

"La salida a bolsa y a los mercados de valores: ¿Una opción para los clubes de fútbol españoles?"

Resumen de la sesión del 21 de junio de 2018.

Ponentes: **Javier Gómez Molina**, Director General Corporativo, LaLiga y **Aurelio Gurrea Martínez**, Investigador del programa de gobierno corporativo y sistemas financieros internacionales de la Universidad de Harvard. Profesor del Centro de Estudios Garrigues. Director ejecutivo del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas y Socio de Dictum Abogados.

Moderador: **Alberto Palomar Olmeda**, Profesor Titular de Derecho Administrativo (Acreditado por la ANECA), Universidad Carlos III de Madrid. Magistrado de lo contencioso-administrativo. Miembro del Consejo Académico de Fide.

Resumen realizado para Fide por Álvaro Martínez San Segundo, Abogado del departamento mercantil de Baker McKenzie

FIDE organizó el pasado 21 de junio de 2018, una sesión que tuvo por objeto el planteamiento de la posibilidad de que las sociedades anónimas deportivas (SAD) puedan tener mayores ingresos mediante la salida a bolsa o al mercado alternativo bursátil (MAB). **Alberto Palomar**, moderador de la sesión, introdujo el tema recordando que cuando se reformó la Ley del Deporte en el año 1998, la primera reacción de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) fue claramente de rechazo respecto a cualquier iniciativa que propusiese la salida a bolsa de clubes de fútbol (algo que, por aquel entonces, estaba asociado a problemas). Sin embargo, la realidad es que los tiempos han cambiado considerablemente y, en parte por este motivo, tras una breve presentación de los ponentes, le concedió la palabra a Javier Gómez preguntándole por cómo se obró el milagro de que a día de hoy la salida a bolsa sea una posibilidad viable.

El Director General de LaLiga, **Javier Gómez**, inició su exposición centrándose en la situación financiera real del sector. Para ello, hizo una comparativa entre los resultados financieros a finales de la temporada 2011/2012 y a finales de la temporada 2016/2017. Destacó que los clubes de lo que se conoce como LaLiga neteada (es decir, todos aquellos que no son ni Real Madrid ni Fútbol Club Barcelona), prácticamente duplicaron su cifra de negocio, en cinco temporadas. Además, mientras que en la temporada 2011/2012, el Real Madrid y el Fútbol Club Barcelona representaban un 50% del sector, hoy en día ya solo suponen un 40%, algo que le ha dado sin duda mayor notoriedad al resto de participantes en 1ª y 2ª División. El incremento de los ingresos de una temporada a otra, fue de más de 1.000 millones de euros, y las expectativas a corto plazo son de continuo crecimiento.

La principal consecuencia de este aumento de los ingresos ha sido el incremento del patrimonio neto, algo que ha ayudado, sin duda, en la carrera por alcanzar a la Bundesliga, que en términos de solvencia siempre ha liderado las estadísticas, algo en lo que insistió Javier Gómez durante toda su intervención. *"Hemos pasado de pelear porque los clubes no tuvieran deuda, que hiciesen frente a sus obligaciones tributarias, pagaran a sus acreedores, etc., a que algunos clubes se estén planteando salir a bolsa"*, afirmaba con rotundidad. Pero, ¿cuál es el objetivo que subyace detrás de esta idea de salir a bolsa? Pues bien, según lo comentado por el alto ejecutivo, la idea es crecer más rápidamente sin penalizaciones en el coste de plantilla deportiva, y destinando los ingresos correspondientes a esta vía de financiación fundamentalmente hacia inversiones en inmovilizado material (estadios o ciudades deportivas), descartando, en principio, como primer objetivo, la posibilidad de invertir en jugadores, por la rápida amortización de este tipo de inversiones unido a la restrictiva normativa de LaLiga con el hecho de dar pérdidas por parte de sus asociados.

Dicho esto, la idea es que LaLiga fomente el hecho de que un club salga a bolsa con la finalidad de que los demás copien el modelo, algo que para el máximo organismo del fútbol español sería muy bueno en términos de imagen y reputación. Javier Gómez, enfatizó en todo momento que todos lo ven claro y están tratando de remar en la misma dirección. La clave para avanzar en este proceso es el explicarle al pequeño accionista las bondades de que unos terceros inversores van a entrar en el accionariado de la SAD.

Tras las palabras de Javier Gómez, intervino Alberto Palomar apuntando que *"los de la teoría"* (forma utilizada para referirse a aquellos estudiosos del Derecho), ven con miedo todavía las

inversiones extranjeras en clubes de fútbol y claman por que la situación se normalice. La pregunta recurrente es siempre "¿qué buscan este tipo de inversores?" Lo cierto es que, ante esta tesitura, la bolsa daría mayor seguridad al mercado, al tener sus regímenes propios. Por su parte, lo que está fuera de este mercado se considera fundado en la incertidumbre de estrategias empresariales que no siempre se conocen. Además, tal y como señalaba Alberto Palomar, en la medida en que esto se encuentre regulado, existirá también un menor riesgo de que los inversores extranjeros se vayan (algo que ha ocurrido en varias ocasiones en clubes españoles).

