprende ligas y clubes que compiten entre sí en el “campo” bajo un determinado acuerdo. Ese acuerdo está definido por aquellos que gobiernan el deporte” (p4). Para definir la estructura organizacional del deporte se puede partir de los individuos, atletas, entrenadores y equipo técnico, quienes le dan forma a un equipo que compite con otros equipos en un formato de liga, que está regida por una entidad que determina las reglas de juego. Los deportes están delineados por reglas y condicionamientos de distintas índoles, y siempre tienen una entidad superior que aboga por ello. A veces esta entidad está conformada por representantes de los propios clubes y otras veces es completamente independiente.

El deporte comenzó a trascender las fronteras de los países a fines de siglo XIX y comienzos del siglo XX. Pensemos, por ejemplo, en los primeros Juegos Olímpicos celebrados en Atenas en 1896, o la primer Copa Mundial de Fútbol, disputada en Uruguay en 1930. A partir de mediados de siglo XX ya había autores escribiendo acerca de los deportes de equipo, uno de ellos fue Simon Rottenberg quién en 1956 publicó un *paper* denominado *The Baseball Player’s Labor Market*. En tal escrito, Rottenberg describió algunos principios que son tomados aún hoy como pilares de cualquier estudio de economía deportiva. Si bien el objetivo de este trabajo no es la revisión de las teorías deportivas sino el entendimiento financiero de un club de fútbol y cómo realizar una valuación, simplemente mencionaremos y relataremos brevemente algunos de sus enunciados para entender el marco conceptual de este negocio.

Tanto hemos hablado en este trabajo que, a diferencia de otros mercados, la teoría económica dicta que el deporte profesional requiere de la competencia entre equipos igualmente fuertes, y que eso los vuelve socios en el negocio. Sin embargo, la práctica se aleja un tanto de la realidad y la competencia se desbalancea debido a la asimetría de poder entre equipos participantes de una misma competición, tanto en lo deportivo como en lo económico (que incluso suele estar ligado).

Pero ¿por qué es tan importante la paridad en la competencia? Para entenderlo volvamos a Simon Rottenberg y su hipótesis de “*Uncertainty of Outcome*”. En la misma, enuncia que el atractivo del deporte radica en la incertidumbre del resultado. En consecuencia, los seguidores de un deporte valoran la paridad en la competencia, e implica además que la disparidad motivaría a los equipos más fuertes a abandonar la competición. Bajo la necesidad entonces de un ambiente competitivo, la responsabilidad recae en las entidades que regulan el deporte de buscar constantemente incrementar la paridad, ésta se mide por el “balance competitivo”.

Hay diferentes maneras de medir el balance competitivo, algunas de ellas están basadas en la dispersión de victorias (distribución de puntos obtenidos a lo largo de una competencia), la persistencia del desempeño (cuán dispersa es la cantidad de puntos obtenidos por cada equipo en varias competiciones sucesivas) o la concentración de títulos (la distribución de premios obtenidos en sucesivas temporadas, incluyendo títulos de liga, títulos de copas nacionales o internacionales).

Es imperativo para los directores de una liga incrementar el balance competitivo para mantener comprometidos a jugadores y seguidores a lo largo del tiempo. El balance competitivo permite que un mayor número de equipos alberguen posibilidades de consagrarse victoriosos de una competición, es decir

que sea difícil predecir el resultado de esta. El desbalance competitivo, por lo tanto, violaría el principio de *Uncertainty of Outcome* de Rottenberg.

El diseño y la estructuración de las competiciones, a cargo de los directores de un torneo, está altamente ligada a la búsqueda de la paridad entre sus equipos miembros. A continuación, desarrollaremos brevemente de qué manera quienes gestionan las competiciones intervienen en las mismas con este fin, mediante la comparación de los dos principales mercados de deportes profesionales. Éstos son el modelo americano y el europeo. Dichas intervenciones, no sólo apuntan a los aspectos deportivos, sino también a aspectos financieros. Vale aclarar que esto es puramente teórico, ya que cada competición o torneo toma sus propias determinaciones, es más o menos intervencionista, y se muestra más o menos estricta en la búsqueda de paridad. Por otra parte, si bien los equipos miembros teóricamente son socios en el negocio y se benefician de la paridad, individualmente tienen sus propios incentivos y el grado de “egoísmo” juega un papel importante.

Antes de avanzar, se destacará que la mayoría de las políticas determinantes de la competitividad fueron desarrolladas por economistas americanos, y por eso se verá que el modelo occidental tiende a regular o intervenir en mayor grado la dinámica de los deportes profesionales que se practican en dicha región. Otro factor muy importante que considerar es el sistema de ligas que tiene cada una de las regiones. En Estados Unidos, los deportes profesionales por lo general compiten en ligas cerradas, con lo que no hay ascensos ni descensos. Los cambios en la composición de clubes de una liga se dan por la desaparición de una franquicia o la creación de una nueva y su consecutiva invitación por parte de los organizadores. En Europa, en cambio, los deportes profesionales se desempeñan bajo formatos de ligas abiertas, jerarquizadas por la calidad o categoría de los clubes que las componen, y donde se produce la movilidad ascendente o descendente de los equipos generando la variación cada año en los clubes participantes. A medida que expliquemos cada una de las políticas, se comprenderá mejor la eficacia de cada una dependiendo del modelo de liga.

Comenzaremos por el concepto de distribución de ingresos. Comúnmente esto se refiere a la redistribución del ingreso generado por venta de entradas, derechos televisivos y demás ingresos comerciales. Estos ingresos son un aporte fundamental en las finanzas de los clubes, y como tal, los distintos métodos de distribución de ingresos tienen gran impacto en la habilidad de los clubes para atraer y retener talento.

Las políticas de distribución de ingresos son conceptualmente cuatro, aunque cada una varía en su aplicación, ya que, como hemos mencionado anteriormente, son prácticas implementadas bajo el criterio de cada organizador de las distintas competencias. Los factores son la distribución equitativa, la distribución basada en el desempeño deportivo, la distribución inversa basada en el desempeño, y la distribución basada en el valor de la marca:

- Distribución equitativa: todos los equipos reciben la misma porción de la torta;
- Distribución basada en el desempeño deportivo: asigna una determinada porción de los ingresos comerciales de acuerdo con la posición en la tabla de cada uno de los clubes;
 - Directa: premia a aquellos equipos en las posiciones más altas de la tabla;
 - Inversa: asigna mayores recursos a aquellos equipos que han tenido los peores desempeños;
 - Distribución basada en el valor de la marca: beneficia a aquellos clubes con un mayor número de seguidores, a aquellos que se presume tienen una mayor popularidad (por éxitos pasados, tradición, etc.).

Otra forma de incentivar la paridad entre equipos son las limitaciones presupuestarias, ya sea los gastos en adquisición de talento o los topes salariales. Es otro concepto concebido en Estados Unidos, sin embargo, en este caso tuvo un mayor grado de adopción en los deportes profesionales en Europa. Los tipos de limitaciones presupuestarias se determinan de distintas formas, entre ellas se pueden dividir en: las limitaciones globales o parciales, simétricas o asimétricas, estáticas o dinámicas, y universales o discriminatorias.

Las limitaciones globales o parciales se refieren a que todas, o algunos gastos en específico son limitados. Esto puede además aplicarse recursos, por ejemplo, la limitación en los motores en la Fórmula 1. Limitaciones simétricas hace referencia a una imposición a todos los equipos en un determinado valor nominal, mientras que las asimétricas consiste en aplicar diferentes restricciones a diferentes equipos. Como su nombre lo indica, las limitaciones estáticas determinan un valor fijo, como por ejemplo un presupuesto máximo, mientras que las dinámicas siguiendo el mismo ejemplo apuntan a la tasa de crecimiento del presupuesto. Por último, las limitaciones universales limitan los gastos o ingresos en su totalidad, mientras que las discriminatorias determinados gastos o ingresos de ciertas características.

Si bien es cierto que la distribución de ingresos y las limitaciones presupuestarias buscan generar un efecto equalizador en los ingresos de los clubes y brindarle a todos las herramientas para competir de igual manera en la captación y mantenimiento del talento, es un arma de doble filo en cuanto a la motivación de los clubes. Rottenberg (1956) también creó un concepto que constituyó el inicio de la discusión de qué motiva realmente a los clubes profesionales, cuál el fin que persiguen. El “Principio de Invariancia” (*“Invariance principle”* en inglés) enuncia que la distribución del talento entre los equipos de una misma competición es invariante respecto de los ingresos que obtienen los equipos, dado que la decisión de cambiar de equipo de un atleta está más influenciada por el valor que él puede significar para ese equipo en particular.

Una serie de autores en años posteriores han desarrollado en mayor profundidad este planteo. Según El-Hodiri y Quirk (1971), y Fort y Quirk (1995), el principio de invariancia asume que los equipos persiguen un objetivo de maximización de utilidades. Vrooman (2009) por otro lado, sostiene que el principio de invariancia se rompe cuando el fin que persiguen los clubes profesionales es el de la maximización del éxito deportivo. Independientemente de las distintas aseveraciones, los autores concluyen que la distribución de ingresos no tiene efecto en la distribución de talento dentro de una liga, y que, además, en lugar de incrementar el balance competitivo en realidad lo deteriora. Esto se explica porque la distribución de ingresos reduce los incentivos de los clubes a invertir en talento dado que luego los clubes deben compartir los beneficios marginales de su inversión con los demás clubes competidores.

Retomemos por un momento la diferenciación entre las ligas cerradas del deporte americano y las ligas abiertas del deporte europeo. Habiendo descrito las diferentes maneras que las entidades que comandan los deportes utilizan en la búsqueda de balance competitivo, podemos comprender que la aplicación y negociación de estas políticas es más fácil en el caso de las ligas cerradas, dado que no existe el temor a perder la categoría. Las ligas cerradas eliminan el riesgo financiero del descenso (menores ingresos), por lo tanto, presentan un atractivo para inversores externos dado que cuentan con un relativo nivel de protección de su fuente de generación de ingresos. Además, esto facilita la valuación de las franquicias o equipos como empresas. Por estas razones es que las prácticas de distribución de ingresos son mayormente aplicadas en los deportes americanos, y no son tan populares en los deportes europeos.

3.2.3 Objetivos de los clubes profesionales

La descripción de los métodos de intervención de las entidades reguladoras de los deportes profesionales nos ha introducido dos conceptos que nos permiten continuar ahora con el análisis de qué objetivos finales persiguen los equipos profesionales: la maximización de la utilidad, en el puro significado del mundo empresarial, o la maximización del éxito deportivo. Nuevamente, nos encontramos ante un aparente antagonismo entre los modelos americanos y europeos.

La mayoría de los autores coinciden en que los dueños de las franquicias o equipos de deportes profesionales en Estados Unidos persiguen un objetivo de maximización de utilidades (Dobson y Goddard, 2011). Por otra parte, el deporte europeo está motivados por el éxito deportivo (García del Barro y Szymanski, 2009), especialmente el fútbol. Es muy interesante el planteo de Szymanski y Zimbalist (2005) al respecto, a través de la comparación entre el *baseball* y el fútbol en Estados Unidos aluden que el origen de la motivación de cada uno fue por la influencia de sus promotores. El fútbol fue promovido por expatriados británicos y elites locales de manera recreativa, mientras que el *baseball* lo fue por los americanos y estuvo siempre comprometido con el desarrollo comercial.

Las discusiones entre los modelos destacan los problemas de cada uno. En referencia al modelo de maximización de utilidades, ha generado siempre un fuerte rechazo por parte de los seguidores o espectadores. Como consumidores son una parte fundamental en la toma de decisiones de los clubes. Los *fans* europeos tienen un mal preconcepto del modelo americano bajo la creencia que la persecución del objetivo de maximización de utilidades conlleva la toma de riesgos (incremento de deuda, decisiones financieras por sobre las deportivas) que pueden poner en peligro su tanpreciado equipo. Sin embargo, se pudo ver en Europa en los últimos años como ha incrementado la tendencia del ingreso de inversores americanos, y últimamente de medio oriente, en la propiedad de los clubes más tradicionales del viejo continente. Entraremos en mayor profundidad de este tema en el próximo capítulo.

Por otra parte, las críticas hacia el modelo de maximización del éxito deportivo se basan en que la persecución de este a toda costa ha llevado a muchos clubes europeos a la quiebra y que esto ha generado incluso mayores disrupciones al balance competitivo (Vrooman, 2007).

En la presente sección se ha realizado un breve repaso de las principales teorías económicas y determinantes de las condiciones de mercado de los deportes profesionales de equipo. El concepto básico que atraviesa todo el análisis es el del balance competitivo, y la incertidumbre de los resultados, para que un deporte se mantenga atractivo y promueva la comercialización de este como un producto. A continuación, el trabajo se adentrará en el análisis financiero de los deportes profesionales.

3.3 Finanzas de los deportes profesionales

En esta sección el trabajo desarrollará los conceptos financieros más importantes dentro de los deportes profesionales. Es un punto de partida, y una descripción fundamental de la materia para poder llevar adelante el objeto de esta tesis: realizar una valuación del gigante del fútbol inglés, el Manchester United PLC. Se comenzará desarrollando los métodos y prácticas a través de las cuales los clubes generan sus ingresos. Acto seguido, se estudiará la estructura de costos de estos. Analizadas ambas variables, se intentará interpretar cuáles son las principales variables que determinan el éxito y los riesgos de este negocio.

Consecuentemente, la siguiente etapa se centrará en el análisis de los estados contables, para identificar las principales cuentas patrimoniales, los principales activos que tiene el deporte profesional,

cómo se valúan y de qué manera difieren con el resto de las industrias. Por otra parte, se describirán las consideraciones a la hora de determinar cómo se financian esos activos.

Abandonando la teoría contable, se repasarán la estructura y el rol de los órganos de gobierno en los deportes profesionales, así como también de los agentes o representantes que toman posiciones de gran relevancia al momento de la negociación de los contratos de los atletas.

Por último, se realizará un análisis acerca de cómo los resultados deportivos influyen en el desempeño financiero de los clubes profesionales. El desarrollo de esta sección estará basado en el estudio y la lectura realizada sobre bibliografía especializada en este aspecto.

3.3.1 Generación de ingresos y estructura de costos en los deportes profesionales

Como se ha mencionado en reiteradas ocasiones durante este trabajo, las principales fuentes de ingresos en el deporte profesional son los derechos audiovisuales, los acuerdos de patrocinio y los ingresos de los eventos deportivos. Por supuesto que cada deporte tiene sus particularidades, sin embargo, en general las aquí mencionadas suelen ser siempre las más importantes. Sin embargo, a la hora de analizar estados contables, reportes de resultados trimestrales, y demás informes de índole financiera, veremos que los ingresos en los deportes profesionales se clasifican bajo este *mix* de ventas: (i) *Matchday*, (ii) ingresos comerciales y (iii) derechos audiovisuales.

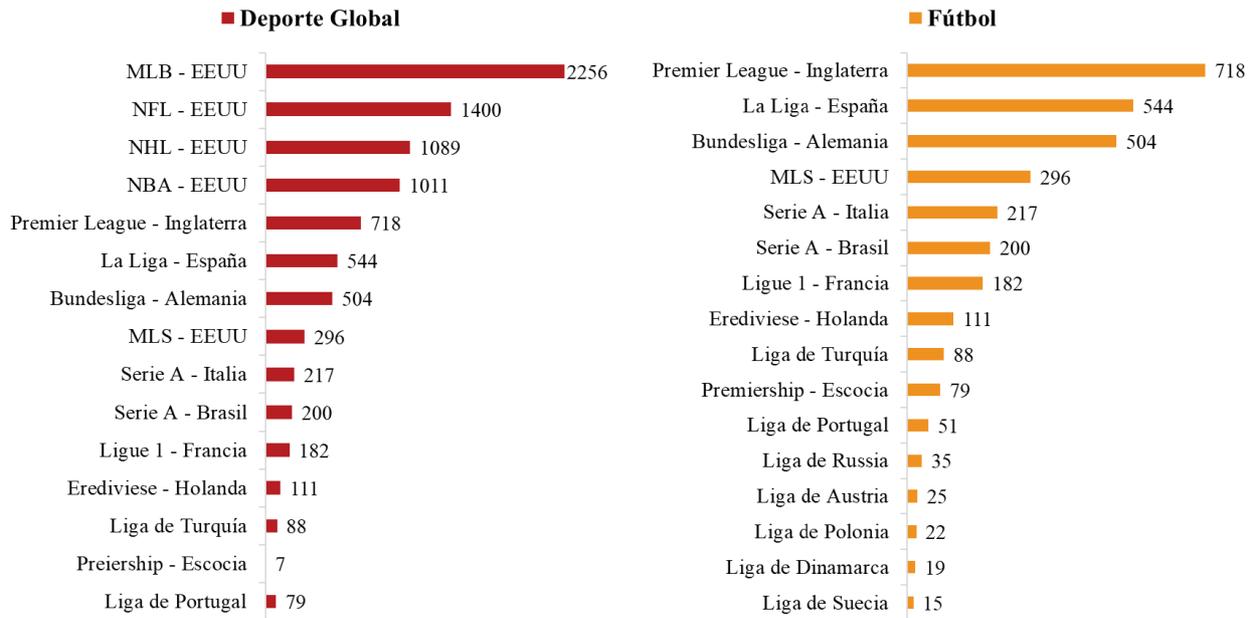
3.3.1.1 *Matchday Revenues*

Anteriormente, y con el objetivo de simplificar las ideas que estaban siendo descritas, nos hemos referido a al concepto de “venta de entradas a los seguidores”. La realidad es que, en la industria del deporte profesional, este tipo de ingreso tiene un concepto más amplio que sólo la venta de entradas. En la jerga de la gestión deportiva, a este ingreso se lo llama “*Matchday Revenue*”, por renta o ingresos del día de partido, en inglés. Esto quiere decir, que el concepto engloba todo lo que el club genera a partir de la asistencia de personas al evento del partido, en referencia principalmente los seguidores.

Como bien sabemos, para los eventos deportivos también se venden entradas de protocolo por distintos índoles corporativos u organizativos, y se proveen distintos servicios a los espectadores. Entonces, con el concepto de *Matchday*, además de la entrada, se incluyen los abonos por temporada, paquetes de hospitalidad, los consumos de alimentos y bebidas, el estacionamiento. Entonces, todo concepto que depende de la realización del evento deportivo para materializar el ingreso de fondos es considerado dentro del “*Matchday Revenue*”.

Este concepto de ingresos es el más antiguo y proviene desde el seno del deporte de aficionados. Por supuesto que la profesionalización del deporte y el desarrollo como producto o servicio de este hizo que los clubes encontraran distintas maneras de capitalizar y multiplicar el ingreso por asistente al día del partido. A menor nivel de profesionalismo, este ingreso se vuelve más relevante, ya que le brinda seguridad y estabilidad financiera al club y abarca una mayor porción del *mix* de ventas. Volviendo al profesionalismo, se estima que los deportes profesionales generan en concepto de *Matchday revenue* más de US\$50MM de ingresos anuales, dentro de los aproximadamente US\$500MM de ingresos totales que se estiman genera la industria, es decir, alrededor de un 10%.

Figura 3.5 *Matchday Revenues* a nivel global, 2017. Figuras en millones de dólares.



Nota: Principales competencias deportivas y su ingreso por *matchday* generado en 2017 a nivel global (izquierda) y en el fútbol en particular (derecha). Fuente: Sportsvalue (2019).

Como puede observarse en la **Figura 3.5**, los deportes americanos son los que mejor capitalizan este tipo de ingresos. Una de las razones son sus estadios, ya que todos o la gran mayoría de los estadios que albergan deportes profesionales son de gran capacidad. Por ejemplo, en la NFL de fútbol americano, el estadio de menor capacidad es el Soldier Field en Chicago con una capacidad de 61.500 espectadores sentados, mientras que en el otro extremo la capacidad del MetLife Stadium en Nueva York es de 82.500¹¹. El promedio de la liga es de 70.000 espectadores, y todos juntos podrían albergar aproximadamente 1.000.000 de espectadores por semana entre las 30 franquicias. Esto es similar en la NBA y la MLB. Para tomar dimensión, los estadios de la Premier League (temporada 2023/2024) van desde los 11.000 a los 74.000 del Manchester United, con un promedio de 20.000¹²; La Liga de España (temporada 2023/2024) tiene estadios que van desde los 11.000 a los más de 99.000 del FC Barcelona, con un promedio de 38.000¹³.

Por la razón antes mencionada, no es extraño ver a los deportes americanos ocupando los primeros puestos. Recordando todos los conceptos que abarca *Matchday Revenue*, con este nivel de audiencia, todo se multiplica. Aún más, si alguna vez tuvo la oportunidad de asistir a un evento americano o presenciarlo por televisión, es notoria la explotación comercial del evento en sí, lo más parecido a un espectáculo en su totalidad. El dato curioso de la información evidenciada por Sportsvalue es el de la MLB, la liga profesional de *baseball* americano, liderando el ranking en ingresos por *Matchday*. Los ingresos totales de esta liga se

¹¹ Stadiums of Pro Football. NFL Stadium Comparisons. Recuperado de [NFL Stadium Comparisons \(stadiumsofprofootball.com\)](https://www.stadiumsofprofootball.com/)

¹² Transfermarkt (2024). Premier League. Recuperado de [Premier League - Stadium overview | Transfermarkt](https://www.transfermarkt.com/premier-league/stadium-overview)

¹³ Statista (2023). La Liga: stadiums' capacity 2023-2024. Recuperado de [La Liga: soccer stadiums' capacity 2023/2024 | Statista](https://www.statista.com/statistics/1108112/la-liga-stadiums-capacity-2023-2024/)

estiman en US\$9.5MM anuales¹⁴. Esto quiere decir que en esta disciplina aproximadamente el 23% de los ingresos son generados en el día del partido, el doble que el promedio de los deportes profesionales.

Otro dato particular que se puede observar, y que demuestra nuevamente cómo los americanos explotan esta fuente de ingresos, es la posición de su liga de fútbol (o *soccer*, como ellos lo llaman). La MLS ocupa el octavo lugar y supera a la Serie A italiana y la Ligue 1 francesa que forman parte de las cinco grandes ligas de fútbol del mundo. También se puede observar el tremendo crecimiento comercial que ha tenido la liga de Brasil en Sudamérica, que los argentinos han sufrido con sus equipos cada vez más competitivos en las competiciones continentales Copa Libertadores y Copa Sudamericana de la CONMEBOL.

