

La lógica financiera del fútbol: un análisis sobre la cotización de los mayores clubes europeos

The financial sense of football: an analysis of the stock price of the largest European clubs

Gonzalo Nicolás MADRID GUILLOT

Universidad Complutense de Madrid (España)

gomadrid@ucm.es

Recepción: Octubre 2022

Aceptación: Diciembre 2022

RESUMEN

La práctica del deporte es tan antigua como las primeras civilizaciones del planeta, y desde entonces ha supuesto un espectáculo clave para el entretenimiento de la sociedad. Sin embargo, durante estas últimas décadas el espectáculo deportivo ha devenido en un negocio que mueve cifras impensadas años atrás. Entre estos deportes convertidos en negocio, el emblema principal es el fútbol.

El objetivo de este artículo es descifrar la lógica financiera del fútbol, estudiando cuáles son los eventos que impactan directamente en el valor de los clubes, pasando primero por una reseña histórica para entender el origen del lucro en el fútbol, y siguiendo con un análisis de la situación actual del negocio, para terminar con la presentación del trabajo en sí mismo.

Palabras clave: Fútbol, Clubes Europeos, Mercados Financieros, Industria deportiva.

Clasificación JEL: G12, G14.

ABSTRACT

The practice of sports is as old as the first civilisations on the planet, and ever since it has been a vital phenomenon for the entertainment of society. However, over the last few decades, sporting events have become a business able to move figures that were unthinkable years ago. Among these sports turned into business, football is the most illustrative one.

The aim of this article is to unravel the financial sense of football by studying the events that have a direct impact on the stock price of the clubs. It starts with a historical review to understand the origin of profit in football followed by the analysis of the current business situation, to finish presenting the research conducted on the subject.

72

Keywords: Football, European Clubs, Financial Markets, Sports industry

.

JEL Classification: G12, G14.



1. INTRODUCCIÓN

El fútbol es, sin lugar a dudas, el deporte más popular del mundo. Con cerca de 4.000 millones de seguidores presentes en todos los continentes, se ha convertido en uno de los pasatiempos favoritos para la gran mayoría de los habitantes del globo, sin importar origen ni posición social. Su simpleza y su emoción hacen que se dediquen horas y horas a su práctica, y aún muchas más a observarlo, particularmente en su forma profesional. No hay un plan detallado o una estrategia visionaria que haya llevado al fútbol a ser lo que es hoy en día: fue la pasión y el sentimiento de sus primeros aficionados lo que empujó el crecimiento y la difusión de este deporte.

El dinero, por su parte, se encuentra en el extremo opuesto. Gran parte de la doctrina económica se sustenta en la Teoría de la Elección Racional: todos los seres toman decisiones completamente racionales con tal de maximizar su beneficio. El mundo de los negocios parece confirmar empíricamente esta afirmación, donde millones de personas día a día intentan resolver varios dilemas de la mejor manera posible dado un conjunto interminable de información disponible, con el fin de hacer crecer su patrimonio.

73

El capricho de la historia ha llevado a que estos dos fenómenos completamente opuestos se encuentren y se fundan en un solo ente. Poco a poco, el fútbol ha dejado de ser un simple deporte para convertirse en uno de los negocios mas grandes y lucrativos a nivel mundial, cuyos clientes representan más del 50% de la población mundial y se rigen casi únicamente a través del sentimiento, sin una lógica clara de por medio.

Sin embargo, el hecho de que los aficionados no se rijan por las leyes clásicas del mercado no significa que los administradores del negocio puedan manejarse de la misma manera. Mejorar el producto y aumentar la cartera de clientes requiere cantidades de dinero abismales, cantidades que una serie de inversores a nivel global están dispuestos a dedicar a ello, con la esperanza de que ese dinero invertido hoy se multiplique a lo largo de los años. Es tanto el crecimiento que ha tenido a través del tiempo, que en cierto punto los clubes comenzaron a verse con necesidades cada vez mas grandes de financiación, por lo que recurrieron al lugar por excelencia: la bolsa de valores. A partir de ese momento, innumerables inversores han intentado adivinar si el valor de un club iría en aumento o no, intentando ponerle lógica a una industria cuya principal fuente de ingresos, lejos de estar relacionada con brindar una mejor calidad o un mejor precio, es la pasión ciega y desmedida de los clientes que la consumen.

El objetivo de este trabajo es investigar cuáles son los hechos que han llevado a los clubes de fútbol a crear o destruir valor, medido por su cotización en el mercado de valores. Para ello, se analizan los retornos anormales de cinco clubes europeos que cotizan en bolsa,

estudiando desde distintas perspectivas cuáles podrían ser los acontecimientos y noticias que han producido dichos retornos.

Saber crear valor en esta industria es especialmente relevante en la Unión Europea, donde el fútbol tiene un efecto económico positivo de 40 mil millones de euros (Campelli, 2021), y donde hay países como España, donde esta industria genera 185.000 empleos (LaLiga, 2019).

Primero se lleva a cabo una investigación para ver qué tipo de noticias relacionadas con la industria del fútbol estaban en los medios los días en que esos cambios abruptos de cotización fueron generados. Luego se centra el foco en algunos eventos controvertidos, tales como transferencias, cambios de entrenadores o presentación de resultados financieros, con el fin de descifrar que reacción tienen los mercados cuando sucede alguno de estos acontecimientos.