Tomó el testigo entonces **Aurelio Gurrea**, quien comenzó su exposición hablando sobre los beneficios de la salida a bolsa en términos generales, aunque matizó también que existen algunas posibles desventajas.

Entre las posibles ventajas de la salida a bolsa destacó:

- ✓ Mayores posibilidades de tener más capital (*equity*).
- ✓ Mayores posibilidades de obtener deuda (emisiones de bonos, posible acceso al crédito a menor coste, etc.).
- ✓ Posible reducción del coste del capital de la empresa (WACC).
- ✓ Reputación / visibilidad (puso como ejemplo a Alibaba Group, que ganó una gran visibilidad internacional con su salida a bolsa en Estados Unidos, ya que era una empresa que, a pesar de su enorme tamaño, no era muy conocida en Europa, LATAM y Estados Unidos).
- ✓ Mejora del gobierno corporativo, ya que los administradores están sujetos al escrutinio del mercado y mayores estándares de gobierno corporativo.
- ✓ Mayor liquidez de las acciones que permitiría, entre otras cosas ofrecer una salida a posibles *venture capitalists* en el capital u ofrecer *stock options* a los empleados y directivos de la sociedad.
- ✓ Posibilidad de realizar adquisiciones.
- ✓ Mayores medios para repagar deudas, que no es un factor típico en la mayoría de empresas de países desarrollados, pero sí parece ser el caso en economías emergentes (puso el ejemplo de Kenia) y que podría aplicársele también a los clubes de fútbol españoles.
- ✓ Cumplimiento de exigencias regulatorias, como podría ser el caso de los bancos que necesitan cumplir con las normas de capital de Basilea.

Entre las desventajas de la salida a bolsa destacó:

- ✓ Deseo de mantener el control (principal motivo, según una encuesta realizada a directores financieros de determinadas compañías, por el que las empresas son más reacias a salir a bolsa).
- ✓ Evitar la dilución de la propiedad.
- ✓ Altos costes regulatorios y de servicios profesionales de salir a bolsa, ya sea en el momento de la emisión (donde, entre otros aspectos, suelen abonarse altas cifras de honorarios a los bancos de inversión, que suelen oscilar entre el 3-4% en Europa y Asia y alrededor del 7% en Estados Unidos) o de manera posterior al cumplir con las normas del mercado de valores.

✓ Otros:

- i. Escrutinio público: se va a estar pendiente de los clubes de fútbol todavía más.
- ii. Volatilidad: la revelación de información que hacen las compañías es en general, trimestral, bianual o incluso anual (dependiendo del país). En cambio, si un club de fútbol saliera a bolsa, el hecho de estar jugando semanalmente provoca que reporte información relevante para los inversores de manera semanal, y mientras que el precio de las acciones de cualquier compañía suele depender de sus expectativas de cash-flow futuros, la participación como socio o accionistas de un club de fútbol suele ser más emocional. Por tanto, este factor psicológico de la inversión en clubes de fútbol, unido a la mayor periodicidad con la que se reporta información relevante en el fútbol (cada partido), puede provocar una mayor volatilidad en el precio de las acciones de un club de fútbol.
- iii. Transformación del tipo social (algo estrictamente necesario en casos tan significativos como el Real Madrid o el Fútbol Club Barcelona).

¿Dónde realizar, en su caso, la salida a bolsa?

Aurelio Gurrea, repasó algunos de los factores más relevantes a la hora de elegir el lugar en el que salir a bolsa, y utilizó el ejemplo del Manchester United para ilustrarlo. A pesar de que este club se planteó su salida a bolsa en Singapur y Hong Kong, finalmente acabó saliendo en EEUU, por la posibilidad de emitir acciones con voto múltiple (*dual class shares*) en este país. En línea con lo comentado por Javier Gómez en relación con la preocupación de los accionistas minoritarios por preservar el control, el ponente incidió en que el uso de este tipo de acciones permite aumentar el % de los derechos de voto.

¿Por qué se planteó el Manchester United salir a bolsa en Singapur y Hong Kong entonces? Por otro de los factores que también influyen a la hora de decidir la localización: la cantidad de aficionados del equipo inglés en esa zona de Asia. *Sensu contrario*, la falta de seguidores suficientes en el extranjero parece ser uno de los motivos por los que la Juventus, por ejemplo, decidió salir a bolsa en Italia.

Mecanismos alternativos de financiación:

A pesar de que la conclusión de Aurelio Gurrea fue que la salida a bolsa será más o menos beneficiosa dependiendo del objetivo, necesidad y características de cada entidad, no quiso perder la oportunidad de sugerir, a su vez, algunos mecanismos alternativos de financiación, en el caso de que lo que pretendieran los clubes de fútbol españoles fuera, simplemente, obtener financiación adicional. Entre estos mecanismos comentó:

- *Business angels*
- *Venture capitalists*
- *Private equity*
- *Crowdfunding*
- MAB
- ICOs (*initial coin offerings*) - comentó un tema curioso en relación a una nueva moneda creada por el jugador James Rodríguez (las JR13).