3.3.1.2 Ingresos comerciales

Este tipo de ingresos hacen referencia a aquellos que se desprenden del acuerdo comercial con otra empresa o marca, donde la entidad deportiva se beneficia de una inyección de fondos y potencialmente bienes y servicios, mientras que su socio logra principalmente publicidad y promoción a través de la exhibición de su marca. En términos generales, hay tres distinciones entre: (i) los acuerdos con proveedores de indumentaria, (ii) los acuerdos de patrocinio, y (ii) los derechos de nombre de los estadios. Comenzaremos hablando de los acuerdos de provisión de indumentaria (*kit supplier agreements*). Claro que, con el nivel de exposición que tienen los deportes profesionales las marcas deportivas buscan vestir a los equipos y deportistas como estrategia de marketing, persiguiendo popularidad o la identificación con ciertos valores dentro y fuera de la cancha. No sólo proveen de indumentaria y accesorios, sino que además desembolsan considerables sumas de dinero para obtener esta posibilidad frente a la competencia.

Los acuerdos por provisión de indumentaria se manifiestan de diferentes maneras dependiendo los distintos deportes. En los deportes americanos Nike ha pisado fuerte en su tierra y ha cerrado acuerdos colectivos con las mayores ligas deportivas como la NFL, la NBA, la MLB y la NHL. Esto quiere decir que la marca provee de equipamiento a todos los equipos incluidos. El más importante, de acuerdo con los números publicados, es el de la NBA que ronda los US\$1MM durante 8 años¹⁵. Por otra parte, el fútbol se caracteriza por tener acuerdos entre las marcas y los clubes. El universo de acuerdos es muy amplio, pero para dar un contexto el acuerdo de indumentaria más importante en el fútbol es el que firmaron Adidas y el Real Madrid CF para el período 2020-2028 por un valor de €960M¹⁶, prácticamente lo mismo que la liga más importante de básquetbol del mundo. Boca Juniors, uno de los clubes más importantes del país, tiene un acuerdo también con Adidas por US\$100M en 10 temporadas¹⁷.

Como se sabe, el proveedor de la indumentaria no es la única marca que aparece en las camisetas. Los patrocinadores o *sponsors* son una parte fundamental dentro del ingreso de las competiciones y los equipos profesionales. Las entidades deportivas han sabido aprovechar muy bien el potencial de exposición que les ofrecen a las marcas y es muy común ver una categorización dentro de los patrocinadores. Esta segregación les permite cerrar mejores acuerdos, por ejemplo *main sponsor* hay uno sólo, el centro de las camisetas de los equipos lleva un único logo, mientras otras marcas deben conformarse con aparecer en las

¹⁴ Gough, C. (2023). Total revenue of Major League Baseball 2001-2022. *Statista*. Recuperado de [MLB league revenue 2022 | Statista](#)

¹⁵ Rovell, D. (2015). NBA signs deal with Nike; logo to appear on uniforms. *ESPN*. Recuperado de [NBA signs 8-year apparel deal with Nike - ESPN](#)

¹⁶ Football Benchmark. (2023). SPONSORSHIP OVERVIEW 2023/24. *Football Benchmark*. Recuperado de [Football Benchmark - Sponsorship overview 2023/24](#)

¹⁷ Dixon, E. (2019). Boca Juniors dump Nike for Adidas in US\$100m new kit deal. *Sportspromedia*. Recuperado de [Boca Juniors dump Nike for Adidas in US\\$100m+ new kit deal - SportsPro \(sportspromedia.com\)](#)

mangas, pantalones, en la gráfica de los estadios, ser mencionados por la voz del estadio, etc. Por ejemplo, la AFA le da lugar a Adidas (también proveedor de la indumentaria de todos los seleccionados) y American Express como *main sponsors*. Si bien en la camiseta no aparece ninguna marca, luego le da lugar a más de 5 categorías diferentes de patrocinadores con distintos aportes.

Por lo general, el acuerdo más importante dentro de este segmento es aquel que se termina reflejando en el centro de la camiseta de los equipos en cuestión. Volviendo a nuestros ejemplos anteriores, Emirates, la aerolínea de los Emiratos Árabes Unidos, le aporta €70M por temporada al Real Madrid (2022 a 2026)¹⁸, mientras que Boca Juniors recibe de la empresa de apuestas online Betsson unos US\$7M por la única temporada que dura el acuerdo¹⁹. En su totalidad, el Real Madrid generó unos €403M en ingresos comerciales en la temporada 2022/2023²⁰, mientras que Boca Juniors generó unos US\$18M²¹ en la misma temporada.

Los acuerdos con sus proveedores de indumentaria están incluidos dentro los números citados, lo que permite entender lo importante que son los *kit supplier agreements* en el deporte, Adidas representa para ambos clubes un 38% y un 56%, respectivamente, sobre el total de los ingresos comerciales. Por otro lado, el hecho de que Emirates represente únicamente un 17% del total de ingresos comerciales del club español, mientras que Betsson representa un 38% del total de ingresos comerciales del club argentino. De esta forma, se muestra la concentración, y por ende, la dependencia y el poder de negociación de los clubes con sus respectivos socios comerciales.

Una particularidad que aún comparten ambos clubes, y nos permite introducir la tercera fuente de ingresos comerciales citada, es que en ningún caso estas entidades explotan los derechos del nombre de sus estadios. El primer estadio que llevó el nombre de una marca fue el Fenway Park, a partir de una compañía de bienes raíces de la ciudad de Boston, que desde su fundación lleva ese nombre y es el estadio más antiguo de la MLB y la casa de los Boston Red Sox. El primer estadio en haber vendido y modificado su nombre fue el Wrigley Field, de la franquicia de fútbol americano Chicago Cubs en 1926. Nuevamente vemos al deporte americano como un pionero y muy adelantado al resto del mundo en cuanto a la explotación comercial del deporte. En el fútbol europeo, la venta de los derechos de los estadios empezó a popularizarse a partir de los 2000.

Hoy en día, en el mundo del fútbol este mercado (*stadia naming rights*) creció principalmente en Alemania, con más de 10 equipos compitiendo en la Bundesliga que han vendido los derechos de nombre de sus estadios a alguna marca. El más conocido es el Allianz Arena, sede del FC Bayern München, que lleva el nombre de la compañía aseguradora desde su construcción en 2002 (en un acuerdo de 30 años). Sin embargo, en el resto de las 5 grandes ligas del fútbol europeo los estadios nombrados a partir de marcas no llegan a los 5 en cada liga. Es decir, aún es un mercado por desarrollar, y dado que las oportunidades son finitas es una gran oportunidad de ingresos para los clubes. Los nombres de los estadios europeos mantienen una fuerte tradición y es una relación de pertenencia muy importante para los hinchas, esta es una de las principales razones por las cuales los nombres se mantienen. En 2011, los nuevos dueños quisieron darle su nombre al estadio del Newcastle inglés, y lo renombraron Sports Direct Arena. Menos de un año después, luego de varias protestas en las calles e incluso los medios deportivos rechazando llamar al estadio por su

¹⁸ Football Benchmark. (2023, 17 de agosto). SPONSORSHIP OVERVIEW 2023/24. Recuperado de [Football Benchmark - Sponsorship overview 2023/24](#)

¹⁹ Olé. (2023, 21 de junio). Betsson, nuevo sponsor en la camiseta de Boca: qué es y qué equipos lo tienen. Recuperado de [Betsson, nuevo sponsor en la camiseta de Boca: qué es y qué equipos lo tienen :: Olé - ole.com.ar](#)

²⁰ Deloitte. (2024). Deloitte Football Money League 2024. Recuperado de [Deloitte Football Money League 2024 | Deloitte UK](#)

²¹ Club Atlético Boca Juniors Asociación Civil. (2023). Memoria y Estados Contables correspondientes al ejercicio económico finalizado el 30 de junio 2023. Recuperado de [balance_01_07_22_al_30_06_23_firmado.pdf \(bocajuniors.com.ar\)](#)

nuevo nombre, terminaron volviendo el cambio atrás y el estadio hoy mantiene su histórico nombre St. James' Park.

3.3.1.3 Derechos audiovisuales

Los derechos audiovisuales han crecido exponencialmente de los 90s, y se han convertido en un componente primordial del ingreso operativo de los deportes profesionales. Nuevamente los deportes americanos pican en punta y han asegurado los acuerdos más importantes a nivel global. En 2021, la NFL renovó los derechos audiovisuales y acordó con 6 empresas de medios por la impresionante cifra de casi US\$110MM por 11 años hasta 2033 (aproximadamente US\$10MM por temporada)²². Dentro de los nuevos socios de la liga de fútbol americano se encuentran las tradicionales de medios deportivos FOX, NBC, CBS e ESPN, pero además también participan YouTube y Amazon Prime Video. Una característica que diferencia los acuerdos americanos es también que suelen ser más largos que en Europa, una estrategia que utilizan para asegurar un ingreso de largo plazo y mitigar riesgos.

En el Viejo Continente, la English Premier League es quien ostenta los derechos de televisión más valiosos, y cerró recientemente una serie de acuerdos por un total de £6.7MM por 4 temporadas (£1.7MM por temporada)²³. Los acuerdos en Europa son más cortos, y esto es aprovechado por las ligas para intentar mejores beneficios en cada renovación. Dentro de lo que es el mundo del fútbol, la liga inglesa históricamente se situó por encima de sus pares. Aunque La Liga española ha recortado terreno en los últimos años, no ha logrado acercarse a los números de la EPL que, al día de hoy duplica el ingreso por temporada.

Figura 3.6 Mayores acuerdos por derechos audiovisuales en el deporte profesional. Valores en miles de millones de dólares americanos.

Liga	Derechos audiovisuales	Duración	Derechos audiovisuales Valor por temporada
NFL	\$ 110,0	11	\$ 10,0
NBA	\$ 24,0	9	\$ 2,7
MLB	\$ 12,7	7	\$ 3,2
English Premier League	\$ 8,5	4	\$ 2,1
La Liga	\$ 5,3	5	\$ 1,1
Serie A	\$ 4,8	5	\$ 1,0
Bundesliga	\$ 4,7	4	\$ 1,2

Nota: Cuadro de elaboración propia en base a múltiples fuentes²⁴. El cuadro lista los acuerdos existentes, o aquellos aún por ejecutarse pero que ya han sido acordados.

²² Belson, K. and Draper, K. (2021, 18 de marzo). N.F.L. Signs Media Deals Worth Over \$100 Billion. *New York Times*. Recuperado de [N.F.L. Signs Media Deals Worth Over \\$100 Billion - The New York Times \(nytimes.com\)](https://www.nytimes.com/2021/03/18/sports/nfl-media-deals/)

²³ Iaria, M. (2023, 14 de diciembre). Tv Rights: Behind The Premier League's Latest Deal. *Football Benchmark*. Recuperado de [Football Benchmark - TV Rights: Behind the Premier League's Latest Deal](https://www.footballbenchmark.com/news/tv-rights-behind-the-premier-league-s-latest-deal/)

²⁴ Galov, N. (2023, 6 de marzo). Everything You Need to Know About the Sports TV Deals in 2023. *Webtribunal*. Recuperado de [Everything You Need to Know About the Sports TV Deals in 2023 \(webtribunal.net\)](https://www.webtribunal.net/everything-you-need-to-know-about-the-sports-tv-deals-in-2023/)

Crupi, A. (2024, 1 de febrero). What You Need To Know About U.S. Sports Tv Contracts. *Sportico*. Recuperado de [Sports Television Contracts in the U.S. \(sportico.com\)](https://www.sportico.com/what-you-need-to-know-about-u-s-sports-tv-contracts/)

Hay una serie de factores que influyen en el nivel de acuerdos que puede lograr una liga. No es coincidencia que los últimos años La Liga de España haya mejorado notablemente el valor de sus derechos audiovisuales, durante una década disfrutó de la competencia de Leonel Messi y Cristiano Ronaldo en los dos equipos más importantes y populares del país, el FC Barcelona y el Real Madrid CF, respectivamente. Sin embargo, la Premier League es tal vez la liga más competitiva, los campeones cambian año tras año lo que mejora el ya discutido balance competitivo. Será interesante ver qué ocurre en este sentido con la hegemonía que está construyendo el Manchester City. Desde la llegada de sus inversores de Emiratos Árabes en 2008 el club ganó 7 ligas, 5 de ellas en los últimos 6 años.

Los derechos audiovisuales han redundado en miles de millones de dólares para los deportes mencionados. Por otra parte, internet y la globalización han permitido que todos los deportes lleguen a cualquier rincón del mundo, y en el medio los derechos de televisión han engrosado también las arcas de todos los deportes, permitiendo su desarrollo y masificación a lo largo de todo el globo.

3.3.1.4 Estructura de costos

El deporte profesional funciona como cualquier mercado. Así, quienes lo componen, empresas o clubes, buscan generar los suficientes ingresos para cubrir los costos necesarios para hacerlo y generar una rentabilidad. Sin embargo, dentro de la estructura de costos podemos diferenciar la injerencia de dos conceptos en particular a diferencia de otras industrias: el salario de los jugadores y las tasas de transferencia propias de la incorporación de jugadores (*transfer fees*). Conceptualmente, los salarios se pagan en todas las empresas, y hasta suele ser un componente importante, pero en el deporte de equipos particularmente se destaca entre los demás. Nos referimos a la paga periódica, que suele ser acordada en base anual, y a conceptos adicionales como bonos y premios. Desde el punto de vista de los atletas, su ingreso se compone además de lo que es capaz de generar fuera de la cancha, mediante patrocinios, acuerdos comerciales con otras marcas y derechos de imagen, entre otros. Para los fines de este trabajo, se enfocará en los salarios que los clubes pagan y que constituye en cuyo caso un costo para éstos.

En relación a la tasa de transferencia de jugadores, para la consideración de este trabajo, enfocado en el fútbol, es trascendental. Sin embargo, cabe aclarar que no todos los deportes contienen este factor. Para empezar, es propio de los deportes de equipo, pero, además, no todos los deportes tienen lo que se llaman “mercados de transferencias” de jugadores. Por ejemplo, el deporte americano se caracteriza por el sistema de “*draft*”. Bajo este sistema, se determina un orden a partir del cual los equipos tienen el derecho a contratar un jugador. Puede ser directo (los equipos que tuvieron mejor rendimiento la última temporada son los primeros en elegir), o indirecto (los que peor rindieron comienzan eligiendo, esto justamente busca aumentar el balance competitivo). Se acuerda la duración del contrato y al finalizar el mismo, el jugador vuelve a estar dentro de los elegibles en el *draft*.

Contrario a este modelo, en el cricket las tasas de transferencia son relativamente altas dado que el mercado funciona como una subasta. Antes del inicio de cada temporada, los jugadores que se encuentran sin contrato se registran en la subasta, y a los equipos participantes se les asigna un presupuesto. De esta

Dixon, E. (2023, 17 de noviembre). What is the domestic TV rights picture in Europe's 'big five' soccer leagues?. *Sportspromedia*. Recuperado de [What is the domestic TV rights picture in Europe's 'big five' soccer leagues? - SportsPro \(sportspromedia.com\)](#)

Brown, M. (2021, 14 de mayo). MLB's \$4 Billion ESPN Media Rights Extension Brings The League's Total Broadcast Value To \$12 Billion Over 7 Years. *Forbes*. Recuperado de [MLB's \\$4 Billion ESPN Media Rights Extension Brings The League's Total Broadcast Value To \\$12 Billion Over 7 Years \(forbes.com\)](#)

manera, los equipos empiezan a realizar ofertas a los jugadores que pretenden bajo el formato de subasta. El proceso termina cuando no quedan jugadores elegibles, o cuando los equipos hayan agotado sus presupuestos. El sistema busca una distribución equitativa del talento. Sin embargo, a veces se generan tasa altas de transferencia. En el fútbol, el mercado de pases o transferencias es más flexible y discrecional, y hay ciertos límites, aunque los equipos tienen libertad para asignar sus presupuestos, lo que a veces genera desbalances financieros.

Entre los dos componentes de la estructura de costos mencionados, suele ser el salario de los jugadores la principal preocupación a la hora de gestionar los costos de los clubes y el culpable de generar los mayores problemas financieros. Con el correr de los años, la diversificación de los ingresos de los deportes le ha dado más poder a los atletas. Los clubes tienen un gran valor comercial en su marca, y, sin embargo, los atletas son el factor dinámico y diferente que no sólo tienen su aporte en el desempeño deportivo sino también en lo comercial: la atracción de aficionados, la venta de camisetas, la exposición mediática, la atracción de marcas y socios comerciales interesados. Hasta los propios derechos audiovisuales, cuánto vale tener o no a Lionel Messi y Cristiano Ronaldo para un equipo o competencia. Con el mencionado incremento en el poder de negociación de los jugadores, también ha crecido la presión salarial para los clubes.

3.3.2 El análisis de estados contables en el deporte profesional

Como a lo largo de todo el trabajo, esta sección no pretende entrar en todos los detalles de la teoría contable, sino describir los conceptos y cuentas dentro de los estados contables que son propios de los deportes profesionales o representan una injerencia particular para su análisis financiero. Dicho esto, se hará un repaso sobre el estado de situación patrimonial, estado de resultados, estado de evolución del patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo. Al analizar también los estados contables se recuerda que los clubes o instituciones deportivas no siempre persiguen la rentabilidad o la maximización de ganancias.

3.3.2.1 Estado de situación patrimonial y estado de resultados

Con el fin de continuar desarrollando los conceptos hasta el momento, y siguiendo la línea del funcionamiento del negocio, se iniciará analizando el estado de resultados. Así, los equipos profesionales generan sus ganancias a través de *matchday*, acuerdos comerciales y derechos audiovisuales. Por el lado de los costos, se destacan los salarios como el concepto más relevante. Los salarios de los jugadores, cuerpo técnico, y demás personas involucradas en lo que se puede concebir como el producto o servicio que el deporte vende, se registran dentro de los costos de ventas. Dentro de esta línea de costos también se considera todo lo necesario para poder ofrecer el espectáculo, donde puede mencionarse, por ejemplo, los gastos de energía o los gastos de seguridad en los días de partido. Otros gastos asociados a las jornadas de entrenamiento del equipo, como los viajes para afrontar los compromisos, forman parte del costo de ventas. Los ingresos menos los costos de ventas nos dan el resultado bruto.

Ahora bien, ¿cómo entra en juego el resultado por la compra y venta de jugadores en los estados contables de un equipo? Antes de adentrarse en este tema, no todos los deportes profesionales tienen este condimento, aunque enfocándose en el fútbol, los mercados de pases tienen lugar cada 6 meses. El resultado, positivo o negativo, por la venta de jugadores durante las mencionadas ventanas se registran por debajo del resultado bruto, pero forma parte del resultado operativo. Por lo general se muestra como “resultado por enajenación de activos intangibles” (“*profit/loss on disposal of intangible assets*”) o similar - algunos balances lo incluyen dentro de “otros ingresos o egresos operativos” o similar.

Como es sabido, el estado de resultados y el estado de situación patrimonial están directamente relacionados, por lo que se repasará brevemente esto último previo a explicar contablemente el proceso de compra-venta de jugadores y su registro. El estado de situación patrimonial permite tener una perspectiva de la posición financiera de un negocio en un determinado momento del tiempo, entendiendo cómo se componen los activos que permiten a la entidad generar ingresos, y de qué manera se financian. Los activos están compuestos por la propiedad y los derechos, naturalmente se encontrará de este lado a los jugadores, precisamente dentro de los activos intangibles no corrientes. El motivo por el cual se consideran intangibles, según las normas IFRS, es porque el registro se relaciona a los derechos contractuales, no al jugador en sí, por un período de tiempo finito que corresponde a la duración del contrato²⁵. Es decir, los jugadores no son realmente propiedad del club, sino que el club tiene el derecho a explotar el activo por un tiempo determinado. Como todo activo que tiene una utilidad finita, los derechos contractuales de los jugadores son afectados por la amortización contable de su valor.

3.3.2.2 El proceso de registración contable de los derechos contractuales de los jugadores

Por lo que descripto anteriormente se concluye que, tras un mercado de pases, los clubes adquieren los derechos contractuales de un jugador mediante el pago de su valor y registran los derechos como activos intangibles no corrientes. Como ocurre muchas veces con los activos, el valor de mercado de los jugadores es volátil y se ve afectado por múltiples variables. Por eso, el valor contable al que se activan los derechos adquiridos es el efectivamente pagado, incluyendo los gastos asociados. La erogación de fondos puede ser observada en el estado de flujo de efectivo, en el flujo de fondos de las actividades de inversión, similar a una inversión de capital. Asimismo, este activo intangible sufre de la depreciación de su valor, que consiste en la amortización del bien que se estima dividiendo el valor de adquisición por la duración del contrato firmado con el jugador. A medida que transcurren los años, el activo intangible irá reduciendo su valor, producto de su depreciación acumulada, hasta valer contablemente cero (0) (UEFA). Por supuesto, esto no quiere decir que el jugador no tiene ningún valor, aunque contablemente se refleje así.

Ante la renovación del contrato con el jugador durante la vigencia de este, el valor de los derechos neto de la amortización acumulada se divide nuevamente por la cantidad de años del nuevo contrato, reduciendo de esta manera la carga de amortización anual correspondiente a los derechos de este jugador en particular.

Según las normas contables, en este caso las de la UEFA, los gastos como el premio por firmar que se le paga a un jugador (*signing fee* o *signing bonus*), no se pueden activar como parte de la adquisición del jugador y forman parte de los gastos de compensación de los jugadores (salarios). De esta forma, ante el evento de renovación de un contrato que ha expirado, se produce el mismo efecto contable que en la adquisición de un jugador como agente libre, es decir sin un contrato firmado con otro club. Esto es, no se activa ningún gasto y por lo tanto no se registran estos derechos contractuales como un activo. Ocurre lo mismo con jugadores formados en las divisiones inferiores que son promovidos al plantel profesional. Esto genera una valuación contable del plantel profesional que puede tener grandes diferencias con su valor de mercado. A pesar de esto, no hay estándares contables que definan esta situación de otra manera.

Al vender un jugador, el proceso contable requiere reflejar el resultado de la venta en el estado de resultados y la desactivación de los derechos contractuales del jugador del activo en el balance. Para esto hay que tener en cuenta el resultado de la venta, el que está determinado por el valor efectivo de venta de

²⁵ Brewster, P. *The domestic transfer market recently closed for English Premier League clubs and some fans will be fairly happy with their club's summer business, while others, to the contrary, will not.* Fcbusiness. Recuperado de [In Focus: Player Acquisitions & Accounting Rules - fcbusiness](#)

los derechos del jugador (valor de mercado), menos su valor residual contable al momento de la venta. Si el valor de la venta supera el valor residual, el club registrará un ingreso en el estado de resultados, el caso contrario conlleva registrar una pérdida en el estado de resultados. Dado la agresividad del esquema de amortización, los derechos de los jugadores pierden su valor contable rápidamente. Por esta razón es poco probable que el valor de venta del jugador esté por debajo de su valor residual, lo cual protege de alguna manera el balance de los clubes. En todo caso, el retorno sobre la inversión realizada es una discusión aparte, aunque una mala gestión en este sentido sin duda generará problemas financieros por el capital mal invertido.

Por último, para cerrar el ciclo contable de un jugador de fútbol se debe mencionar el concepto de *impairment*, que refiere al deterioro o pérdida de valor de un activo. Este concepto es bastante parecido a cualquier otra industria, si el bien se deteriora esta pérdida debe reflejarse correspondientemente. Las normativas contables le requieren a los clubes realizar un *impairment* si el valor de mercado de un jugador, lo que se consideraría el valor recuperable en caso de una venta, es menor al valor residual en el balance. Esto trae algo de polémica ya que no hay un registro legal o una entidad certificada para determinar el valor de mercado de un jugador, ya que sólo existen estimados. Por eso, las normas contables determinan ciertos escenarios en los cuáles se debe aplicar un *impairment* por la totalidad del valor residual de los derechos de los jugadores, y la UEFA hace referencia a dos situaciones. La primera es cuando el jugador sufre una lesión que puede significar el fin de su carrera, o cuando el jugador se ve inhabilitado permanentemente a seguir jugando al fútbol por la razón que fuera. La segunda situación es, si el club ya comprometió la venta de un jugador (ya se firmaron los contratos), y, sin embargo, este evento ocurrirá con posterioridad al cierre del balance. En ambos casos la UEFA permite afectar un costo por la totalidad del valor residual de los derechos del jugador.

En el fútbol, las normas contables están lejos de ser perfectas, algunos las consideran incompletas, y eso dificulta el análisis financiero de los clubes. Si bien este trabajo busca establecer el marco de una valuación a un club de fútbol, y este aspecto es relevante, no es el objetivo realizar una revisión del proceso contable completo. Para beneficio del lector, en caso de ser de interés, Roberto Maglio y Andrea Rey (2017) realizan un repaso sobre los agujeros en la normativa contable correspondiente a este deporte.

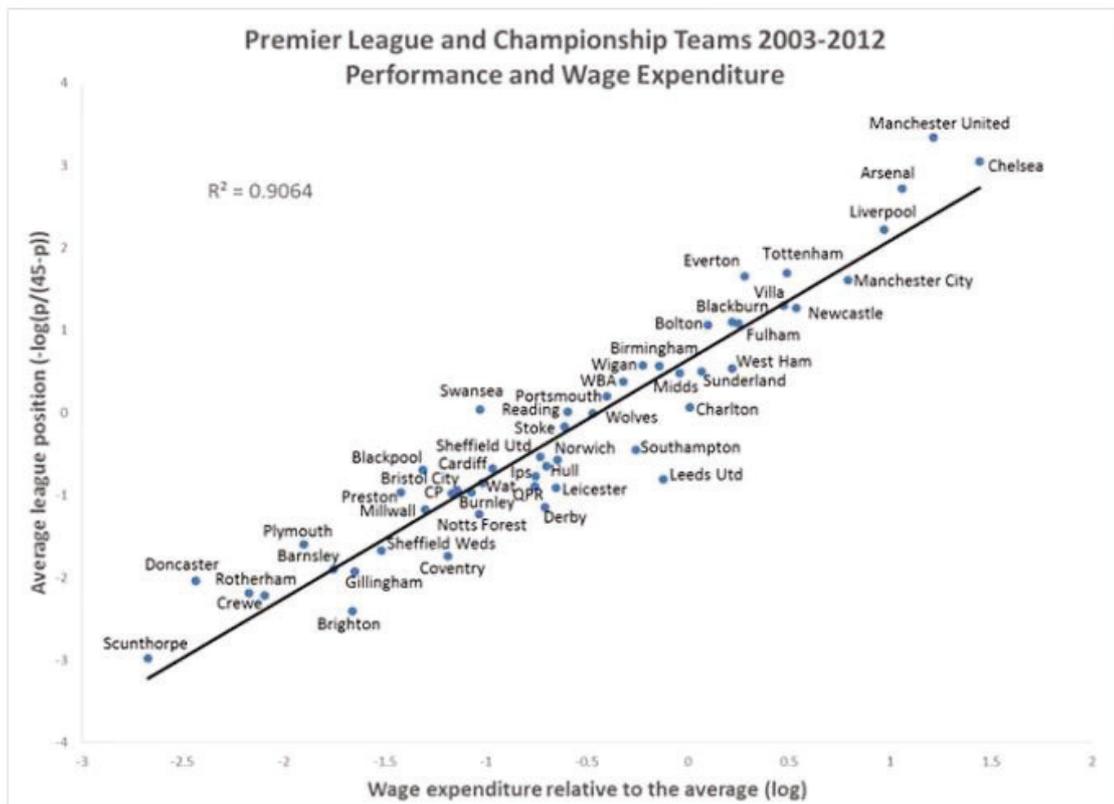
Consolidando todo lo descripto, la totalidad de las operaciones de venta de jugadores al terminar el año fiscal determina el resultado neto por la enajenación de jugadores, concepto que puede tener incluido los mencionados *impairments*, a menos que estén discriminados. Por el lado del activo, la sumatoria de todos los valores de registro de cada uno de los derechos contractuales de los jugadores, menos sus respectivas depreciaciones acumuladas, determinarán el valor neto de los derechos contractuales de los jugadores, o en otras palabras, el valor contable del plantel profesional.

3.4 Relación entre el desempeño deportivo y financiero en los deportes profesionales.

En efecto, existe una relación entre la capacidad financiera de un club y su desempeño deportivo, por el simple hecho de que permite inversiones para estar a la vanguardia en cuanto a recursos e infraestructura. Asimismo, los desempeños deportivos conllevan mejores resultados que se traducen en ingresos. Los clubes asumen riesgos e invierten fondos con la expectativa de tener éxito en las competiciones que participan, y, por ende, ganar popularidad entre los seguidores del club y del deporte. Quienes logran éxitos deportivos encuentran más fácil el crecimiento vía la continua mejora del equipo profesional, la infraestructura del club o expandiendo la capacidad del estadio. Por el contrario, los clubes no exitosos deportivamente tienden a encontrar problemas financieros, ya que esto afecta las ventas y dificulta afrontar los costos incurridos con otras expectativas.

Existe una correlación directa entre los ingresos que obtiene un club, el gasto en salarios y la posición que alcanzan en la liga año tras año, y la misma se acentúa en períodos de tiempos más largos (Szymanski, 2020). Entonces, los clubes gastan en mayores salarios para atraer mejores jugadores, los que suelen obtener mejores resultados deportivos en la mayoría de los casos. Los resultados atraen mayores ingresos, y a medida que transcurren las temporadas, lo que alimenta la capacidad de pagar mejores salarios. Asimismo, estadísticamente la mayor inversión en adquisición de jugadores también suele traducirse, a la larga, en mejores resultados deportivos (Hall, Szymanski y Zimbalist, 2002). Ahora bien, los resultados negativos traen efectos completamente contrarios, especialmente en aquellos deportes como el fútbol que están organizados en competencias abiertas.

Figura 3.7 Relación entre gastos en salarios y resultado en la tabla de posiciones



Nota: Gráfico que muestra la relación entre el gasto promedio en salarios y la posición promedio en la tabla, a lo largo de las temporadas de la primera y segunda división inglesa entre 2003 y 2012. Fuente: Szymanski, 2020.

Los ascensos y descensos tienen consecuencias financieras en los clubes, dado que impactan de manera directa en todas las líneas de ingresos. Mientras que la pérdida de categoría viene aparejada con menores ingresos por acuerdos comerciales y derechos audiovisuales, los ingresos por *matchday* también suelen caer: si bien puede no disminuir el aforo en los estadios, el espectador suele estar dispuesto a pagar un precio menor por ver a su equipo en una categoría inferior. En el sentido opuesto, la mayor exposición que logran aquellos clubes que obtienen ascensos a categorías superiores les permiten mayores ingresos. (Noll, 2002).

En los deportes como el fútbol o el *Rugby Union*, el hecho de lograr terminar una temporada dentro de los primeros puestos les otorga el derecho de clasificar a competencias continentales de clubes, como

es el caso de la Copa Libertadores o la UEFA Champions League en el fútbol, o la Copa de Campeones Europeos de Rugby (hoy Heineken Cup por cuestiones de patrocinio). El simple hecho de participar en una competición de esta categoría ya significa ingresos adicionales a aquellos que perciben los clubes competidores en cada liga local, ya sea por premios, derechos audiovisuales o mejores acuerdos comerciales. Asimismo, quienes más éxito obtengan podrán engrosar el resultado económico de dicha participación. Estos ingresos para una minoría de clubes representan una ventaja respecto de sus competidores en cada liga local, lo que termina incrementando la brecha financiera y deportiva entre los distintos clubes (Pawlowski, Breuer y Hovemann, 2010).

La relación entre desempeño deportivo y financiero también está afectada por el tipo de propietario que tienen un club (Plumley, Ramchandani y Wilson, 2013). Los clubes que tienen dueños privados, y principalmente locales, son más propensos a tener problemas financieros, e incluso a tener inconvenientes con las regulaciones financieras (*fair play* financiero). Por otro lado, los clubes que cotizan públicamente tienen mejores manejos financieros. La relación con desempeño deportivo recae en la correlación entre la inversión y el éxito deportivo, y en este sentido es relevante la salud financiera para satisfacer ese requerimiento. El estudio citado se basa en el caso de la *English Premier League*, para el cual destacan que, dentro de los dueños privados, aquellos que representan inversores extranjeros suelen disponer de más fondos para realizar inversiones.

En línea con lo descrito se puede comprobar que si existe una relación entre el desempeño deportivo y el financiero. Si bien un club puede alcanzar este círculo virtuoso obteniendo primero los éxitos deportivos, o por el contrario invirtiendo dinero para lograrlo, está claro que ambos refuerzan la tendencia a medida que transcurren las temporadas. Citando a Breuer y Rohde (2016): “*financial success is driven by national and international sporting success, as well as brand value; sporting success is driven by team investments, and team investments tend to be driven by (foreign) private majority investors*”(abstract).

4. La industria del fútbol

El fútbol es el deporte más popular del planeta, ya que convoca la mayor cantidad de espectadores a lo largo del año y por todo el mundo. La FIFA estima que 5.000 millones de personas siguieron la Copa Mundial de Qatar 2022 (FIFA annual report, 2022) a través de algún tipo de plataforma o dispositivo: significa más del 60% de la población mundial. La popularidad que ha adquirido debido a la globalización lo han convertido en un mercado multimillonario. Según las declaraciones del propio presidente de la FIFA, Gianni Infantino, en el Foro Económico de Davos en 2020, el fútbol genera US\$200MM de ingresos anuales a nivel global²⁶, aunque el dato no fue publicado en ningún reporte oficial. Estimar el valor económico de la industria es muy difícil, previamente en este trabajo se ha mencionado que las cinco principales ligas en el mundo generaron ingresos por un valor de US\$18.9MM. Se estima que el fútbol europeo representa alrededor del 80% de los ingresos que genera este deporte a nivel global, y que dentro de dicho porcentaje el 50% lo representan las 5 mayores ligas (Pifer, Pitts, Scremin y Zhang, 2018). En base a esta información, y partiendo de los US\$18.9MM que generó el *Big 5*, se puede estimar el valor total del mercado global del fútbol en más de US\$45MM.

Dado el caso de análisis, la disponibilidad de la información, y el peso del fútbol europeo el trabajo se centrará en el análisis del mercado europeo. Los 700 clubes de primera división del fútbol europeo generaron en la temporada 2021/2022 un total de €23.9MM en ingresos considerando las tres fuentes (UEFA, 2023.), y han tenido una tasa de crecimiento anual compuesta (*CAGR*) del 5.5% para el período 2013-2023, desde €15MM en 2013, a un ritmo equivalente a €1MM por año. El crecimiento únicamente retrajo su ritmo durante 2020 y 2021 como consecuencia de la pandemia por COVID-19 (UEFA, 2023). En dicho período, el crecimiento fue sostenido por la mayor valoración de los acuerdos comerciales y de derechos audiovisuales. En términos relativos el ingreso para los clubes europeos que vivió el mayor incremento fueron los premios otorgados por la UEFA, acorde a los resultados que obtienen los clubes en las competiciones europeas. El 85% de los ingresos de la UEFA vienen de los derechos audiovisuales de sus competiciones, en línea también con los conceptos de mayor incremento a nivel clubes. Si bien toda esta información refiere a valores acumulados de los clubes europeos, es útil para entender la tendencia y los desafíos que enfrenta la industria.

Por otro lado, la industria mantiene un estado de alerta sobre la rentabilidad de los clubes. Los gastos en salarios se incrementaron considerablemente durante los años de pandemia y el 2022, producto de la inflación. El *ratio* de salarios / ingresos promedio en el fútbol europeo se mantuvo por encima del 70% en ese período, un valor considerado alto. Para 2023 los salarios han incrementado en la sumatoria de los clubes europeos de primera división un 4%. De esta manera, la recuperación en términos de ingresos llevó a la relación salarios/ingresos a un valor del 65%. Las ligas más afectadas por este fenómeno fueron la francesa y la italiana, que tuvieron pérdidas operativas acumuladas a nivel país de €556M y €376M respectivamente en 2022. Por el contrario, los clubes de la liga inglesa reportaron de manera acumulada ingresos operativos por €504M.

Asimismo, el nivel de endeudamiento de la industria se incrementó un 27% respecto a los niveles pre-pandemia, ascendiendo a un total de €26MM al término de la temporada 2022. La UEFA estimó que un 38% de los clubes que compiten en la primera división de las distintas federaciones europeas terminaron la campaña con un patrimonio neto negativo, entre ellos hay 5 en la English Premier League. En el acumulado de los clubes europeos tiene un apalancamiento del 3x (*Deuda / Equity*), y una solvencia de 19% (*Equity /*

²⁶ Forbes (2020). Gianni Infantino dijo en Davos que el fútbol genera US\$ 200.000 millones al año. Recuperado de [Gianni Infantino dijo en Davos que el fútbol genera US\\$ 200.000 millones al año - Forbes Argentina](#)

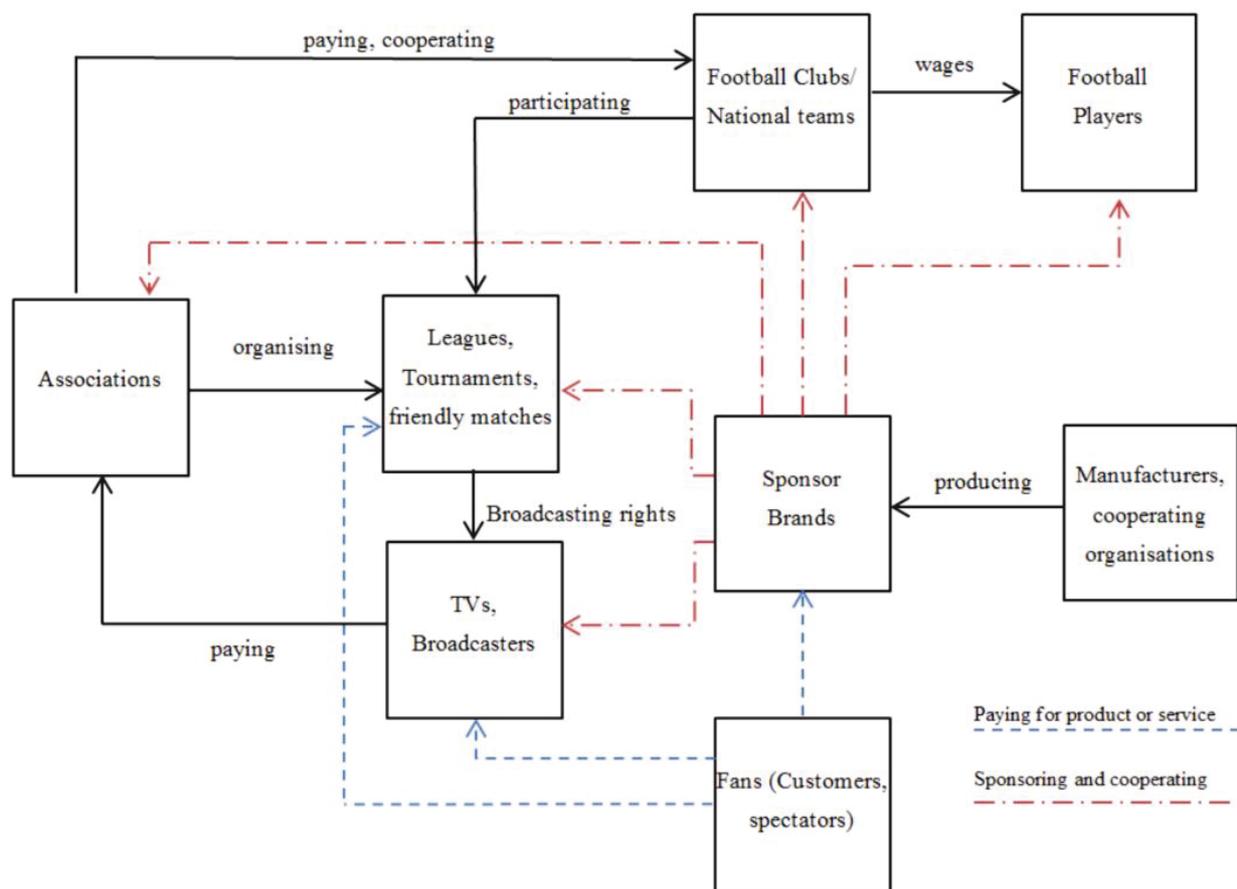
Activos), indicadores que medidos transversalmente no permiten sacar muchas conclusiones individuales pero que muestran que el apalancamiento en la industria es elevado.

Los reportes de la temporada 2022/2023 recibidos hasta el momento estiman que los ingresos anuales crecerán un 11.7%, rondando los €26.7MM, impulsados principalmente por los acuerdos comerciales aunque se estima que todas las líneas de ingresos se verán incrementadas. Por otra parte, la UEFA estima que la adaptación a una estructura de salarios más sostenibles post pandemia se verá reflejada en una mejora en la relación de salarios / ingresos.

4.1 Estructura organizacional de la industria del fútbol

La estructura organizacional del fútbol no difiere conceptualmente de lo que ya se ha detallado en este trabajo anteriormente. En esta sección desarrollaremos los actores en particular, sus jerarquías, roles y responsabilidades. Batmunkh (2021) provee un gráfico, presentado a continuación, que da una excelente mirada a la estructura de la industria del fútbol, y la interacción entre los distintos *stakeholders* en la misma. Se puede identificar en el mismo a las asociaciones, las competiciones, los clubes o seleccionados nacionales, y a los individuos (principalmente jugadores y cuerpo técnico por su incidencia en la economía de los clubes), todos ellos quienes son los actores principales de esta industria en relación a la conformación del producto, el fútbol como espectáculo.

Figura. 4.1 Estructura de la industria del fútbol



Nota: el gráfico muestra la estructura de la industria del fútbol, y la interacción entre las distintas partes que la conforman. Fuente: Batmunkh, 2021.

4.1.1 Asociaciones

Las asociaciones, también llamadas federaciones, son los órganos de gobierno que regulan la industria del fútbol, las cuales siguen a su vez un orden jerárquico entre sí mismas. A las asociaciones entre países se las llama también confederaciones. La entidad madre del fútbol a nivel global es la Fédération Internationale de Football Association, conocida popularmente como la FIFA por sus siglas, que debe su nombre en francés a su fundación en París en 1904, aunque hoy tiene su base en Zúrich, Suiza. La FIFA está conformada a su vez por las asociaciones miembros, las federaciones continentales de Europa (UEFA), Sudamérica (CONMEBOL), Norte América, Centro América y Caribe (CONCACAF), Asia (AFC), África (CAF) y Oceanía (OFC). A su vez, la FIFA tiene 211 asociaciones afiliadas que representan las federaciones de cada país.

La FIFA lidera la toma de decisiones sobre el camino del fútbol a nivel mundial, y lleva adelante una serie de roles ejecutivos, operativos y administrativos entre los que se incluyen determinar y controlar las reglas, regular las competencias, las finanzas y la disciplina de toda la industria. Organiza la Copa Mundial de la FIFA masculina y femenina cada 4 años, y promueve el desarrollo del deporte en el mundo. La FIFA tiene además un rol muy relevante a nivel social (FIFA Foundation) y económico (FIFA Forward), donde buscan proveer asistencia a zonas necesitadas y promover el desarrollo a través del fútbol.

Lo enumerado anteriormente es posible gracias a la generación de ingresos del organismo, que representó US\$5.8MM en 2021/2022. Éstos se conformaron principalmente por la venta de los derechos televisivos, un 52% del total, y los derechos comerciales, 24% del total, e incluyen también licencias y ventas de entradas. La FIFA es la dueña de los derechos audiovisuales de la Copa del Mundo (femenina y masculina), pero también cuenta con los mundiales de categorías juveniles e incluso tiene ingresos por la televisación de la gala de FIFA Best Awards que cada año otorga premios al mejor del año en una serie de categorías. Sin embargo, el evento trascendental es la Copa del Mundo masculina. Los ingresos por derechos audiovisuales en 2022, año que se llevó a cabo la última edición y consagró campeón a Argentina, sumaron US\$3MM. En cambio, los ingresos por este concepto en 2021 fueron de tan sólo US\$0.2MM. Los ingresos comerciales también se disparan cuando se lleva a cabo la Copa Mundial, pero no alcanzan los niveles de los derechos audiovisuales.

Las asociaciones miembros de la FIFA cumplen un rol similar en la jurisdicción que les compete, nos enfocaremos en este caso en la federación europea, la Union of European Football Associations o UEFA. La misma está compuesta por 55 asociaciones nacionales del fútbol europeo. Ya hemos hecho suficiente mención a la envergadura que tiene esta asociación en la sección anterior. Con relación a temas puramente organizacionales, la UEFA es el órgano que administra y organiza las competencias continentales a nivel de selecciones nacionales y a nivel de clubes. Dispone las condiciones competitivas y financieras del fútbol europeo. La UEFA Champions League es la competencia a nivel clubes más importante del mundo, en términos competitivos, económicos y por popularidad y audiencia. La misma tiene 69 años de historia, se celebra todos los años, y la conforman los mejores clubes de cada una de las principales ligas europeas.