A lo largo de toda su intervención, Aurelio Gurrea abogó por explorar esta nueva forma de financiación como una posible alternativa, sobre todo entre clubes y jugadores más conocidos. "¿Por qué se caracterizan las ICOs?", planteaba. Pues bien, en lugar de vender acciones o bonos, lo que se vende en estos casos son unos *tokens* que, en definitiva, no son más que derechos materializados en esa *coin* o moneda. La segunda particularidad es que en vez de recibir dinero, lo que reciben los emisores son criptomonedas (siendo las más conocidas las *bitcoins* y las *ethers*). En lugar de gestionarse a través de bancos de inversión, en estos casos se hace uso de una tecnología denominada *blockchain* a través de la cual se venderán los mencionados tokens. Lo que tendría que hacer el club en cuestión sería un *cash out* rápido.

A diferencia, de Javier Gómez, Aurelio Gurrea no se consideró partidario de la salida a bolsa de los clubes todavía, al entender que aquellos que podrían tener una salida exitosa son, precisamente, los que no lo necesitan.

Tras las intervenciones iniciales, se abrió el turno de debate. Uno de los intervinientes hizo una apreciación acerca de lo expuesto por los ponentes, indicando que es fundamental tener en mente que el hecho de dónde cotiza una sociedad y cuáles son sus reglas corporativas no son lo mismo, por lo que una empresa española podrá estar listada en otro país, pero tendrá que cumplir con la legislación societaria española (poniendo en duda, de esta manera, las probabilidades de éxito de las *dual class shares* -prohibidas en nuestro país-). Ante esto, Aurelio Gurrea insistió en que el estado español debería plantearse la reforma de la ley en este sentido, proponiendo, por su parte, alguno de los intervinientes, la creación de una sociedad holding en el país emisor de las acciones (tal y como, en cierta medida, hizo el Manchester United) o el celebrar un pacto de accionistas (algo, sin duda, controvertido, teniendo en cuenta el nivel de atomización del capital social de cualquier SAD).

La segunda apreciación fue que todas las sociedades cotizadas tienen ánimo de lucro, mientras que, en principio, las SAD no lo tienen (lo cierto es que los repartos de dividendos son escasos en el sector). El interviniente utilizó el ejemplo de la no comparecencia de casi un 25% de los socios del Sevilla, como muestra de que los dividendos no son importantes para muchos de los accionistas actuales, que se centran meramente en los resultados en el terreno de juego.

Se insistió mucho en la relevancia del componente geográfico y en la falta de precedentes en países tan punteros como Estados Unidos. "¿Cuál es el modelo de financiación de los equipos de la NBA o de la NFL?", planteaba otro de los participantes en el debate, haciendo hincapié en la falta de un plan financiero en condiciones en relación con los clubes de fútbol.

También una de las intervenciones en el debate, se refirió a tres casos de *crowdfunding* en los que participó como asesor y relativos a financiaciones de entre 0,5 y 1,5 millones de euros, un vencimiento de entre 5 y 6 años y una rentabilidad de entre un 5 y un 7%. En todas ellas la nota predominante era la falta de garantías (es decir, un riesgo muy elevado) y el hecho de que las aportaciones las realizaban los propios socios del club (no inversores profesionales y cualificados).

Y en relación con el riesgo, aclaró que el concepto del riesgo asociado al fútbol está cambiando y que cuando la gente empieza a mentalizarse de que invertir en un equipo de fútbol puede no ser tan mal negocio, este tipo de inversiones se plantearán desde otra perspectiva totalmente distinta. En este sentido, y en relación a la mencionada desventaja de la volatilidad, Alberto Palomar aseguró que estudios contrastados concluían que existe una baja dependencia a los

resultados deportivos, siempre y cuando el club sea constante en los derechos de televisión que recibe, en sus ventas de marketing, etc.

Sin embargo, ante eso, Javier Gómez apuntó que, a pesar de tener unos derechos de televisión estables, e incluso un nivel de seguidores por encima de la media, la posibilidad del descenso, hasta que los operadores financieros terminen de entender el sector, aun cuando ha bajado mucho en los últimos 2 años, hace que estos mantengan aún alto el acceso a la financiación en comparación con los ratios de solvencia del mismo.

Cerrando la sesión, se hizo referencia a las principales ventajas que esas operaciones suponen en términos de transparencia, de profesionalización y de dar liquidez a los mencionados accionistas minoritarios, mientras que el punto negativo más significativo quizás sea la poca racionalidad del sector y la amenaza de la volatilidad (algo que no casa del todo con el concepto de mercado de valores).



Aurelio Gurrea, Alberto Palomar y Javier Gómez