El tercer orden de asociaciones la componen las federaciones nacionales de fútbol. Subordinadas en jerarquía a las asociaciones continentales y a la FIFA, son el órgano de gobierno del fútbol en cada país. A diferencia de las anteriores, además de controlar el fútbol profesional, en muchos casos las asociaciones nacionales también coordinan las competencias de aficionados. Si bien hay una relación directa, no siempre las competencias nacionales dependen de las asociaciones del país correspondiente. Este es el caso de The Football Association (FA) y la English Premier League.

La EPL, que representa la máxima categoría del fútbol inglés, es una entidad privada y autónoma, no depende directamente de la FA. Tras una pelea derivada de la asignación de los ingresos por derechos audiovisuales, en 1991 los clubes más importantes del fútbol inglés desertaron de la competencia organizada por la FA y crearon su propia liga con independencia para administrar sus derechos audiovisuales y comerciales. Actualmente la organización cuenta con 20 accionistas, con una acción cada uno, que se corresponden a los 20 clubes compitiendo en cada temporada. Al finalizar una temporada, los clubes que pierden la categoría transfieren su acción a los clubes que obtuvieron el ascenso desde la segunda categoría. La FA tiene a su vez una acción también, con diferentes derechos de voto. La FA simplemente tiene poder de veto en determinado tipo de decisiones.

En último lugar en la estructura organizacional encontramos a los clubes. Hoy en día hay se pueden encontrar diversos tipos de propiedad a nivel clubes, y esto tiene una gran incidencia en la performance deportiva y también es altamente determinante de la capacidad financiera de los clubes para invertir en talento o infraestructura. Incluso a nivel profesional, aún existen los clubes como asociaciones civiles que son propiedad de los socios. En Argentina, todos los clubes tienen esta característica. En la Major League Soccer de los Estados Unidos, todos los propietarios son inversores. En Europa, prácticamente todos los clubes son propiedad de inversores, incluso ya existen muchos casos de clubes listados en un mercado con cotización pública. De las cinco grandes ligas europeas, únicamente en España hay clubes propiedad de los socios con relevancia en la primera división, éstos son el Real Madrid CF, el Barcelona FC, el Athletic Bilbao y el CA Osasuna. El resto de los equipos son sociedades anónimas deportivas (SAD).

4.2 Principales competiciones

No sólo en prestigio, sino también en términos económicos, la Copa Mundial de la FIFA es el evento más importante del fútbol a nivel mundial. La edición celebrada en 2022 en Qatar rompió con todos los *records*, donde se estima que hubo más de 1 millón de turistas que visitaron el país para este evento, y el aforo de los estadios estuvo, en promedio, al 96%. A través de medios y plataformas digitales, la audiencia alcanzó los 5 mil millones de espectadores. La FIFA embolsó por la celebración de este evento unos US\$6.3MM, principalmente por la venta de los derechos audiovisuales, y para organizarlo invirtió US\$1.8MM. La FIFA repartió US\$440M en premios, lo que significó la cifra más alta de la historia en este concepto, donde Argentina se llevó US\$42M por consagrarse campeón. Además, se distribuyeron US\$209M a los clubes que cedieron jugadores a sus seleccionados nacionales participantes.

Al nivel de seleccionados nacionales, cada una de las asociaciones continentales tiene su propia competencia, entre las que se destacan la UEFA European Championship²⁷ y la Copa América, y además deben organizar también las etapas clasificatorias de cada continente para la siguiente edición de la Copa del Mundo. Estas competencias tienen una larga historia y tienen un fin competitivo simple y obvio, determinar quién es el mejor del continente, y quién tendrá la oportunidad de representar al continente en la competición más importante a nivel global. Sin embargo, las asociaciones continentales han creado nuevas competiciones intentando explotar el potencial comercial de sus federaciones miembros.

En el 2016, la CONMEBOL creó la Copa América Centenario celebrada en los Estados Unidos, presentándola como una edición extraordinaria para conmemorar los 100 años del primer torneo de selecciones nacionales en el continente. Históricamente, la Copa América se juega cada 2 años, siempre en años diferentes a la Copa del Mundo. De esta manera se introdujo esta edición rompiendo esa periodicidad y modificando el esquema, ya que la siguiente edición se celebró recién en 2019 dado que un año antes se

²⁷ Popularmente conocida como “Eurocopa”.

celebraba la Copa del Mundo de Rusia 2018. En este sentido, la UEFA fue aún más disruptiva. El viejo continente disfrutaba cada 4 años de la edición de la Eurocopa. En 2018 crearon la UEFA Nations League, una nueva competencia entre los seleccionados europeos, reemplazando en el calendario las ventanas de partidos amistosos internacionales que dejaban ingresos considerablemente menores. Esta competición es bianual, y se juega una edición cada dos temporadas, en línea con el calendario del fútbol europeo. Incluso ambas asociaciones, la UEFA y la CONMEBOL, cooperaron para crear una nueva competencia en 2022, la *Finalissima*, disputada entre el campeón de la Eurocopa y de la Copa América.

Los clubes también tienen sus competiciones de carácter continental, la más importante de todas sin dudas y comparación es la UEFA Champions League. En Sudamérica se disputa la famosa Copa Conmebol Libertadores. En el caso de la UEFA Champions League, participan 32 equipos, que obtienen el derecho a hacerlo a partir de la posición final en la tabla de la liga local en la temporada inmediatamente precedente, es decir que nuclea a los mejores equipos de las ligas europeas. Sin embargo, no todas las ligas otorgan la misma cantidad de cupos: el máximo son 4 y sólo las ligas inglesas, española, italiana y alemana actualmente cuentan con este beneficio. Los cupos se determinan a partir de un sistema de coeficientes de la UEFA, que mide los resultados de los clubes de una misma nación, en todas las competiciones europeas a nivel de clubes en las últimas 5 temporadas, y le asigna una determinada puntuación. El *ranking* resultante de tal puntuación determina cuántos cupos clasificatorios entrega cada asociación nacional.

Debido a la limitación de cupos, en la historia las confederaciones crearon competiciones de segundo orden de categoría, para ampliar la cantidad de clubes participando en competiciones continentales. En los casos de las confederaciones mencionadas anteriormente, se trata de la UEFA Europa League y la Copa Conmebol Sudamericana. Los equipos que clasifican a estas competiciones son los clubes que terminan inmediatamente por debajo de aquellos que obtuvieron el pase a UEFA Champions League y la Copa Conmebol Libertadores, respectivamente. En 2021 la UEFA fue más allá y creó la tercera competencia continental a nivel clubes, la UEFA Europa Conference League, cuyos clubes participantes son a su vez aquellos que en la temporada inmediatamente precedente finalizaron por debajo de los clasificados a la UEFA Europa League.

Estas competiciones son una gran iniciativa de las confederaciones, ya que ampliar la cantidad de clubes compitiendo a nivel continental mejora a la larga el rendimiento deportivo y además representa mayores ingresos para los clubes. Anteriormente, los clubes que participaban de la UEFA Champions League eran en general los más importantes de cada país, y los ingresos que percibían por esta competición terminaban acrecentando la brecha financiera entre éstos y los clubes más chicos que no accedían a competiciones europeas y el ingreso incremental que representan. Así es como, por ejemplo, el fútbol inglés tiene compitiendo a 8 clubes en competiciones europeas, en lugar de sólo 4. Por otro lado, no hay solapamiento para un club en estas competencias, por lo que no se sobrecarga el calendario ni a los jugadores. En la medida que la organización de estas competencias sea financieramente sostenible para la confederación, y los gastos incrementales por los viajes sean costeados para los clubes, incrementar la competencia continental a la larga debería representar beneficios para todos.

4.3 Regulación financiera

Esta sección no se adentrará en el detalle de cómo funciona la regulación financiera en el fútbol, sino que abarcará únicamente aquellos aspectos más relevantes en cuanto a las normativas acerca de las finanzas de los clubes. En 2002, la UEFA estableció el requisito de licencias para poder participar en las competiciones europeas. Para poder obtener dichas licencias, entre otras cosas, los clubes debían contar con un responsable financiero idóneo y presentar estados financieros a la UEFA demostrando la inexistencia de

conceptos impagos a otros clubes, jugadores, empleados, el fisco, entre otros. Sin embargo, la reglamentación más icónica en este sentido es el *Financial Fair Play* y el concepto del punto de equilibrio, introducido por la UEFA a partir de 2011, con el objetivo de limitar el gasto de los clubes luego de una serie de casos de clubes con problemas financieros desde la crisis global en 2008.

El *Financial Fair Play* es un conjunto de normas que buscan controlar que el nivel de gastos de los clubes tuviera una relación saludable con el nivel de ingresos. A grandes rasgos, los clubes tenían que autofinanciar el gasto en salario de jugadores e inversión en adquisiciones con sus propios ingresos, el saldo podía tener un desvío máximo de hasta €5M. Vale la aclaración, tanto los ingresos como los egresos no incluían aquellos conceptos ajenos al plantel profesional, es decir que los gastos en juveniles, inversiones en infraestructura y demás no estaban contemplados. Más tarde se incluiría además el tope al *ratio* de ingresos / salarios en 70%. Los clubes en incumplimiento de las leyes de *Financial Fair Play* no podrían obtener las licencias necesarias para participar de las competiciones europeas.

El éxito de estas medidas ha sido profundamente discutido, incluso muchos autores dedicados a las finanzas del deporte han sostenido y fundamentado que, si bien los clubes han mejorado financieramente, las medidas implementadas por la UEFA han incrementado la brecha entre los clubes poderosos y los más débiles (Plumley, Ramchandani y Wilson, 2018; Plumley y Wilson, 2023). Además, al condicionar el presupuesto de inversión únicamente a los ingresos de los clubes, se atenta también contra la posibilidad de los clubes de beneficiarse de financiamiento externo. En consecuencia, limitar la capacidad de inversión de un club a su potencial de ingresos es generar una competencia desleal a favor de los clubes más importantes que tienen un potencial comercial mayor, en detrimento de los clubes más pequeños.

Además de las regulaciones impuestas por la UEFA, se sumaban también aquellas impuestas por las federaciones o ligas de cada país. En general eran iguales a las de la UEFA y el objetivo de las federaciones era garantizar también su participación en la supervisión de los clubes que nucleaban. Sin embargo, algunas federaciones incorporaban nuevas normativas. La Liga de España imponía un límite salarial, diferente para cada club y establecido de acuerdo con las finanzas de cada uno, en base a estados contables previos. La English Premier League establece un límite a las pérdidas acumuladas en los últimos tres años, y, en caso de incumplimiento, el club debe ser capitalizado. También impone topes salariales. La liga alemana de fútbol exige una previsión de tesorería para monitorear la liquidez de los clubes y establece límites a la participación accionaria de inversores (no pueden acceder a más del 49.99% de las acciones, a menos que sea un inversor que lleva más de 20 años con una participación en el club).

Volviendo algunos años hacia atrás, otro hito en la regulación del fútbol tuvo un efecto disruptivo en el fútbol e incluso mantiene sus efectos hasta el día de hoy fue la que se conoce como la Ley Bosman. Previo a 1995, el traspaso de jugadores entre clubes europeos requería del pago de una cuota de transferencia o indemnización del club de destino del jugador al club de origen, incluso si este traspaso se realizaba tras la expiración del contrato del jugador. Bosman era un jugador de fútbol Belga, que en 1990 demanda al club en el que se encontraba, el RFC Lieja de Bélgica, porque este se negaba a dejarlo ir sin cobrar la mencionada cuota. La defensa de Bosman alega que la situación era ilegal ya que violaba los derechos laborales de los empleados europeos. El fallo a favor del jugador, que expide el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en 1995, se volvió icónico ya que obligó a la UEFA a adecuarse a la legislación laboral y comercial europea. El dictamen no sólo tuvo como consecuencia la eliminación de las indemnizaciones por traspaso, también eliminó los cupos de contratación de jugadores extranjeros en la medida que tuvieran ciudadanía europea, lo que dio mayor poder y libertad a los jugadores para negociar libremente sus contratos.

Los efectos de la Ley Bosman se extendieron a todo el mundo, cuando los jugadores de todas las regiones comenzaron a reclamar estos derechos ante la FIFA. El hecho de que los jugadores europeos ya

no ocupaban cupo de extranjeros, además generó que los clubes europeos salieran a importar talentos de otras regiones y los mercados de países se volvieron más dinámicos. Si bien este evento produjo los eventos mencionados, en el corto plazo no todos los aspectos fueron positivos. La liberación de las indemnizaciones obligatorias por traspaso también permitió a los clubes más poderosos negociar directamente con los buenos jugadores de clubes más pequeños. Esta posibilidad además redujo en muchos casos la inversión en los proyectos juveniles de los clubes. A largo plazo, muchos sostienen que esto también perjudicó la calidad de los equipos nacionales europeos, ya que ahora sus ligas estaban inundadas de jugadores extranjeros dejando menos lugar a los nacionales para que se desarrollen y mejoren.

4.4 El fútbol inglés

En esta última sección antes de comenzar con el análisis del caso Manchester United PLC, se describirá brevemente los principales aspectos del fútbol inglés a considerar. El órgano de gobierno es The Football Association (FA), equivalente a la AFA en Argentina, y agrupa a los clubes profesionales de este país. Aunque no decide sólo sobre el fútbol profesional masculino y femenino, sino también sobre el de aficionados. FA tiene a su cargo también todo lo relacionado a la selección inglesa de fútbol. Es la asociación de fútbol más antigua del mundo, fundada en 1863, por lo que tuvo una fuerte influencia a lo largo de la historia. Como se mencionó anteriormente, si bien la primera división de Inglaterra, la English Premier League, es una entidad privada y autónoma, la FA tiene poder de veto en la elección de autoridades de la EPL, entre otras cuestiones.

El resto de las competiciones del fútbol inglés dependen directamente de la FA. Las divisiones profesionales son, además de la EPL, la English Football League Championship (EFL Championship), English Football League One (EFL League One), y la English Football League Two (EFL League Two), en ese orden de categorías. Por debajo se disputa la National League, que es la quinta división, la última que unifica equipos de todo el país y no está segregada por regiones. A diferencia de las anteriores, la *National League* cuenta tanto con equipos profesionales como semi-profesionales. Todos estos campeonatos tienen formato de liga, es decir, compiten todos contra todos a lo largo de la temporada.

En paralelo, la FA también organiza lo que se conoce como las copas nacionales, las más conocidas son la FA Cup (la competición más antigua del mundo con 152 años de historia) y la English Football League Cup (EFL Cup). La EFL Cup es un torneo de eliminación directa disputado por los equipos de las primeras cuatro categorías del fútbol inglés. La FA Cup, también de eliminación directa, está integrada por éstos mismos equipos, pero también participan la National League y las cuatro categorías inferiores a esta. Por último, la FA organiza con fines benéficos la denominada Community Shield, una copa a partido único disputada entre el último campeón de la EPL y de la FA Cup. Habiendo descrito cómo está organizado el fútbol inglés, la siguiente sección se dedicará al análisis y valuación del Manchester United PLC, máximo ganador en la historia de la primera división del fútbol inglés, incluso durante la era de la EPL (a partir de 1992).

5. Caso práctico: Manchester United PLC.

El Manchester United Football Club fue fundado en 1878 en la ciudad homónima, Inglaterra. Es uno de los clubes más importantes en el mundo del fútbol por popularidad y éxitos deportivos. A lo largo de su historia ha logrado 67 títulos, 59 a nivel nacional y 8 a nivel internacional, convirtiéndolo en el segundo club más ganador de Inglaterra y el primero en cuanto a títulos locales. También es el club inglés con más títulos mundiales a nivel clubes (2). El club es local en Old Trafford, un estadio con capacidad para 74.000 personas sentadas, y con una asistencia promedio superior al 99% de capacidad desde la temporada 1997/1998 (sin contar las temporadas afectadas por el COVID-19). Actualmente, una parte del capital del Manchester United cotiza en la bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange o “NYSE”), sin embargo la propiedad del club está controlada por los Glazer, una familia de empresarios americanos.

El Manchester United tiene más de 240 millones de seguidores en las redes sociales y una popularidad que se extiende por todo el mundo otorgando un gran valor a su marca. El club vivió una época gloriosa entre 1991 hasta 2013, precisamente durante la era de Alex Ferguson como entrenador, convirtiéndose en aquel entonces en el club más exitoso del mundo. Durante su gestión, el Manchester obtuvo 13 de los 20 títulos de English Premier League, 2 de las 3 UEFA Champions League y los dos títulos mundiales. Además del éxito deportivo, el club disfrutó de muchas de sus leyendas durante dichos años, que contribuyeron al crecimiento exponencial en su popularidad, entre ellos David Beckham, Ryan Giggs, Paul Scholes, Eric Cantona, Rio Ferdinand, Wayne Rooney y Cristiano Ronaldo. Todos estos nombres tenían, e incluso continúan teniendo, un gran valor en derechos de imagen. La era dorada del Manchester coincidió con la globalización del fútbol y su explosión comercial, lo que le permitió superar las fronteras de Europa y consolidar la marca en otras regiones del mundo, principalmente en la masividad de Asia.

5.1 Estructura accionaria y organizacional

El Manchester United private liability company es una compañía incorporada en las Islas Cayman, con su casa matriz operando en el propio estadio Old Trafford, en Manchester, Reino Unido. Al 30 de junio de 2023, fecha de cierre de los últimos estados contables anuales, la compañía lleva emitidas un total de 54.537.360 acciones ordinarias Clase A, con derecho a 1 voto por acción, que flotan en NYSE; y 110.207.613 acciones ordinarias Clase B, con derecho a 10 votos por acción que no están listadas en ningún mercado de valores. El 100% de las acciones Clase B están en poder de miembros de la familia Glazer, e incluso algunos miembros también tienen acciones Clase A. De esta manera, el 95.63% de los derechos a voto los mantienen los Glazer.

Si bien no es lo suficientemente detallada la información publicada, se entiende que el Manchester United plc tiene una estructura de subsidiarias directas e indirectas entre las cuales distribuye distintos aspectos de la compañía y del negocio: por ejemplo, lo referido al fútbol profesional se distribuye entre dos de ellas: Manchester United Football Club Limited y Manchester United Women’s Football Club Limited. Dentro de la estructura, se observan otras sociedades con actividades como *real estate*, medios, y *retail* y licencias. Esto le permite a la compañía administrar distintos tipos de activos de manera eficiente. Todas las subsidiarias consolidan en la información contable bajo Manchester United plc, compañía objeto del análisis de este trabajo.

El directorio del Manchester United está conformado en su mayoría por los miembros de la familia Glazer (6 de 12). Actualmente, 2 co-chairman comparten ese rol, Avram Glazer (62 años, 14.4% de los derechos a voto) y Joel Glazer (56 años, 19.11%). El *management* del club está bien calificado, su CEO, Richard Arnold (52 años), tiene 30 años de experiencia profesional y fue previamente el Director Comercial del club. Cliff Baty (CFO) está en el club desde 2016, tiene 29 años de experiencia en posiciones

financieras. Ambos tienen acciones ordinarias Clase A del club como parte de los programas de compensación, ninguno llega al 1%. El Manchester United tiene más de 1.100 empleados, 131 de ellos son jugadores y otros 192 son parte del fútbol en otros roles. Emplea a más de 160 personas en los equipos comerciales y más de 100 personas en los equipos de medios. Prácticamente todos sus empleados están en el Reino Unido.

5.2 Análisis de las operaciones

Gracias a su rica historia y éxito deportivo, el Manchester United ha logrado sacar provecho de su popularidad y el gran valor de marca global que han creado para mantenerse como uno de los clubes más valiosos del mundo, aun cuando el último título de primer nivel que han obtenido fue la EPL de la temporada 2012-2013. Al igual que todos los deportes profesionales, el negocio del Manchester United es explotar su producción futbolística, y expandir las alternativas para beneficiarse comercialmente. Para lograrlo, es imprescindible mantener el nivel de inversión en el plantel profesional para promover la calidad y el desempeño deportivo, así como también en la infraestructura del club para ofrecer una mejor experiencia a los hinchas y un mejor ambiente de desarrollo para los talentos del club. Sin entrar en la discusión sobre qué tipo de fin persiguen los accionistas del club, deportivo o financiero, naturalmente el *management* trabaja para incrementar los ingresos por *matchday*, acuerdos comerciales y derechos audiovisuales, mejorar los márgenes operativos, gestionar exitosamente la transferencia de jugadores y obtener una rentabilidad.

Las operaciones del Manchester United consisten en la gestión del primer equipo de fútbol masculino, el equipo femenino, la academia de juveniles, el departamento de *scouting* y la gestión de las instalaciones incluyendo el estadio y las áreas de entrenamiento. El primer equipo de fútbol masculino está dirigido por el holandés Erik Ten Hag, quien tiene a cargo un plantel de 225 empleados entre ellos 60 futbolistas profesionales, miembros del cuerpo técnico, y profesionales de soporte como médicos, utileros, analistas, etc. Además, también tiene la autoridad para tomar decisiones sobre el plantel de futbolistas juveniles. El plantel de fútbol femenino tiene un funcionamiento similar, aunque en menor tamaño. El Manchester United tiene 10 divisiones de fútbol juvenil con planteles de entre 15 y 30 jugadores en edades entre 9 y 23 años.

La capacidad de 74.000 espectadores le permite materializar un notable ingreso por *matchday*. Old Trafford es el estadio más grande del Reino Unido y, exceptuando los años de COVID-19, el club ha mantenido una asistencia promedio por partido por encima del 99% durante los últimos 25 años. Dentro de este rubro, el Manchester United factura por la venta de entradas, *catering*, estacionamiento, membresías, el Manchester United Museum, y una porción menor de la venta de entradas en partidos de visitante por competiciones domésticas. Para el final de la temporada 2022/2023, el club tenía 360.000 membresías, una de las cifras más altas del mundo.

Dentro de los ingresos comerciales, el Manchester United tiene dos grandes rubros, (i) *sponsorship* y (ii) *retail, merchandising*, indumentaria y productos bajo licencia. En el caso del primero, el equipo comercial se dedica a gestionar los derechos intelectuales y licencias de la marca, también los derechos de los jugadores, la exposición en televisión y *streamings*, publicidad, redes sociales, promociones a los socios, etc. Al 30 de junio de 2023, el club mantenía acuerdos comerciales con 28 empresas de todo tipo de rubros diferentes. En cuanto a lo segundo, el club no terceriza la explotación de la marca, y comercializa sus productos a través de tiendas de administración propia en Old Trafford y en Macao, Asia, distribuidores y en E-Commerce a través del sitio Fanatics.

Los derechos audiovisuales tienen una gran relevancia para el negocio y representan alrededor del 30% de las ventas totales. Sin embargo, una porción muy importante de estos ingresos está fuera del control del club. Por un lado, los derechos audiovisuales por competencias domésticas son administrados por la English Premier League, para la competencia homónima, y por la FA para el resto de las competencias domésticas. Por supuesto que el club tiene su peso en la decisión, pero no están bajo su control. Con respecto a las competencias continentales, quién negocia los derechos es la UEFA, quién posteriormente asigna los ingresos dependiendo del rendimiento deportivo. Dichos ingresos se distribuyen por temporada a pesar de que la UEFA tenga un contrato más largo con las compañías de medios. Por este motivo, el club ha creado MUTV, su propio canal de televisión que incluye la transmisión de los partidos amistosos de pretemporada, los partidos de fútbol femenino, de los equipos juveniles, así como contenido de noticias, resúmenes de los partidos, detrás de escena y demás cobertura del club.

5.3 Mercado y competencia

Como fuera estimado anteriormente, el valor total del mercado global del fútbol, ahora medido en libras esterlinas, es de aproximadamente £35MM, mientras que a nivel del fútbol europeo es de £23.9M. Los ingresos totales del Manchester United representaron £582M en la temporada 2021/2022 y £647M en 2022/2023, de esta manera se puede asumir que el *market share* del Manchester United en el mercado del fútbol global es de 2%, y del 3% para el caso del fútbol europeo.

El Manchester United no solo compite con otros clubes deportivamente, sus pares de la primera división del fútbol inglés, también compite por talento (jugadores, staff, empleados) con los clubes ingleses y del resto del mundo, por *sponsors* y acuerdos comerciales, por derechos audiovisuales, compite por seguidores en las redes sociales que espera se traduzcan en consumidores, por acuerdos de indumentaria y la venta de productos bajo licencia. A continuación, se presenta un cuadro comparativo entre los principales clubes del fútbol europeo, su desempeño deportivo y financiero, realizado en base al reporte publicado anualmente por Deloitte, “Football Money League”. En el mismo se puede observar como el Manchester United está cómodamente por encima de la mediana en todos los conceptos analizados (para el caso de la relación entre ingresos y salarios, se encuentra por debajo siendo esto positivo).

Si bien es cierto que no lidera ningún indicador, está entre los primeros 3 en ingresos por *matchday*, relación ingresos / salarios, y en *Enterprise Value*, siendo además el segundo mejor club al medir ese valor con relación a los ingresos totales. Otro aspecto para destacar es el peso que tienen los ingresos por derechos audiovisuales con relación a los ingresos totales, y esto se debe al hecho de que los clubes no tienen un control directo sobre la toma de decisiones asociadas a este concepto. Los derechos audiovisuales se acuerdan al nivel de las federaciones o confederaciones, dependiendo de la competencia en cuestión, y luego se distribuyen entre los clubes. Dentro de los equipos analizados, estos representan el 50% o más de los ingresos totales del Atlético de Madrid y del Inter de Milán, dejándolos en una posición más vulnerable que la de sus competidores.

Figura 5.1 Cuadro de comparables de los principales clubes del fútbol europeo

EECC al 30/06/2023 € millones	Real Madrid 	Barcelona 	Atlético Madrid 	PSG 	Bayern Munich 	Borussia Dortmund 	Juventus 	Inter de Milan 
Ingresos	831	800	364	802	744	420	432	379
Matchday	122	166	60	153	121	75	57	90
Comercial	403	412	122	400	419	188	218	73
Derechos transmisión	304	222	182	249	204	158	157	216
Der. Trans. / Ingresos	37%	28%	50%	31%	27%	38%	36%	57%
Ingresos / Salarios	54%	81%	67%	77%	56%	56%	65%	61%
EV	4,006	3,504	1,816	2,858	3,838	1,732	1,794	1,258
EV/Ingresos	4.8x	4.4x	5.0x	3.6x	5.2x	4.1x	4.2x	3.3x
Valor plantel	923	837	534	891	949	568	483	568
Posición fin de temporada	2	1	3	1	1	2	7	3
Capacidad estadio	83,186	99,354	70,460	48,583	75,024	81,365	41,507	75,710
Asistencia al estadio	68%	84%	78%	98%	100%	100%	91%	96%
EECC al 30/06/2023 € millones	AC Milan 	Manchester City 	Liverpool 	Chelsea 	Arsenal 	Tottenham 	Manchester United 	Mediana
Ingresos	385	826	683	589	533	632	746	632
Matchday	79	83	103	88	118	135	151	103
Comercial	124	399	298	242	195	261	355	261
Derechos transmisión	182	344	282	260	220	235	240	222
Der. Trans. / Ingresos	47%	42%	41%	44%	41%	37%	32%	38%
Ingresos / Salarios	45%	59%	63%	79%	51%	46%	51%	59%
EV	1,060	4,073	3,900	2,989	2,301	2,780	3,932	2,858
EV/Ingresos	2.8x	4.9x	5.7x	5.1x	4.3x	4.4x	5.3x	4.4x
Valor plantel	545	1,150	795	972	1,050	777	734	795
Posición fin de temporada	4	1	5	12	2	8	3	
Capacidad estadio	75,710	53,400	61,276	40,173	60,704	62,850	74,031	70,460
Asistencia al estadio	95%	100%	87%	100%	99%	98%	99.51%	85%

Nota: comparación del desempeño de los clubes citados a través de los principales aspectos de negocio y financieros. Fuente: Deloitte's Football Money League, Football Benchmark, Transfermarkt, European Football Statistics.

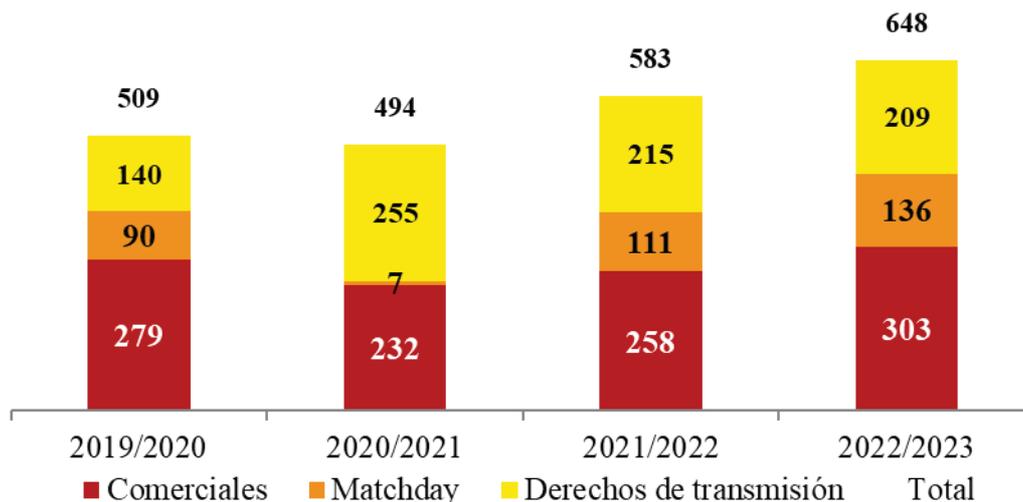
5.4 Análisis financiero

Antes de comenzar con el análisis financiero, cabe aclarar que el Manchester United presenta sus estados contables en libras esterlinas. Por dicha razón, esta sección se desarrollará en dicha moneda.

5.4.1 Estado de resultados

Al igual que se observa en el cuadro anterior, los ingresos generados por los acuerdos comerciales con sus patrocinadores y la explotación de la marca son la principal fuente que tiene el club. A su vez, éstos se dividen en acuerdos de patrocinio, que representaron £189M en la última temporada, finalizada el 30/06/2023, mientras que la venta de productos bajo la marca Manchester United, la venta minorista de productos, la venta de indumentaria (camisetas principalmente) y demás productos bajo licencia generaron £113M, totalizando los £303M que se pueden observar en la **Figura 5.2**.

Figura 5.2 Gráfico de evolución de los ingresos, abierto por tipo de ingreso – figuras en millones de libras



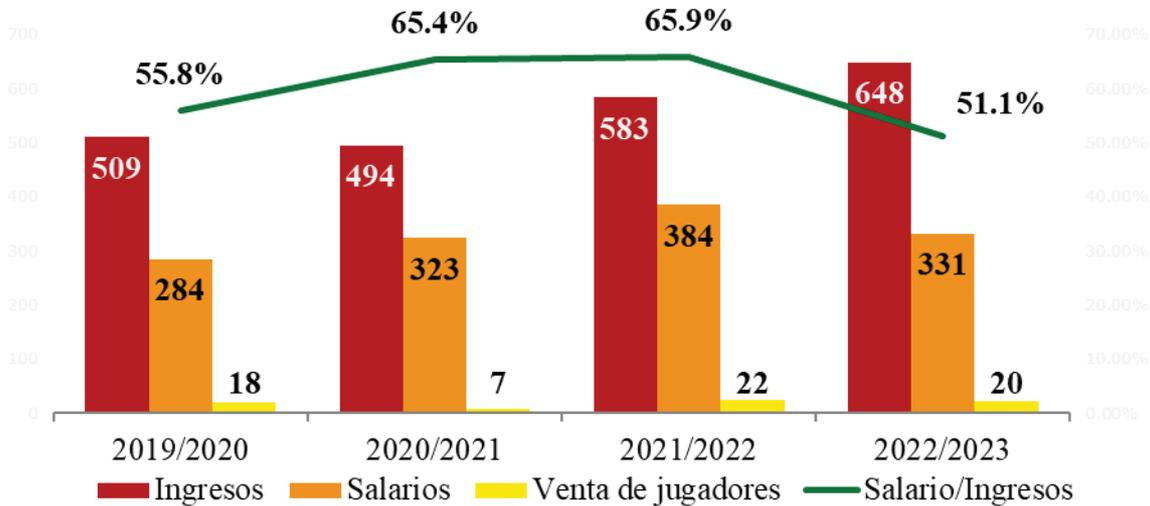
Fuente: elaboración propia en base a los estados contables del ejercicio finalizado el 30/06/2023

Los ingresos por derechos audiovisuales conforman una base de ingresos representativa, si bien es cierto que el hecho de que la negociación para asegurar dichos derechos dependa de un tercero, el pasado reciente ha demostrado que se hizo debidamente. Durante la pandemia de COVID-19, los ingresos de los clubes se desplomaron porque los ingresos por *matchday* prácticamente desaparecieron, durante la temporada 2020/2021, el único ingreso que creció y permitió sostener el nivel de ingresos del Manchester United fueron los derechos audiovisuales negociados por la English Premier League y la UEFA. Dicho esto, el club mantiene una relación muy sana entre los derechos audiovisuales y el total de los ingresos del club.

Actualmente, la capacidad para mejorar los ingresos por *matchday* sustancialmente es limitada, debido a que el Manchester lleva más de 20 años llenando el estadio en cada partido. Por lo tanto, para poder potenciar este ingreso con la capacidad actual y evitar trasladar esa ambición al precio de los tickets, necesita tener creatividad para generar ingresos subyacentes a los días del partido. La mejor beta que tiene hoy el club para incrementar sus potenciales ingresos es a través de mejorar sus acuerdos comerciales, mediante una renegociación exitosa de los existentes, y la generación de nuevos negocios expandiendo

fronteras y sumando nuevos seguidores (considerando que hoy en día se puede rentabilizar las interacciones en redes sociales). El incremento en los ingresos del club se vio principalmente en los ingresos comerciales, por el desarrollo de la marca, y en los derechos audiovisuales, por el incremento de competencias, el aumento de los canales de medios digitales y la posibilidad de acceder a contenido desde cualquier lado (computadora, celular, tablet, *Smart TVs*, etc.)

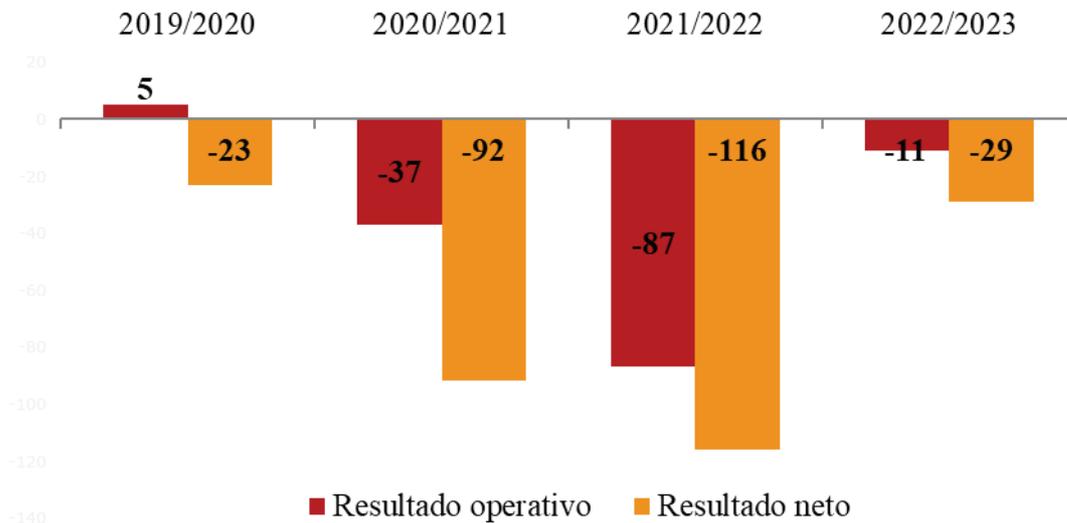
Figura 5.3 Evolución de los ingresos, salarios, y resultado por venta de jugadores – figuras en millones de libras



Fuente: elaboración propia en base a los estados contables del ejercicio finalizado el 30/06/2023

El principal costo operativo que tienen los clubes es, sin lugar a dudas, el gasto anual en salarios, potenciado principalmente por los contratos de los futbolistas. Nuevamente se puede apreciar el efecto que tuvo la pandemia y el deterioro en los ingresos, que complementado con un aumento en el gasto en salarios presionó la relación con los ingresos. El Manchester United ha demostrado tener un manejo responsable de este gasto, con una relación respecto de ingresos muy sana, un promedio de 54% de salarios / ingresos en la última década. Sin embargo, no escapa a la realidad de la industria y el negocio encuentra muchas dificultades para generar ingresos a nivel operativo (**Figura 5.4**). El resultado por la venta de jugadores es bajo, pero es positivo, implica que el club está vendiendo jugadores por encima de su valor residual. De todas formas, el dato más relevante en este sentido se puede observar en el estado de flujos de efectivo, que muestra que, en la última temporada por ejemplo, el club desembolsó £156M en la compra de jugadores y le ingresaron £32M por ventas. Mas allá de estos datos, por si solos son insuficiente para determinar que el negocio neto de compra y venta de jugadores está siendo correctamente manejado por la dirigencia del club. Es necesario comprender también las formas de pago y cobro, y cómo resultó deportivamente el jugador para el club.

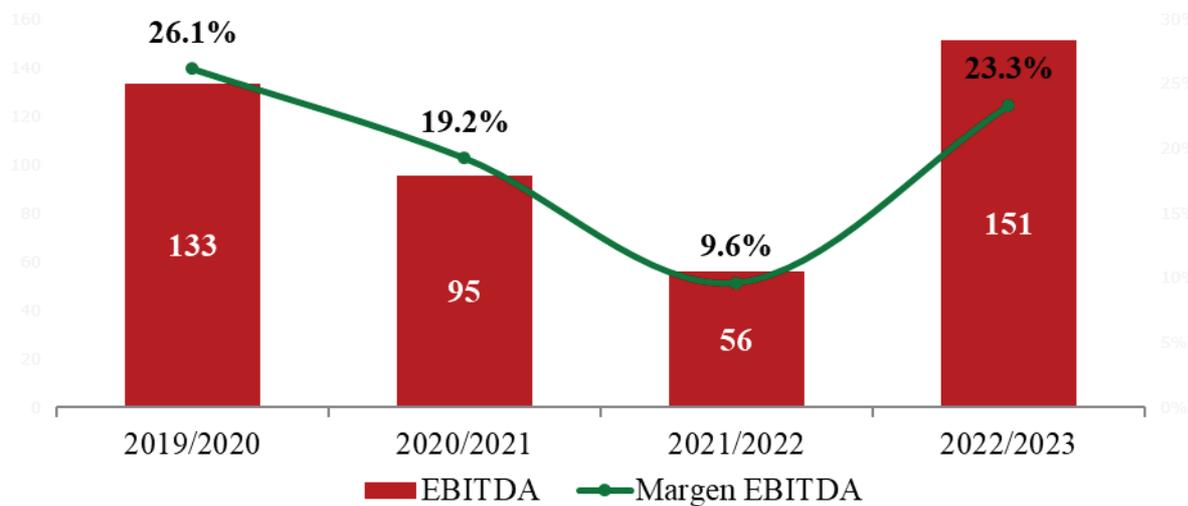
Figura 5.4 Resultados operativos y resultado neto en las últimas temporadas – figuras en millones de libras



Fuente: elaboración propia en base a los estados contables del ejercicio finalizado el 30/06/2023

Por último, el EBITDA como generación de ingresos operativos es un concepto aún más discutible de lo habitual. Si bien los números que arroja el estado de resultados son buenos y el margen sobre ventas es interesante, la realidad es que la suma anual de depreciaciones y amortizaciones del ejercicio ascendió a £187M en la temporada 2022/2023, principalmente por la incidencia que tienen las amortizaciones del valor de registro de los derechos contractuales de los jugadores (£170M), un activo de un valor alto y depreciación acelerada. Como fuera explicado oportunamente, el total del precio de adquisición de los derechos de un jugador se amortiza linealmente por la extensión del contrato entre éste y la institución. Las amortizaciones y depreciaciones de los jugadores explican prácticamente todo el EBITDA.

Figura 5.5 Evolución del EBITDA – figuras en millones de libras



Fuente: elaboración propia en base a los estados contables del ejercicio finalizado el 30/06/2023

Para ejemplificar, durante la última temporada, el Manchester United pagó £49M para adquirir el pase del argentino Lisandro Martínez de 24 años, quien firmó un contrato con el club por 6 años, de esta manera el club asumió una carga de £8M anuales en amortizaciones. Hoy Martínez está valuado en £40M, si bien se ganó rápidamente el puesto y a los seguidores, recientemente se perdió muchos partidos por lesión. En el mismo mercado de pases, el Manchester United adquirió el pase del brasileño Antony de 22 años, proveniente del mismo club que Martínez, abonando la suma de £85M y un contrato de 6 años, asumiendo amortizaciones anuales por más de £14M.

Es interesante analizar el caso de Antony para entender el impacto del registro del precio de adquisición del jugador, la amortización y los valores de mercado en el balance del club. Los fichajes fueron promovidos por actual entrenador, Erik Ten Hag, quien dirigió a ambos jugadores la temporada anterior en una muy exitosa campaña con el Ajax de Holanda donde, tanto Lisandro Martínez como Antony, fueron figuras excluyentes del equipo. Sin embargo, a diferencia de Martínez, Antony no logró justificar el valor de su ficha y tuvo un deslucido rendimiento en el club inglés. Hoy, su valor de mercado a tan sólo menos de 2 años de su registro en el balance del Manchester United es de £25M, según el sitio especializado Transfermarkt.

El resultado hasta el momento de la inversión en el extremo brasileño es de £28M en amortizaciones, además una potencial pérdida en el valor de recupero de £32M ($£85M - £28M - £25M = £32M$), mientras que restaría devengar 4 años de amortizaciones por un total de £56M. Si el Manchester United decidiera realizar un *impairment* para reducir el valor residual del jugador al valor actual de hoy, la amortización restante hasta finalizar el contrato se recalcula sobre los años restantes (baja la carga anual de amortizaciones). Sin embargo, esta acción tiene su consecuente pérdida a ser registrada en el estado de resultados, por la diferencia entre el valor residual y el valor de mercado. El club se reserva el derecho a no realizar el *impairment*, aduciendo que no es posible determinar el valor de un jugador o miembro del cuerpo técnico en actividad, a menos que se proceda una venta, y de esta manera evitan sutilmente registrar la pérdida.

5.4.2 Balance y estructura de capital

El principal activo del balance del Manchester United son los activos intangibles por £812M, compuestos por dos conceptos principalmente. El primero es el *Goodwill*, o valor llave, que representa la prima de £421.5M en el costo de la adquisición del club sobre el valor razonable de los activos netos, cuando los Glazer compraron el club en 2005. Los intangibles también están compuestos al 30/06/2023 por £385M del valor de libros residual del costo de adquisición de los jugadores del plantel profesional. El saldo lo explican £6M en concepto del valor de la página web, las aplicaciones, software en general y los costos de registro de la marca. Los activos fijos del club estaban valuados en el balance a £253M al 30/06/2023, con un valor por debajo del plantel profesional. Podemos mencionar también la mínima posición de inventarios que maneja el club, con mercadería por tan sólo £3M, en línea con un negocio que lo que vende de bienes y productos bajo licencia lo hace en gran medida a través de terceras partes.

Figura 5.6 Estados contables resumidos

Estados contables (millones GBP)	2021/2022	2022/2023
Activos no corrientes	1056.5	1124.2
Activos corrientes	237.2	193.7
Total activos	1293.7	1317.9
Pasivos no corrientes	671.3	687.2
Pasivos corrientes	494.8	526.9
Total pasivos	1166.1	1214.1
Patrimonio Neto	127.6	103.8
Deuda financiera	640.7	622.2
Indicadores	2021/2022	2022/2023
Deuda financiera/EBITDA	11.3x	4.0x
Solvencia	10%	8%
Liquidez	0.5x	0.4x

Fuente: elaboración propia en base a los estados contables del ejercicio finalizado el 30/06/2023

Con respecto a los pasivos, las cuentas comerciales a pagar suman en total £398M, £277M corresponden al registro de los costos por la adquisición de jugadores y gastos asociados, de los cuales £116M son de corto plazo y £161 tienen un vencimiento mayor al año. Las adquisiciones de jugadores no suelen pagarse al contado y el valor que se refleja en el activo es el valor presente de los flujos de pago descontados al costo que fueron financiados. Los restantes £121M son cuentas comerciales referidas a las operaciones sin alguna otra particularidad. En cuanto al financiamiento, la deuda total suma £622M provenientes de tres fuentes de financiación.

La deuda más importante es el bono (*senior secured notes*) emitido en 2015 por un valor de US\$425M a una tasa anual de 3.79%, con vencimiento en junio de 2027, el valor equivalente en libras esterlinas es de £332M. El bono está garantizado por varias de las subsidiarias de Manchester United plc, entre las cuales se encuentra Manchester United Football Club Limited, que es la sociedad propietaria de los inmuebles más importantes del club como el estadio de Old Trafford, las instalaciones de entrenamiento y las oficinas corporativas. La deuda está tomada en cabeza de MU Finance plc y el uso de fondos estaba destinado a la refinanciación de deuda existente y a propósitos generales en caso de que quedaran fondos disponibles.

En segundo lugar, la sociedad Manchester United Football Club Limited mantiene un préstamo garantizado por US\$225M (equivalente al 30/06/2023 a £175.2M), que fuera otorgado originalmente en 2013 y enmendado por última vez en agosto 2019, determinando el vencimiento actual en agosto 2029. El préstamo devenga una tasa de SOFR más un margen a determinar de acuerdo con los niveles de apalancamiento, que va desde 1.25% a 1.75% nominal anual. Este crédito fue otorgado por Bank of America, quien además es el agente, fiduciario y/o acreedor en las tres líneas de crédito revolvente para financiar capital de trabajo:

1. Línea revolvente sindicada por hasta £150M, con vencimiento en abril 2025. La facilidad se puede desembolsar en libras, euros o dólares, devengando intereses a una tasa SONIA, Euribor o SOFR según corresponda respectivamente, más un margen sujeto a indicadores de apalancamiento en el rango entre 1.25% y 1.75% nominal anual;

2. Línea revolvente de Santander UK por hasta £75M con vencimiento en junio 2027. La facilidad tiene un costo de SONIA más un margen de 2.5% nominal anual;
3. Línea revolvente bilateral con Bank of America por hasta £75M con vencimiento en junio 2027, devenga interés a una tasa de SONIA más un margen de 2.5% nominal anual.

Los montos actualmente desembolsados bajo las tres líneas de crédito revolvente suman £100M. Todas las facilidades están garantizadas por varias subsidiarias de Manchester United plc, entre ellas Manchester United Football Club Limited quién además en todas está en calidad de deudor.

El Manchester United presenta una estructura de capital apalancada cuando medimos esta condición a valor libros. La continuidad de los resultados negativos año tras año está erosionando el capital del club, cuyo valor al 30/06/2023 era de £104M, y un valor de firma de £726M. La solvencia es una prueba de esto, mostrando que únicamente el 8% de los activos estaría financiado por los accionistas, y el indicador de liquidez evidencia que los activos corrientes serían insuficientes para afrontar las obligaciones de corto plazo. El *ratio* de deuda financiera / EBITDA no es representativo para el caso. En primer lugar, la medición de 11.3x de la temporada 2021/2022 está directamente influenciada por los efectos de la pandemia de COVID-19. El indicador de 4.0x sugeriría un nivel alto para una opinión crediticia de una entidad financiera, de hecho, la relación deuda neta / EBITDA de cada año determina el margen de las facilidades de crédito enunciadas arriba, donde el valor que determina el rango más alto de la tasa es el de un indicador mayor a 3.5x.

Sin embargo, si se mide el capital del Manchester United a valor de mercado la relación cambia completamente. El valor de las acciones en la bolsa de Nueva York (NYSE) es de 13.8 dólares por acción al 23/3/2024, lo que implica una capitalización de mercado de US\$2.3MM. El mercado tiene otra perspectiva de lo que vale el club y esto es razonable ya que el valor intrínseco del club también está influenciado por su historia, sus socios, pero por sobre todo por su valor de marca, el nivel de conocimiento que tiene a nivel global y el potencial comercial que representa. A partir de la valorización que le da el mercado, el valor de la firma estimado es de US\$3.2MM, muy por encima del que se puede deducir de los estados contables.

5.5 Análisis de la acción

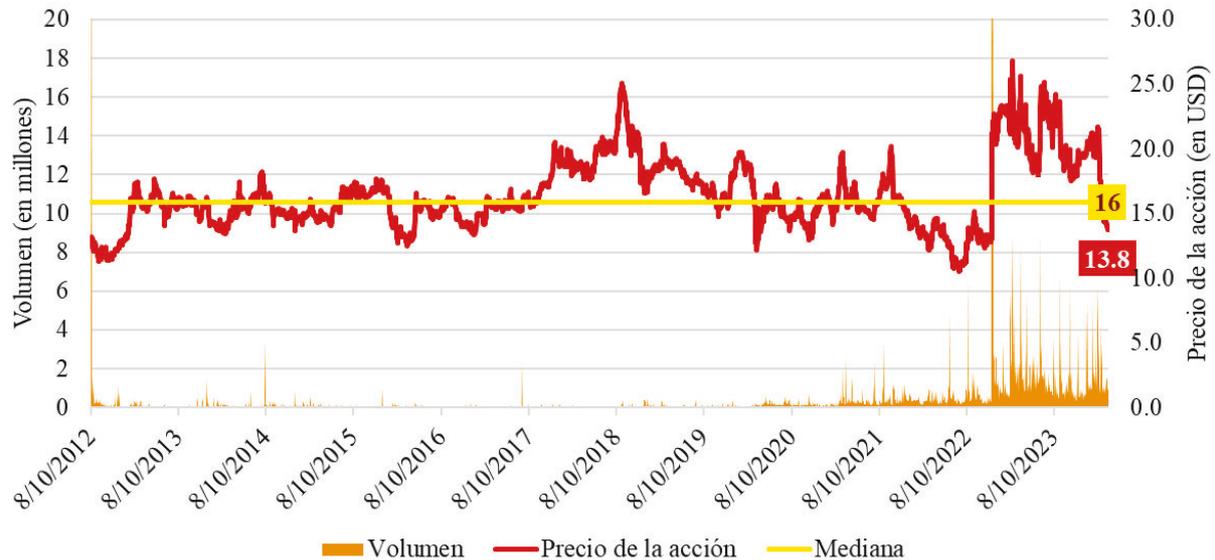
La cotización pública del Manchester United tuvo dos etapas en dos bolsas de valores diferentes. En 1991, el Manchester United abrió su capital por primera vez siendo listada en la bolsa de valores de Londres. A principios de los 2000, la familia Glazer, liderada por Malcolm Glazer, comenzó adquiriendo acciones alcanzando una participación cercana al 30% para octubre de 2004. En mayo de 2005, y aprovechando una disputa entre algunos de los accionistas mayoritarios del club²⁸, los Glazer realizan una nueva adquisición de un 28.7% adicional, logrando el control del directorio, y en poco tiempo su agresiva estrategia los llevó a consolidar un 75% de la participación. Esta jugada les permitiría remover la acción de la bolsa de Londres en junio de ese año a 300 centavos de libras esterlinas, y posteriormente avanzar sobre los accionistas minoritarios hasta alcanzar el 100% del club.

La toma de la compañía por parte de Malcolm Glazer, que se valuó en £800M en ese momento, se hizo bajo un *leveraged by-out*. La carga financiera asumida durante esta estrategia se volvería un problema que terminaría con sus sucesores y herederos de las acciones del club recurriendo a una emisión en el

²⁸ La disputa se produjo entre John Magnier y J.P. McManus, hasta entonces dos de los accionistas mayoritarios, y Alex Ferguson, el director técnico del Manchester United. Los tres eran socios en el negocio de las carreras de caballos, una disputa entre Ferguson y los mencionados fue lo que dio inicio al *take-over* de Malcolm Glazer.

mercado internacional de bonos por £500M. Posteriormente, la estrategia para mejorar la estructura de capital terminaría en agosto de 2012 con un IPO en la bolsa de valores de Nueva York (NYSE), emitiendo 8.333.334 acciones Clase A a un precio de US\$14 por acción, equivalente a US\$117M, y valuando al club en su totalidad en US\$2.3MM. El producido fue destinado a subsanar la estructura de capital.

Figura 5.7 gráfico con evolución en la cotización de la acción



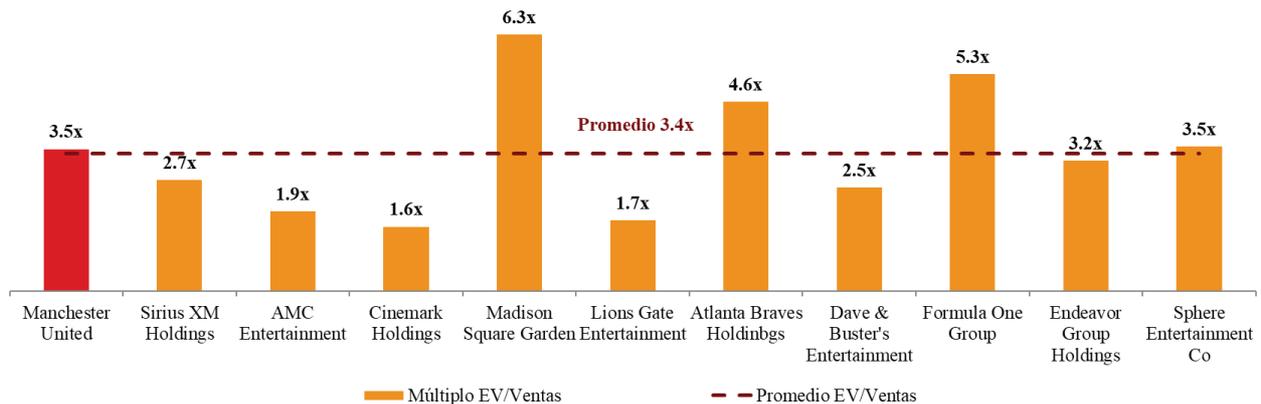
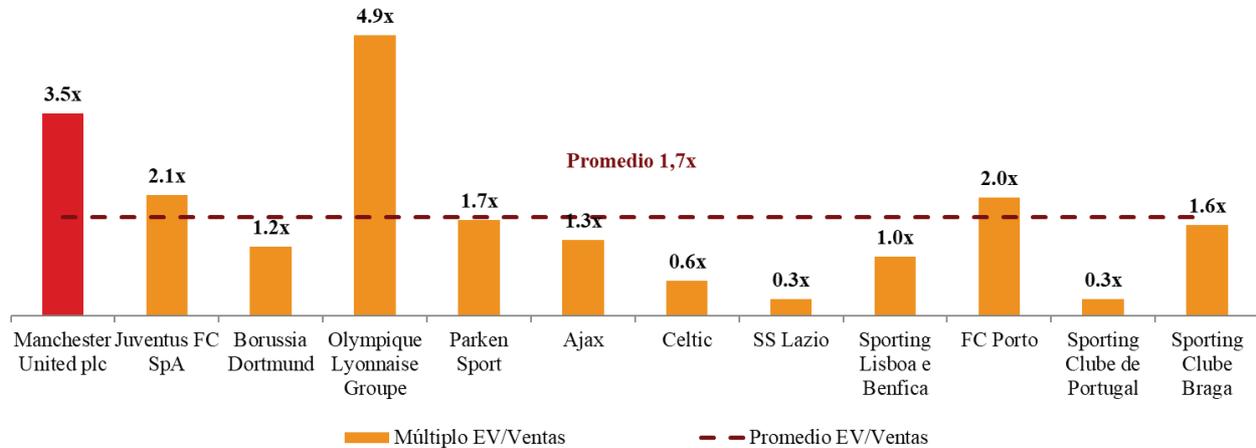
Fuente: Yahoo! Finance

Desde su salida a la bolsa, la acción no ha logrado alejarse demasiado del precio de la oferta pública de acciones inicial (IPO), y la mediana muestra que ha oscilado en el orden de los 16 dólares por acción. Es difícil para el caso del Manchester United trazar una relación entre el desempeño deportivo y el precio de la acción, dado que no gozó de demasiados éxitos importantes desde que volvió a cotizar. La acción tuvo dos grandes momentos, el primero a partir de los resultados publicados de la temporada 2016/2017 que situaban al Manchester United como el club de fútbol con la mayor generación de ingresos del mundo y la mayor generación de ingresos comerciales. El segundo, en noviembre de 2022 empiezan los rumores de una potencial venta del club, y la cuenta oficial anuncia que están buscando alternativas estratégicas, lo que fue interpretado como una intención de venta por parte de los Glazer. Así comienza una montaña rusa detrás de los rumores y desmentidas, de la danza de candidatos en los medios, entre ellos la familia real Qatarí, y empieza a sonar el nombre del empresario Jim Ratcliffe de la mano de Goldman Sachs. Finalmente, el 24 de diciembre de 2023, el Manchester United publica el acuerdo entre la familia Glazer y el conglomerado británico Ineos, propiedad de Ratcliffe, por el 25% de la propiedad del club. Entraremos en los detalles de la transacción más adelante. Dicho esto, los movimientos más importantes de la acción estuvieron ajenos al deporte en sí.

Si bien algunos de los indicadores más utilizados para evaluar el desempeño de una acción, con respecto a otras compañías comparables, puede ser el de la ganancia por acción (EPS) o el del precio en relación con las ganancias, ocurre con el Manchester United, como con la gran mayoría de los clubes que no suelen tener resultados positivos. Incluso, en cierto punto recordemos que es hasta debatible si persiguen objetivos de maximizar el éxito deportivo o maximizar el retorno sobre la inversión. Por eso, el múltiplo más utilizado para valorar clubes de fútbol es el del valor de la firma, a precio de mercado, con relación a

su nivel de ingresos por ventas. La **Figura 5.8** muestra el EV / Ventas del Manchester United, junto a acciones comparables (i) dentro de la industria del fútbol, y (ii) con relación a la industria del entretenimiento. En general, los análisis se hacen sobre la industria del entretenimiento, por presentar la del fútbol demasiadas particularidades, como pueden ser *equity values* negativos.

Figura 5.8 Muestra de múltiplos en base a comparables de la industria del fútbol y del entretenimiento



Fuente: Yahoo! Finance, Reuters, Capital IQ.

5.6 Valuación

¿Cómo se valúa un club de fútbol profesional? La pregunta que motivó este trabajo se intentará responder en la presente sección. De esta forma, se repasarán los métodos de valuación más utilizados, sus virtudes y especialmente sus limitaciones en su aplicación a esta industria y sus particularidades. Se incorporará también la valuación realizada por el autor de este trabajo a partir de los distintos métodos, para finalmente comparar los resultados. Para poder comparar los diferentes métodos de valuación, se tomará como base de cálculo la información financiera y precio de la acción al 30 de junio de 2023, fecha de cierre del último ejercicio de 12 meses.

5.6.1 Capitalización de mercado

La valuación mediante la capitalización de mercado consiste en multiplicar el precio de la acción por la cantidad de acciones en circulación, o bien emitidas en caso de que las acciones listadas seas una porción de las totales. Es un método simple y rápido, para llegar a una estimación de valor de firma de manera fácil. El problema es que este método únicamente es aplicable para empresas con cotización pública. En Europa hay aproximadamente 15 clubes listados en alguna bolsa de valores. Por otra parte, un inversor buscando adquirir una participación mayoritaria es muy probable que tenga que asumir un pago mayor al del precio de la acción en el mercado, esta prima no está contemplada en esta estimación. Tras años de transacciones se puede asumir una prima estandarizada por industria, región o alguna variable, pero es un supuesto a tomar.

Al 30/06/2023, la capitalización de mercado del Manchester United era de US\$3.979M, a un precio por acción de US\$24.4, equivalente a £3.061M. La compañía mantenía una deuda de £622M y una posición de caja y equivalentes de £76M. De esta manera se puede estimar el *Enterprise value* del Manchester United en £3.607M. Vale la pena aclarar que este método se basa en un cálculo rápido y fácil, en un momento de tiempo determinado, y sin tomar nota del contexto. En este caso, el precio de US\$24 por acción está fuertemente influenciado por los rumores de venta del club iniciados en noviembre 2022.

5.6.2 Valuación relativa

La valuación relativa consiste en estimar el valor de un activo, a partir de lo que otros inversores están pagando por activos similares. Se basa en determinar una muestra de activos o empresas comparables, y determinar un indicador que permita ser aplicable al activo que se está valuando. Generalmente estos indicadores consisten en múltiplos, y en el fútbol el más utilizado es el de *Enterprise Value / Ingresos*. Nuevamente, el motivo es que los clubes en general no son propensos a generar ni EBITDA ni resultados después de impuestos. Es el método más utilizado en la industria del fútbol, y, sin embargo, tiene sus limitaciones ya que no contempla aspectos relevantes como los activos de un club, su deuda y el control de sus gastos, especialmente los salarios de los jugadores.

Una alternativa es comparar con otros clubes de fútbol, para estimar un múltiplo de la industria. Sin embargo, los resultados obtenidos estuvieron lejos de tener relación con el múltiplo del Manchester United, y, naturalmente, la valuación no muestra un resultado satisfactorio. El problema radica en que muchos clubes de fútbol, incluso los que cotizan, tienen capital negativo, es decir que la deuda financiera supera el valor de la firma. Aplicando el múltiplo resultante se subvalúa considerablemente el valor estimado para el club inglés, incluso al mitigar el efecto de los *outliers* de la muestra.

Figura 5.9 Cuadro de clubes comparables.

Trading comparables	Leverage	Beta levered	Beta unlevered	EV/Revenues 2023
Manchester United	20%	0.76	0.7	3.9x
Juventus FC SpA	63%	0.66	0.4	2.1x
Borussia Dortmund	12%	1.19	1.1	1.2x
Olympique Lyonnaise Groupe	165%	0.24	0.1	4.9x
Parken Sport	109%	0.6	0.3	1.7x
Ajax	56%	0.46	0.3	1.3x
Celtic	4%	0.35	0.3	0.6x
SS Lazio	79%	1.06	0.6	0.3x
Sporting Lisboa e Benfica	264%	0.44	0.1	1.0x
FC Porto	965%	0.99	0.1	2.0x
Sporting Clube de Portugal (LS)	97%	0.65	0.3	0.3x
Sporting Clube Braga	65%	1.14	0.7	1.6x
Average	171%		0.4x	1.5x
Median (in case of outliers)	79%		0.3x	1.3x
	Industry median		1.3x	
	Manchester United revenues		648.4	
	Enterprise Value (GBP)		853.5	
	Net Debt		546.2	
	Equity Value (GBP)		307.4	
	Outstanding shares		163.1	
	Implied share price (GBP)		1.9	
	Implied share price (USD)		2.4	

Fuente: Yahoo! Finance, Capital IQ.

Fracasado el primer intento, se buscó armar una muestra de empresas comparables agrupando al Manchester United dentro del rubro de entretenimiento, en línea con lo que hace el mercado y los sitios especializados. Los resultados obtenidos en este caso satisfacen la necesidad de establecer una relación entre las empresas en la muestra, dado que existe una buena correlación entre los múltiplos de la industria, independientemente del tamaño de cada empresa. Este método permitió asumir un valor de firma de £1.913M y un precio implícito de la acción del Manchester United de US\$10.8 por acción, concluyendo que el Manchester United cotiza por encima de la media de las acciones en la industria del entretenimiento.

Figura 5.10 Resultados de la valuación por comparables de clubes de fútbol

Trading comparables	2023 EV/Revenues
Manchester United	3.9x
Sirius XM Holdings	2.7x
AMC Entertainment	1.9x
Cinemark Holdings	1.6x
Madison Square Garden	6.3x
Lions Gate Entertainment	1.7x
Atlanta Braves Holdings	4.6x
Dave & Buster's Entertainment	2.5x
Formula One Group	5.3x
Endeavor Group Holdings	3.2x
Sphere Entertainment Co	3.5x
Average	3.3x
Median (in case of outliers)	3.0x
Industry median	3.0x
<u>Manchester United revenues</u>	<u>648.4</u>
Enterprise Value (GBP)	1,913.2
<u>Net Debt</u>	<u>546.2</u>
Equity Value (GBP)	1,367.1
<u>Outstanding shares</u>	<u>163.1</u>
Implied share price (GBP)	8.4
Implied share price (USD)	10.5

Fuente: Yahoo! Finance, Capital IQ

Por último, se aplicó el método de valuación relativa por el múltiplo de EV/ Ingresos a una muestra de comparables a partir de valores reales de determinadas transacciones en los últimos años del fútbol europeo. Este método tiene la gran ventaja de que se basa en precios realizados, valores que efectivamente se pagaron para la adquisición de un club, y además incluye cargos adicionales como primas de control. Tomando la mediana de la muestra de comparables se obtiene que el Manchester United debería tener un valor de firma de 3.3x sobre sus ingresos, resultando en un *Enterprise Value* de £2.110M. Ahora bien, por qué no compararlo con simplemente con la transacción del Chelsea FC, un caso que presenta más similitudes como la liga en la que compiten (que, como se ha discutido, es la de mayor valor económico en Europa). Si se aplicara el múltiplo que se pagó por el Chelsea FC, entonces se podría asumir un valor de £3.501M.

Figura 5.11 Valuación por comparables de transacciones

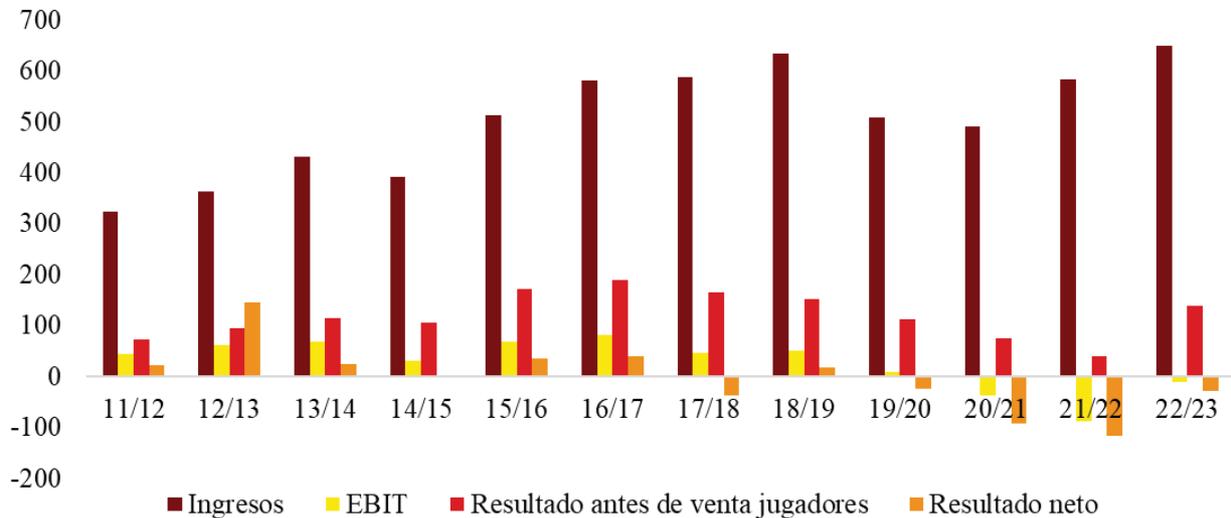
Transaction comparables	Implicit EV	Revenues	Implicit EV/Revenues	Date
Chelsea FC	2,885	539	5.4x	May-22
AC Milan	1,230	287	4.3x	Jun-22
Olympique Lyonnaise Group	780	177	4.4x	Dec-22
Atalanta	365	243	1.5x	Feb-22
Newcastle	330	170	1.9x	Oct-21
Hertha Berlin	325	147	2.2x	Mar-23
Median			3.3x	
	Industry median		3.3x	
	Manchester United revenues	648.4		
	Enterprise Value (GBP)	2,109.6		
	Net Debt	546.2		
	Equity Value (GBP)	1,563.5		
	Outstanding shares	163.1		
	Implied share price (GBP)	9.6		
	Implied share price (USD)	12.0		

Fuente: Football Benchmark, footballindinace.de

5.6.3 Valuación por flujos de fondos descontados (DCF)

La valuación por el descuento de los flujos futuros de caja es tal vez el modelo de valuación más completo, abarca la mayor cantidad de variables incluyendo el desempeño operativo, los activos, el riesgo sistémico y no sistémico, el apalancamiento y su costo, el costo del capital para el inversor. Sin embargo, la gran limitante que tiene este modelo para la industria del fútbol es justamente que se basa en la capacidad de generar flujos en el futuro, algo que no es una garantía entre los clubes. El caso del Manchester United es útil para aplicar este método y evaluarlo para un club de fútbol, ya que históricamente ha demostrado la capacidad de generar fondos operativos y resultados netos positivos, aunque esto se vio afectado en los últimos años principalmente por el COVID-19 y la imposibilidad de contar con asistencia en los estadios, entre otras consecuencias.

Figura 5.12 Evolución de los resultados operativos del Manchester United



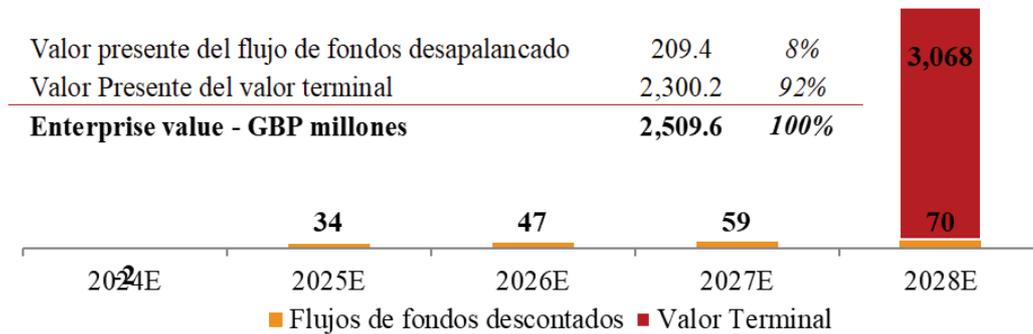
Fuente: Football Benchmark

El método de valuación por flujos de fondos descontados consiste en estimar el valor presente de un flujo futuro de caja proyectado, a una tasa de descuento que refleja el costo del capital promedio ponderado (WACC) por la estructura de capital de la empresa.

Los resultados del método de DCF fueron convincentes, a partir de una proyección de 5 años la valuación permitió estimar un valor de la firma de £2.510M. Cada uno de los procedimientos utilizados, los supuestos y estimaciones pueden observarse en el Anexo A. A partir del resultado, se estima también el valor del capital (*equity*) en £1.963M, el precio implícito de la acción en US\$15.1 y el múltiplo de EV / Ingresos en 3.9x.

Figura 5.13 Flujo de fondos desapalancado, flujo de fondos descontados y análisis de sensibilidad.

GBP mln	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT (1-t)	(12.3)	8.2	20.1	32.4	45.2
Depreciaciones y amortizaciones	175.4	158.8	153.7	148.6	143.4
Necesidades de WK netas	(5.0)	21.3	22.5	23.8	25.2
Ganancia en la disposición de activos intangibles	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Capex	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
Inversión en intangibles	(160.0)	(150.0)	(140.0)	(130.0)	(120.0)
Flujo de fondos libre desapalancado	(2.0)	38.3	56.3	74.8	93.9



EV sensitivity analysis						EV/Revenue sensitivity analysis							
		WACC							WACC				
		5.43%	5.68%	5.93%	6.18%	6.43%			5.43%	5.68%	5.93%	6.18%	6.43%
Perp. growth	2.28%	2,557	2,357	2,184	2,034	1,902	Perp. growth	2.28%	3.9x	3.6x	3.4x	3.1x	2.9x
	2.53%	2,766	2,533	2,335	2,164	2,015		2.53%	4.3x	3.9x	3.6x	3.3x	3.1x
	2.78%	3,014	2,740	2,510	2,313	2,144		2.78%	4.6x	4.2x	3.9x	3.6x	3.3x
	3.03%	3,314	2,986	2,714	2,486	2,292		3.03%	5.1x	4.6x	4.2x	3.8x	3.5x
	3.28%	3,684	3,283	2,958	2,689	2,463		3.28%	5.7x	5.1x	4.6x	4.1x	3.8x

Nota: Los cuadros de sensibilidad permiten ver el rango de valores resultantes de EV y EV/Ventas a distintos niveles de WACC y tasa de crecimiento perpetua.

5.6.4 Modelo multivariable de Markham

Los métodos anteriores tienen deficiencias a la hora de ser aplicados a la industria del fútbol. Por este motivo Tom Markham (2013) presenta un modelo de múltiples variables específicamente diseñado para clubes de fútbol, y en particular para aquellos de la English Premier League. Los modelos de valuación relativa y de capitalización de mercado ignoran las variables fundamentales del fútbol, los ingresos por *matchday*, la capacidad del estadio y si el estadio es propio o no. Los activos más relevantes (estadio, infraestructura de entrenamiento y el valor de registro de los jugadores) deben ser medidos en relación con los pasivos (principalmente deuda).

Markham presenta como alternativa la siguiente fórmula, donde *Net Assets* se refiere al total de los activos netos del total de los pasivos. El segundo término de la ecuación apunta a medir la rentabilidad del club en relación con sus ingresos, de tal manera que un club rentable multiplicará por un valor mayor a 1, mientras que un club con pérdidas multiplicará por un valor menor a 1, para potenciar la valoración en línea con los beneficios o reducir la valoración en línea con las pérdidas. Los últimos 2 términos son indicadores de desempeño de esta industria (KPIs). El resultado del modelo de Markham da como resultado una valuación del club en £1.890M

Figura 5.14 Fórmula del modelo multivariable de Markham y cuadro de valuación en base al modelo

$$\text{Club Valuation} = (\text{Revenue} + \text{Net Assets}) \times \frac{(\text{Net Profit} + \text{Revenue})}{\text{Revenue}} \times (\text{Stadium Capacity \%}) \div (\text{Wage Ratio \%})$$

Revenue

Markham's Multivariate Model	
Entry assumptions	
Revenue	648.4
Assets	1,318.0
Liabilities	1,214.0
Net profit	-19.9
Stadium capacity %	99.5%
Wage ratio %	51.1%
Implied club equity valuation GBP	1,419.9
Implied club valuation USD	1,784.2
Implied club EV GBP	1,966.1
Implied club EV USD	2,555.9
Implied share price GBP	8.7
Implied share price USD	10.9

Fuente: Markham (2013), cuadro de elaboración propia.

5.6.4.1 Comparación entre los modelos

A continuación, se realiza una comparación entre los resultados de los distintos modelos, donde se puede observar que los modelos de acciones comparables (industria entretenimiento), transacciones comparables, el DCF y el modelo de Markham están en un rango de valores entre 3.0x y 3.9x. Mientras tanto, el modelo de capitalización de mercado pareciera que está sobrevaluando el valor del Manchester United. Esto no quiere decir que uno u otro modelo está bien o mal, todos los modelos deben ser tomados en contexto. A pesar de que el cuadro pareciera indicar que el modelo de capitalización de mercado está fuera de los parámetros de valor lógicos, 6 meses más tarde se produciría la oferta concreta de Ratcliffe y el monto pagado estuvo más alineado al modelo que parecía sobreestimar el valor del Manchester United.

Figura 5.15 Comparación entre los modelos de valuación utilizados

Comparación de modelos	Capitalización de mercado	Trading Comps - Industria entretenimiento	Transaction Comps - Fútbol	DCF	Modelo multivariable Markham
Precio implícito de la acción (£)	24.4	8.4	9.6	12.0	8.7
EV implícito (millones £)	3,607	1,913	2,110	2,510	1,966
EV / Ingresos	5.6x	3.0x	3.3x	3.9x	3.0x

Fuente: elaboración propia

5.6.5 Adquisición por parte de Jim Ratcliffe

Previo a concluir con el trabajo, citaremos la reciente transacción mediante la cual el empresario británico Jim Ratcliffe adquirió el 25% de las acciones del Manchester United. El 24 de diciembre de 2023, el club anunció el acuerdo por el 25% de las acciones Clase B en manos de los Glazer, y el 25% de las

acciones ordinarias Clase A que flotan en la bolsa de Nueva York. Posteriormente, el 20 de febrero de 2024 se confirma la adquisición, y, además, se comunica que se emitieron acciones adicionales Clase A y B en favor de Jim Ratcliffe por un valor de US\$300M de los cuales US\$200M se integraban al momento y US\$100M deben ser integrados antes del 24 de diciembre de 2024. Así, la transacción se cerró por el 27.7% de las acciones Clase A y el 27.7% de las acciones Clase B, por un valor total de US\$1.646M, equivalente a un precio de US\$34.8 por acción, y un *Enterprise Value* implícito de US\$6.852M (o £5.416M) (Anexo B).

Figura 5.16 Comparación de resultados con la transacción de Ratcliffe (2024)

Comparación de modelos	Adquisición Jim Ratcliffe
Precio implícito de la acción (£)	34.8
EV implícito (millones £)	5,448
EV / Ingresos	8.4x

Fuente: elaboración propia

Si bien no es llamativo que se produzca un desvío entre los precios de la acción estimados y el realmente pagado, lo que sorprende en este caso es la diferencia. Podemos observar nuevamente la **Figura 5.11** con las transacciones comparables que, en mayo de 2022, un consorcio integrado por Todd Boehly y Clearlake Capital Group adquirieron el Chelsea FC en un múltiplo de 5.4x el monto de los ingresos del club. Jim Ratcliffe pagó un múltiplo 8.4x el valor de los ingresos del Manchester United. Ratcliffe se convierte con esta transacción en el principal accionista, y, sin embargo en términos de votos, esto técnicamente no le otorgaría el control.

6. Conclusiones

A lo largo de este trabajo se han marcado diferencias entre la industria de los deportes profesionales y el fútbol, con respecto a las demás industrias. Tanto desde lo económico o financiero, hasta el debate teórico de qué tipo de incentivos mueven a los clubes de fútbol. Lo que se puede comprobar con lo desarrollado en estas páginas es que, como cualquier industria, tiene sus particularidades, y es cuestión de identificarlas y comprenderlas para determinar cómo impactan a la hora de hacer negocios. La conclusión, y la respuesta a la pregunta que motivaba este trabajo sobre “¿cómo se valúa un club de fútbol profesional?”, como en cualquier caso en que se quiere valorar un activo, se trata de entender el negocio y las variables determinantes en el mismo.

Uno de los factores a comprender planteados al comienzo del trabajo se trata de comprender cuáles son los principales activos en un club de fútbol, entender los recursos que permiten al final del día la generación de valor económico. El repaso de la bibliografía y el análisis del caso práctico permitió determinar que los principales activos de un club de fútbol son el capital humano y la infraestructura. El capital humano, como en cualquier compañía, refiere al talento disponible para crear valor. En el caso de un club de fútbol se trata de los jugadores, del primer equipo y también de las divisiones juveniles, del cuerpo técnico, y también de una dirección idónea ya que es imprescindible para el buen manejo de los recursos del club y para que los primeros puedan hacer su trabajo y enfocarse únicamente en el fútbol. La infraestructura refiere a las instalaciones de entrenamiento y al estadio principalmente: el primero para potenciar al capital humano, y el segundo como fuente fundamental para generar ingresos.

La infraestructura es, al final, del día inmuebles y pueden ser al menos tasados. Ahora bien, otra incógnita que motivó este trabajo se trata de cómo valorar el otro activo fundamental, cómo se valúa un jugador y cómo impacta en el balance y en las finanzas de un club de fútbol. El autor concluye que es muy difícil valorar correctamente a un jugador, incluso aquellos profesionales de las finanzas en lo más alto del nivel de fútbol mundial cometen errores que constantemente pueden verse en los casos de desembolsos muy importantes por jugadores que no rinden y repagan. Esto es simplemente porque el factor humano es completamente impredecible. Por otra parte, se responde parcialmente a la pregunta de cómo mitigar entonces este riesgo. El registro contable del jugador y lo agresiva de la amortización es la respuesta. Existen muchos bienes que se amortizan en 5 años, sin embargo no es tan habitual encontrar activos que valen decenas de millones de dólares que lo hagan de manera tan corta, son valores que se asemejan a grandes inmuebles pero que amortizan como una computadora. Pero al final del día, esta dinámica también fuerza cierto orden financiero en los clubes (que esto se respeta es otra historia). Por otro lado el mundo de lo percibido en el flujo de fondos, y aquí el arte de un buen *management* en gestionar las necesidades o requerimientos del club y el cuerpo técnico en cuanto a la adquisición de talento, mientras se cuidan los recursos económicos del club y se planifica correctamente el recupero de la inversión y el financiamiento de la misma.

El trabajo muestra que los clubes que acumulan victorias y títulos no necesariamente son los más exitosos en términos de negocio. Por esta dicotomía de priorizar el equipo más exitoso o el club más rentable se generan grandes descalabros financieros incluso en los clubes más importantes del mundo, como es el caso del FC Barcelona. El desempeño deportivo tiene correlación con el desempeño financiero, y con el precio de la acción para los casos que corresponde. Sin embargo, al analizar los eventos que han generado cambios importantes en el precio de la acción del Manchester United, el autor considera que el éxito deportivo no es el determinante principal del valor de un club. Esto se debe a que el desempeño deportivo se construye en base a recursos, los mencionados capital humano e infraestructura, y estos deben ser financiados. Entonces, se llega a la conclusión que el real determinante del valor de un club es la capacidad de para generar ingresos, dado que esto representa la base fundamental para obtener los recursos

económicos que permiten la inversión en capital humano e infraestructura, y de esta manera perseguir el objetivo del éxito deportivo, y por sobre todo mantenerlo en el tiempo. Mantener y ser constante en el éxito es lo que permite la construcción de valor de la marca a largo plazo, que retroalimenta el círculo virtuoso y le otorga el verdadero valor a una institución deportiva.

La pregunta principal del trabajo consistía en cómo valorar un club de fútbol. Si bien la bibliografía académica no es tan abundante como en otras materias, la información necesaria para poder valorar una institución deportiva profesional está disponible, y el proceso puede asimilarse al de otros activos. Se pueden utilizar los mismos modelos en tanto y en cuanto el previo entendimiento de lo que se está evaluando permitan tomar las consideraciones correspondientes. Probablemente, el mayor desafío sea la dificultad para proyectar el negocio a futuro. De los métodos de valuación practicados, los 5 demostraban cierta correlación entre sí y se podría establecer un rango de valor a partir de los mismos. Además, se podía ver que los resultados se asimilaban al valor que el mercado le asigna al Manchester United por medio del precio de la acción. Durante el trabajo, y para este caso práctico particularmente que como se ha demostrado ha logrado generar ingresos operativos e ingresos netos positivos a lo largo del tiempo, se ha demostrado que es posible valorar un club de fútbol leyéndolo como un negocio más.

Sin embargo, se llega al caso de la adquisición de Jim Ratcliffe y se siembran nuevamente las dudas. El magnate británico desembolsó un monto que representa el doble o más de lo que este trabajo había concluido en sus estimaciones que el club valía. Concluyendo este trabajo perdura cierta incertidumbre acerca de qué más existe detrás del análisis de este negocio, qué es lo que no se está visualizando realmente en el valor de los activos. Entre los autores que dedicaron su tiempo a esta materia se repite una expresión, llaman a los clubes de fútbol como “activos trofeo”, explicando de alguna manera la irracionalidad en el precio de adquisición de algunos clubes de fútbol, que no puede explicarse en los modelos matemáticos. Es cierto que las transacciones contemplan otros factores como primas de control, sinergias esperadas, o cualquier otra creación de valor imperceptible para quién no tiene la información exacta.

7. Bibliografía

- Badenhausen, K. (2018, 29 de agosto). Manchester United Value Hits Record \$4.8 Billion Despite Turmoil On Pitch. *Forbes*. Recuperado de [Manchester United Value Hits Record \\$4.8 Billion Despite Turmoil On Pitch \(forbes.com\)](#)
- Batmunkh, E. (2021). Role of Football in International Business and Economy. *Nanjing University of Information Science and Technology*, 1, 39-56 DOI: <https://doi.org/10.52812/msbd.20>
- Baur, D. (2020). *Player Transfer Payments (IAS 38)*. PWC. Recuperado de [Player Transfer Payments \(IAS 38\) | PwC](#)
- Belson, K. and Draper, K. (2021, 18 de marzo). N.F.L. Signs Media Deals Worth Over \$100 Billion. *New York Times*. Recuperado de [N.F.L. Signs Media Deals Worth Over \\$100 Billion - The New York Times \(nytimes.com\)](#)
- Breuer, C., Hovemann, A., Pawlowski, T. (2010). Top Club's Performance and Competitive Situation in European Domestic Football Competitions. *Journal of Sports Economics*. DOI: 10.1177/1527002510363100
- Breuer, C., Rohde, M. (2016). Europe's Elite Football: Financial Growth, Sporting Success, Transfer Investment, and Private Majority Investors. *International Journal of Financial Studies*. Recuperado de [IJFS | Free Full-Text | Europe's Elite Football: Financial Growth, Sporting Success, Transfer Investment, and Private Majority Investors \(mdpi.com\)](#)
- Brewster, P. (sin fecha) *The domestic transfer market recently closed for English Premier League clubs and some fans will be fairly happy with their club's summer business, while others, to the contrary, will not*. Fcbusiness. Recuperado de [In Focus: Player Acquisitions & Accounting Rules - fcbusiness](#)
- Brown, M. (2021, 14 de mayo). MLB's \$4 Billion ESPN Media Rights Extension Brings The League's Total Broadcast Value To \$12 Billion Over 7 Years. *Forbes*. Recuperado de [MLB's \\$4 Billion ESPN Media Rights Extension Brings The League's Total Broadcast Value To \\$12 Billion Over 7 Years \(forbes.com\)](#)
- Club Atlético Boca Juniors Asociación Civil. (2023). Memoria y Estados Contables correspondientes al ejercicio económico finalizado el 30 de junio 2023. Recuperado de [balance_01_07_22_al_30_06_23_firmado.pdf \(bocajuniors.com.ar\)](#)
- Crupi, A. (2024, 1 de febrero). What You Need To Know About U.S. Sports Tv Contracts. *Sportico*. Recuperado de [Sports Television Contracts in the U.S. \(sportico.com\)](#)
- CVC Capital Partners. (2016, 7 de septiembre). Liberty Media Corporation agrees to acquire Formula One. Recuperado de [2016-09-07 Liberty Media Corporation agrees to acquire Formula One | CVC](#)
- CVC Capital Partners. (2022, 4 de abril). Creation of the commercial subsidiary of the Ligue de Football Professionnel. Recuperado de [2022-04-04 Creation of the commercial subsidiary of the Ligue de Football Professionnel | CVC](#)
- CVC Capital Partners. Publicaciones varias. Recuperado de [Our Portfolio | CVC](#)

- Damodaran. Country Default Spreads and Risk Premiums.
pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Deloitte (2023) *Annual Review of Football Finance 2023*. Recuperado de [Annual Review of Football Finance | Deloitte UK](#)
- Deloitte (2024). Deloitte Football Money League 2024. Recuperado de [Deloitte Football Money League 2024 | Deloitte UK](#)
- Dixon, E. (2019, 30 de julio). Boca Juniors dump Nike for Adidas in US\$100m new kit deal. *Sportspromedia*. Recuperado de [Boca Juniors dump Nike for Adidas in US\\$100m+ new kit deal - SportsPro \(sportspromedia.com\)](#)
- Dixon, E. (2023, 17 de noviembre). What is the domestic TV rights picture in Europe's 'big five' soccer leagues?. *Sportspromedia*. Recuperado de [What is the domestic TV rights picture in Europe's 'big five' soccer leagues? - SportsPro \(sportspromedia.com\)](#)
- Egon, F. (2014). *Financial Fair Play in European Club Football – What is all about?*. Universidad de Zurich. Recuperado de [Financial Fair Play in European Club Football - What is it All About? by Egon P. Franck :: SSRN](#)
- FIFA (2023). FIFA WORLD CUP QATAR 2022™ IN NUMBERS. Recuperado de [FIFA World Cup Qatar 2022™ in numbers | FIFA Publications](#)
- Football Benchmark (2022, 8 de diciembre). What is the Value of Manchester United?. Recuperado de [Football Benchmark - Library](#)
- Football Benchmark (2023, 8 de junio). The European Elite 2023 Football Club's Valuation. Recuperado de [Football Benchmark - Library](#)
- Football Benchmark (2023, 17 de agosto). SPONSORSHIP OVERVIEW 2023/24. Recuperado de [Football Benchmark - Sponsorship overview 2023/24](#)
- Football Benchmark (2023, 23 de noviembre). Top 10 Ownership Changes in European Football. Recuperado de [Football Benchmark - Library](#)
- Football Benchmark (2023, 14 de diciembre). TV RIGHTS: BEHIND THE PREMIER LEAGUE'S LATEST DEAL. Recuperado de [Football Benchmark - Library](#)
- Football Benchmark (2024, 16 de enero). The European Champions Report 2024. Recuperado de [Football Benchmark - Library](#)
- Forbes Digital (2020, 22 de enero). Gianni Infantino dijo en Davos que el fútbol genera US\$ 200.000 millones al año. *Forbes*. Recuperado de [Gianni Infantino dijo en Davos que el fútbol genera US\\$ 200.000 millones al año - Forbes Argentina](#)
- Galov, N. (2023, 6 de marzo). Everything You Need to Know About the Sports TV Deals in 2023. *Webtribunal*. Recuperado de [Everything You Need to Know About the Sports TV Deals in 2023 \(webtribunal.net\)](#)

- Gough, C. (2023, 13 de julio). Total sports market revenue worldwide 2022-2027. Recuperado de [Global sports market revenue 2027 | Statista](#)
- Gough, C. (2023, 14 de septiembre). Total revenue of Major League Baseball 2001-2022. *Statista*. Recuperado de [MLB league revenue 2022 | Statista](#)
- Gough, C. (2023, 13 de diciembre). eSports market revenue worldwide from 2020 to 2025. *Statista*. Recuperado de [Global eSports market revenue 2025 | Statista](#)
- Hall, S. G., Szymanski, S. Zimbalist, A. (2002). Testing Causality Between Team Performance and Payroll The Cases of Major League Baseball and English Soccer. *Journal of Sports Economics*. DOI: 10.1177/152700250200300204
- Hellier, D., Orihuela, R., Lepido, D. (2021, 19 de abril). JPMorgan Backs Super Soccer League With \$4.8 Billion. *Bloomberg*. Recuperado de [Europe Football Super League: JPMorgan to Underwrite Initial Investment - Bloomberg](#)
- Hellier, D., Orihuela, R., Lepido, D. (2021, 4 de agosto). Spain's La Liga Gets \$3.2 Billion Investment From Private Equity Giant CVC. *Bloomberg*. Recuperado de [Spain's La Liga Gets \\$3.2 Billion Investment From Private Equity Giant CVC - Bloomberg](#)
- Iaria, M. (2023, 14 de diciembre). Tv Rights: Behind The Premier League's Latest Deal. *Football Benchmark*. Recuperado de [Football Benchmark - TV Rights: Behind the Premier League's Latest Deal](#)
- Maglio, R., Rey, A. The impairment test for football players: the missing link between sports and financial performance?. *Palgrave Commun* 3, 17055 (2017). Recuperado de [The impairment test for football players: the missing link between sports and financial performance? | Humanities and Social Sciences Communications \(nature.com\)](#)
- Manchester United's Investor Relations webpage [Manchester United \(manutd.com\)](#)
- MarketWatch. 10 years Gilt rate. [TMBMKGB-10Y | U.K. 10 Year Gilt Overview | MarketWatch](#)
- Markham, T. (2013). What is the optimal method to value a football club? Recuperado de [What is the Optimal Method to Value a Football Club? by Tom Markham :: SSRN](#)
- Noll, R. G. (2002). The Economics of Promotion and Relegation in Sports Leagues: The Case of English Football. *Journal of Sports Economics*. Recuperado de [The Economics of Promotion and Relegation in Sports Leagues: The Case of English Football | Stanford Institute for Economic Policy Research \(SIEPR\)](#)
- Olé. (2023, 21 de junio). Betsson, nuevo sponsor en la camiseta de Boca: qué es y qué equipos lo tienen. Recuperado de [Betsson, nuevo sponsor en la camiseta de Boca: qué es y qué equipos lo tienen :: Olé - ole.com.ar](#)
- Pifer, N. D., Pitts, B., Scremin, G. Zhang, J. J. (2018). Contemporary Global Football Industry: An introduction. DOI: 10.4324/9781351117982-1

- Plumley, D., Ramchandani, G. and Wilson, R. (2013). The relationship between ownership structure and club performance in the English Premier League. *Sport Business and Management An International Journal*. DOI: 10.1108/20426781311316889
- Plumley, D., Ramchandani, G. and Wilson, R. (2018). “Mind the gap: an analysis of competitive balance in the English football league system”, *International Journal of Sport Management and Marketing*, Vol. 18, No. 5, pp. 357–375.
- Plumley, D., Ramchandani, G. M. and Wilson, R. (2018). “The un intended consequence of Financial Fair Play: An examination of com petitive balance across five European football leagues”, *Sport, Business and Management: An International Journal*.
- Plumley, D., Ramchandani, G. M. and Wilson, R. (2023). A Review of Competitive Balance in European Football Leagues before and after Financial Fair Play Regulations. *Sustainability* **2023**, 15, 4284. <https://doi.org/10.3390/su15054284>
- Plumley, D., Wilson, R. (2023). *The economics and finance of professional team sports*. Londres – Nueva York: Routledge
- Rottenberg, S. (1956) The Baseball Player’s Labor Market. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 64, pages 242-242. Recuperado de [The Baseball Players' Labor Market on JSTOR](#)
- Rovell, D. (2015, 10 de julio). NBA signs deal with Nike; logo to appear on uniforms. *ESPN*. Recuperado de [NBA signs 8-year apparel deal with Nike - ESPN](#)
- Slatter, M. (2022, 22 de noviembre). How do you value a football club? *The Athletic*. Recuperado de [How do you value a football club? - The Athletic](#)
- Smith, R. (2022, 23 de noviembre). Why Manchester United Stock Keeps Going Up. *The Motley Fool*. Recuperado de [Why Manchester United Stock Keeps Going Up | The Motley Fool](#)
- Sportsvalue (2019). Maiores receitas com matchday do esporte global. Recuperado de [Biggest global sports matchday revenues – Sports Value](#)
- Stadiums of Pro Football. NFL Stadium Comparisons. Recuperado de [NFL Stadium Comparisons \(stadiumsofprofootball.com\)](#)
- Statista (2023). La Liga: stadiums' capacity 2023-2024. Recuperado de [La Liga: soccer stadiums' capacity 2023/2024 | Statista](#)
- Stewart, B. (2015). Backdrop: cultural and commercial context. *Sport Funding and Finance*. Second Edition (p33). Oxon: Routledge
- Stump, P. M. (2000). *Putting EBITDA in perspective*. Moody’s Investor Service.
- Sylt, C. (2014, 15 de abril). How CVC Has Made \$8.2 Billion From Formula One Auto Racing. *Forbes*. Recuperado de [How CVC Has Made \\$8.2 Billion From Formula One Auto Racing \(forbes.com\)](#)

Szymanski (2021, 11 de mayo). Stefan Szymanski on the business of football. OpenLearn. Recuperado de [Stefan Szymanski on the business of football | OpenLearn - Open University](#)

The Football Association. Página web oficial [About The FA](#)

Transfermarkt (2024). Manchester United [Manchester United - Market value analysis | Transfermarkt](#)

Transfermarkt (2024). Premier League. Recuperado de [Premier League - Stadium overview | Transfermarkt](#)

UEFA. UEFA Club Licensing and Financial Sustainability Regulations. Recuperado de [G.3 Accounting requirements for the permanent transfer of a player's registration • UEFA Club Licensing and Financial Sustainability Regulations • Reader • UEFA Documents](#)

UEFA Financial Report 2021/2022. Recuperado de [Administration | Inside UEFA | UEFA.com](#)

UEFA. The European Club Finance and Investment Landscape. Recuperado de [The European Club Finance and Investment Landscape \(uefa.com\)](#)

Universidad Europea (2023). What is Financial Fair Play? Recuperado de [What is Financial Fair Play? | Blog UE \(universidadeuropea.com\)](#)

Yahoo! Finance. [Manchester United plc \(MANU\) Stock Price, News, Quote & History - Yahoo Finance](#)

8. Anexo A. Modelo de valuación de empresas. Caso: Manchester United plc

Assumptions							
P&L	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Increase/Decrease in Revenues	N/A	11%	6%	6%	6%	6%	6%
Wages (as % of Revenues)	66%	51%	54%	54%	54%	54%	54%
COGS (as % of Revenues)	9%	12%	11%	11%	11%	11%	11%
SG&A (as % of Revenues)	11%	13%	12%	12%	12%	12%	12%
Other operational income/expenses (in GBP mln)	(24.7)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Depreciation (as % of BoP PP&E)		6.9%	7%	7%	7%	7%	7%
Registration Amortisation (in GBP mln)	(148.9)	(169.8)	(157.9)	(141.2)	(135.9)	(130.6)	(125.3)
Amortization (as % of BoP Intangible Assets)		52.8%	53%	53%	53%	53%	53%
Tax rate		20.5%	21%	21%	21%	21%	21%
Profit on disposal of intangible assets	21.9	20.4	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Net income attributable to non-controlling interests (as % of NI)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Borrowings interest rate		5%	5%	5%	5%	5%	5%
Leasing interest rate		3%	3%	3%	3%	3%	3%
RCF interest rate			2%	2%	2%	2%	2%
Cash interest rate		1%	1%	1%	1%	1%	1%
SPV interest rate				0%	0%	0%	0%
FX gains/(losses) (in GBP mln)		22.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Balance sheet	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Capex (in GBP mln)	8.3	15.6	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Intangible additions (in GBP mln)	115.4	156.2	160.0	150.0	140.0	130.0	120.0
Share issuance/(repurchase) (in GBP mln)			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other reserves	228.7	231.7	231.7	231.7	231.7	231.7	231.7
Dividends to owners (in GBP mln)	-33.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends to non-controlling interests (in GBP mln)			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inventory days	15.8	14.5	15.1	15.1	15.1	15.1	15.1
Trade receivables days	30.8	17.5	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
Trade payables days	324.2	360.6	342.4	342.4	342.4	342.4	342.4
Goodwill (in GBP mln)	421.5	421.5	421.5	421.5	421.5	421.5	421.5
Other non current assets (in GBP mln)	40.8	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Other current assets (in GBP mln)	64.5	83.4	83.4	83.4	83.4	83.4	83.4
Lease liabilities - non current (as % of PP&E)	1%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Lease liabilities - current (as % of PP&E)	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Trade and other receivables non-current	29.8	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3
Trade and other payables non-current	102.3	161.1	161.1	161.1	161.1	161.1	161.1
Other non current liabilities (in GBP mln)	35.7	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
Other current liabilities (in GBP mln)	1.1	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
Dividends payable (in GBP mln)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Non-current debt issuance/(repayment) (in GBP mln)			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Current debt issuance/(repayment) (in GBP mln)			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
SPV debt issuance/(repayment) (amortized %)			0%	0%	0%	0%	0%
Operating cash (as % of Revenues)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Calcs

PP&E (in GBP mln)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
BoP			253.3	255.8	258.1	260.3	262.3
Capex			20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Depreciation			(17.5)	(17.7)	(17.8)	(18.0)	(18.1)
EoP		253.3	255.8	258.1	260.3	262.3	264.2

Intangibles (in GBP mln)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
BoP			390.9	393.0	401.9	406.0	405.4
Additions			160.0	150.0	140.0	130.0	120.0
Amortisations			(157.9)	(141.2)	(135.9)	(130.6)	(125.3)
EoP		390.9	393.0	401.9	406.0	405.4	400.1

BoP			-196.7	-216.6	-216.0	-203.4	-178.3
Net income attributable to owners			(19.9)	0.6	12.6	25.1	38.3
Dividends payable to owners			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EoP		-196.7	-216.6	-216.0	-203.4	-178.3	-140.0

BoP			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net income attributable to non-controlling interests			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends payable to non-controlling interests			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EoP		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Inventories	2.2	3.2	3.0	3.2	3.3	3.5	3.7
Trade receivables	49.2	31.2	45.4	48.1	50.9	53.8	56.9
Trade payables	386.4	406.1	415.1	439.2	464.7	491.7	520.2
Total working capital	(335.0)	(371.8)	(366.7)	(388.0)	(410.5)	(434.3)	(459.5)
Δ working capital		36.7	-5.0	21.3	22.5	23.8	25.2

OpCo Debt

Borrowings - non current (in GBP mln)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
BoP			507.3	507.3	507.3	507.3	507.3
Debt issuance/(repayment)			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EoP		507.3	507.3	507.3	507.3	507.3	507.3
<i>Borrowings interest rate</i>			5%	5%	5%	5%	5%
Interest payable			-24.6	-24.6	-24.6	-24.6	-24.6

Borrowings - current (in GBP mln)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
BoP			106.0	106.0	106.0	106.0	106.0
Debt issuance/(repayment)			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EoP		106.0	106.0	106.0	106.0	106.0	106.0
<i>Borrowings interest rate</i>			5%	5%	5%	5%	5%
Interest payable			-5.1	-5.1	-5.1	-5.1	-5.1

RCF (in GBP mln)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
BoP			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Issuance/Repayment			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EoP		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>RCF interest rate</i>			2%	2%	2%	2%	2%
Interest payable			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Leasing (in GBP mln)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EoP		8.9	6.8	6.9	6.9	7.0	7.0
<i>Leasing interest rate</i>			3%	3%	3%	3%	3%
Interest payable			-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2

Total interest payable -30.0 -29.9 -29.9 -29.9 -29.9

OpCo Cash

Excess cash and cash equivalents (in GBP mln)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EoP		76.0	44.4	55.2	84.0	131.6	198.6
<i>Cash interest rate</i>			1%	1%	1%	1%	1%
Interest payable			0.4	0.4	0.5	0.8	1.2

FX gains/(losses) (in GBP mln) 0.0 0.0 0.0 0.0 0.0

Net finance expenses -29.5 -29.6 -29.4 -29.1 -28.7

Profit & Loss Statement (in GBP mln)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Revenues	583.2	648.4	686.0	725.8	767.9	812.4	859.6
Wages	(384.1)	(331.4)	(370.4)	(391.9)	(414.7)	(438.7)	(464.2)
COGS	(50.9)	(79.7)	(72.1)	(76.3)	(80.7)	(85.4)	(90.4)
Gross profit	148.1	237.4	243.5	257.6	272.5	288.3	305.0
<i>Gross margin</i>	25%	37%	35%	35%	35%	35%	35%
SG&A	(67.0)	(83.5)	(83.6)	(88.4)	(93.6)	(99.0)	(104.7)
Other operating income/expenses	(24.7)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	56.5	154.9	159.9	169.1	179.0	189.3	200.3
<i>EBITDA margin</i>	10%	24%	23%	23%	23%	23%	23%
Registrations D&A	(148.9)	(169.8)	(157.9)	(141.2)	(135.9)	(130.6)	(125.3)
Other D&A	(16.8)	(16.8)	(17.5)	(17.7)	(17.8)	(18.0)	(18.1)
EBIT	(109.3)	(31.6)	(15.5)	10.3	25.3	40.8	56.9
<i>EBIT margin</i>	-19%	-5%	-2%	1%	3%	5%	7%
Net finance expenses	(62.2)	(21.4)	(29.5)	(29.6)	(29.4)	(29.1)	(28.7)
EBT	(171.6)	(53.0)	(45.0)	(19.2)	(4.2)	11.6	28.1
<i>EBT margin</i>	-29%	-8%	-7%	-3%	-1%	1%	3%
Income taxes	34.1	3.9	5.1	(0.2)	(3.2)	(6.5)	(9.9)
Profit on disposal of intangible assets	21.9	20.4	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Net income	(115.5)	(28.7)	(19.9)	0.6	12.6	25.1	38.3
<i>Net margin</i>	-20%	-4%	-3%	0%	2%	3%	4%
Net income attributable to owners			(19.9)	0.6	12.6	25.1	38.3
Net income attributable to non-controlling interests			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Balance Sheet (in GBP mln)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Assets							
PP&E	242.7	253.3	255.8	258.1	260.3	262.3	264.2
Intangible Assets	321.8	390.9	393.0	401.9	406.0	405.4	400.1
Goodwill	421.5	421.5	421.5	421.5	421.5	421.5	421.5
Trade receivables	29.8	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3
Other non current assets	40.8	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2	36.2
Total non-current assets	1056.5	1124.2	1128.8	1140.0	1146.3	1147.7	1144.3
Inventories	2.2	3.2	3.0	3.2	3.3	3.5	3.7
Trade receivables	49.2	31.2	45.4	48.1	50.9	53.8	56.9
Other current assets	64.5	83.4	83.4	83.4	83.4	83.4	83.4
Excess cash and cash equivalents	121.2	76.0	44.4	55.2	84.0	131.6	198.6
Total current assets	237.2	193.7	176.2	189.8	221.6	272.3	342.6
Total assets	1293.7	1318.0	1305.0	1329.8	1367.9	1420.0	1486.9
Liabilities and shareholder's equity							
Borrowings - non current	530.4	507.3	507.3	507.3	507.3	507.3	507.3
Lease liabilities - non current	2.9	7.8	5.5	5.5	5.6	5.6	5.7
Trade and other payables	102.3	161.1	161.1	161.1	161.1	161.1	161.1
Other non current liabilities	35.7	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
Total non-current liabilities	671.3	687.2	684.8	684.8	684.9	684.9	685.0
Trade payables	386.4	406.1	415.1	439.2	464.7	491.7	520.2
Borrowings - current	105.8	106.0	106.0	106.0	106.0	106.0	106.0
Lease liabilities - current	1.6	1.0	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
Other current liabilities	1.1	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
Total current liabilities	494.8	526.9	536.2	560.3	585.8	612.8	641.3
Total liabilities	1166.2	1214.0	1221.0	1245.2	1270.7	1297.7	1326.3
Share capital and premium	68.9	68.9	68.9	68.9	68.9	68.9	68.9
Other reserves	228.7	231.7	231.7	231.7	231.7	231.7	231.7
Retained earnings	(170.0)	(196.7)	(216.6)	(216.0)	(203.4)	(178.3)	(140.0)
Total equity	127.5	104.0	84.0	84.6	97.2	122.3	160.6
Total liabilities and shareholder's equity	1293.7	1318.0	1305.0	1329.8	1367.9	1420.0	1486.9
<i>Financial debt</i>	640.6	622.2	620.1	620.2	620.2	620.3	620.3
<i>Financial debt/EBITDA</i>	11.3x	4.0x	3.9x	3.7x	3.5x	3.3x	3.1x
<i>Financial net debt/EBITDA</i>	9.2x	3.5x	3.6x	3.3x	3.0x	2.6x	2.1x

Cash Flow (in GBP mln)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBITDA			159.9	169.1	179.0	189.3	200.3
Cash tax			5.1	(0.2)	(3.2)	(6.5)	(9.9)
Net working capital requirements			(5.0)	21.3	22.5	23.8	25.2
Variations in other operating accounts			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Profit on disposal of intangible assets			20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Cash flow from operating activities			180.0	210.3	218.2	226.7	235.6
Capex			(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
Intangibles additions			(160.0)	(150.0)	(140.0)	(130.0)	(120.0)
Cash flow from investing activities			(180.0)	(170.0)	(160.0)	(150.0)	(140.0)
Change in borrowings			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in lease liabilities			(2.1)	0.1	0.1	0.1	0.1
Net finance expenses			(29.5)	(29.6)	(29.4)	(29.1)	(28.7)
Dividends			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Share issuance/(repurchase)			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from financing activities			(31.6)	(29.5)	(29.4)	(29.1)	(28.7)
Net cash flow			(31.6)	10.8	28.9	47.6	67.0
Beginning cash			76.0	44.4	55.2	84.0	131.6
Net cash flow			(31.6)	10.8	28.9	47.6	67.0
Ending cash			44.4	55.2	84.0	131.6	198.6
Operating cash			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Excess cash/(revolver)			44.4	55.2	84.0	131.6	198.6

Valuation (in GBP mln)	2022	2023
Capital structure calcs		
Average share price during last 30 days (in USD)	21.0	
GBP/USD average exchange rate last 30 days	1.3	
Average share price during last 30 days (in GBP)	16.7	
Basic shares outstanding as of Jun-23	163.1	
Market cap as of Jun-23 (in GBP mln)	2,719.8	
Equity (incl. Minority interest)	2,719.8	83%
Net Debt	546.2	17%
Total capital in GBP	3,266.0	
WACC calcs		
Risk-free rate	4.0%	
Levered beta	0.5	
Market risk premium	5.5%	
Cost of equity	6.5%	
Marginal tax rate	20.5%	
Cost of debt	3.8%	
After tax cost of debt	3.0%	
E/D+E	83.3%	
D/D+E	16.7%	
WACC	5.9%	

Unlevered free cash flows - GBP

EBIT (1-t)		(12.3)	8.2	20.1	32.4	45.2
Depreciations and amortizations		175.4	158.8	153.7	148.6	143.4
Net working capital requirements		(5.0)	21.3	22.5	23.8	25.2
Variations in other operating accounts		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Profit on disposals of intangible assets		20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Capex		(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
Intangibles additions		(160.0)	(150.0)	(140.0)	(130.0)	(120.0)
Unlevered free cash flow in GBP		(2.0)	38.3	56.3	74.8	93.9
Terminal growth rate	2.8%					
Perpetuity growth rate terminal value						3067.8
Discounting						
Discount period		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
Discount factor		94%	89%	84%	79%	75%
PV of unlevered FCF		(1.9)	34.1	47.4	59.4	70.4

Enterprise value calculation

Total Present Value of unlevered FCF	<u>Perpetuity</u>	209.4	8%
PV of terminal value		2300.2	92%
Enterprise value in GBP		2509.6	
Enterprise value in USD		3153.3	
Excess cash		76.0	
Debt		622.2	
Non controlling interest		0.0	
Equity value in GBP		1963.4	
Equity value in USD		2467.1	
Implied share price (in GBP)		12.0	
Implied share price (in USD)		15.1	
Implied EV/Revenues		3.9x	

EV sensitivity analysis

		WACC				
		5.43%	5.68%	5.93%	6.18%	6.43%
Perp. growth	2.28%	2,557	2,357	2,184	2,034	1,902
	2.53%	2,766	2,533	2,335	2,164	2,015
	2.78%	3,014	2,740	2,510	2,313	2,144
	3.03%	3,314	2,986	2,714	2,486	2,292
	3.28%	3,684	3,283	2,958	2,689	2,463

EV/Revenue sensitivity analysis

		WACC				
		5.43%	5.68%	5.93%	6.18%	6.43%
Perp. growth	2.28%	3.9x	3.6x	3.4x	3.1x	2.9x
	2.53%	4.3x	3.9x	3.6x	3.3x	3.1x
	2.78%	4.6x	4.2x	3.9x	3.6x	3.3x
	3.03%	5.1x	4.6x	4.2x	3.8x	3.5x
	3.28%	5.7x	5.1x	4.6x	4.1x	3.8x

9. Anexo B. Adquisición Jim Ratcliffe

Estimaciones adquisición de Jim Ratcliffe por el 25% de las acciones (transacción inicial) y hasta el 27.7% en segunda instancia.

Ratcliffe's acquisition	
Entry assumptions	
O/S Class A shares	52,854,464
Tender offer Class A Shares	13,237,834
O/S Class B shares	110,207,613
Acquisition of Class B Shares	27,551,903
Price per share initial purchase	33.0
Initial purchase amount	1,346,061,329
Additional acquisition of A and B shares	300,000,000
Additional Class A shares issued	2,440,679
Additional Class B shares issued	4,109,562
New O/S Class A shares	56,601,130
New O/S Class V shares	114,301,320
Price per share additional purchase	45.8
Total acquisition price	1,646,061,329
Total acquired shares	47,339,979
Implied share price	34.8
Implied equity value	5,942.5
Net debt	903.5
Implied EV in GBP	5,448.3
Implied EV USD	6,846.0