2. LA INDUSTRIA DEL FÚTBOL A LO LARGO DE LA HISTORIA

74

2.1 Historia y comienzos del fútbol profesional.

El fútbol, tal y como se conoce hoy en día, tiene sus orígenes en el Reino Unido, durante la segunda mitad del siglo XIX. Luego de la revolución industrial y el rezago de los antiguos aristócratas campesinos, las escuelas comenzaron a ser lugares de formación y renovación para los jóvenes de este estrato social. Sin embargo, por su situación de superioridad ante sus maestros, las escuelas se convirtieron en lugares conflictivos y los alumnos hostiles hacia sus superiores (Chandos, 1984). En este contexto, se propone una reforma que permita la rehabilitación de estos jóvenes, donde el deporte, y en particular el fútbol, pasan a tomar un rol central (Goldblatt, 2006).

Según Goldblatt (2006), cada escuela tenía reglas similares pero distintas. Así, se formaron reglamentos más orientados al deporte físico y jugado con la mano, y reglamentos que se centraban en patear y llevar el balón con los pies: a principios de los 1860's, el fútbol y el rugby aún eran el mismo deporte. Pero en 1863, tras años de confusión y un mal entendimiento de las normas, 11 equipos de Londres se reúnen para definir un código de reglas en común, con las que todos acuerden: se creaba la *Football Association*, nacían las reglas del fútbol (Taylor, 2013), y con ellas, uno de los deportes más populares de la historia.

La profesionalización del deporte en Reino Unido, principalmente extendida durante la década de 1880-90, surge de una serie de características económicas y sociales junto con una serie de emprendedores de la época, y no de un proceso natural devenido de la popularización del deporte, tal como explica Vamplew (1988). El aumento de poder adquisitivo de la clase media, la mejora en la esperanza de vida, la tendencia a formar



familias menos numerosas, y la implementación de los sábados de tarde como descanso para los trabajadores, ayudaron a que la demanda de eventos deportivos se dispare, y los capitalistas de la época no demoraron en aprovecharlo a través de fuertes inversiones en infraestructura, que permitían cercar los recintos y cobrar dinero para poder acceder a ver el evento.

Dentro de la generalidad de los deportes, el fútbol fue uno de los grandes beneficiados de la época. Como explican Wilson y Pomfret (2019), lo primero que debía lograr el fútbol era generar que los simpatizantes estén dispuestos a pagar por ver el espectáculo. Dos condiciones importantes hicieron de este deporte uno de los más populares: las 14 reglas de la F.A., que lo hacían un deporte simple y fácil de entender (Taylor, 2013), y la creación de copas y ligas competitivas, que generaban un interés genuino en los resultados (Vamplew, 1988). En 1871 se crea la primera copa, aún vigente a día de hoy, llamada F.A. Cup, mientras que, en 1888, doce clubes comienzan con la llamada Football League, que en el año 1914 ya contaba con 40 equipos y 2 divisiones. Así, los espectadores se multiplicaron exponencialmente y el negocio comenzó a crecer. En 1885, la F.A. pasa a permitir que se pague a los jugadores por defender a un club, y desde ese momento comienza formalmente la era profesional del fútbol (Williams y Hopkins, 2011).

75

2.2 El fútbol pasa a ser un negocio.

En sus inicios, los clubes de fútbol eran organizaciones sin ánimos de lucro, administradas por comités elegidos por los miembros y simpatizantes del club (Dobson y Goddard, 2001); sin embargo, el hecho de comenzar a comercializar el deporte, con las inversiones en salarios e infraestructura que eso conlleva, generó la necesidad de los clubes de endeudarse para crecer, y a su vez, de los propietarios a proteger su patrimonio personal al tomar dichas deudas (Kelly et al., 2012). Esto llevó a los clubes a tener que reorganizarse y, por ende, convertirse en Sociedades de Responsabilidad Limitada. El primer club en realizar el cambio fue el Small Heath, hoy en día conocido como Birmingham City, en el año 1888; para el año 1921, sólo 2 de los 86 clubes que participaban en la liga no estaban contenidos por esta figura (Russell, 1997).

Si bien este cambio fue inevitable y necesario para lograr que la profesionalización del fútbol no se frenase por cuestiones económicas (Dobson y Goddard, 2001), la conversión de clubes a sociedades de capital hizo que la mayoría de los simpatizantes perdiesen el control del club que apoyaban, dejándolo en manos de familias locales y con un poder adquisitivo muy alto (Russell, 1997). No es difícil concluir que esta estructura genera un conflicto de intereses directo entre el grupo de inversores, que abogan por maximizar sus beneficios, como cualquier capitalista, y los fanáticos y simpatizantes de los clubes, cuyo principal interés es el éxito deportivo del equipo.

Morrow (1999), explica muy bien el asunto, aunque desde una perspectiva moderna, citando la respuesta de Andy Mitten, editor de una página partidaria del Manchester United, a la sugerencia de aumentar el dividendo a los accionistas, en el año 1997:

“Estas ganancias llegaron del bolsillo de los fanáticos a través de la venta de entradas, comercialización de productos e ingresos televisivos, pero ¿Terminan yendo a parar a un inversor anónimo? Eso no está bien”.

Por más que esto funcione así para el todo el resto de los negocios que uno pueda imaginar, el fútbol tiene una particularidad: la lealtad. Que los aficionados son considerados los clientes del negocio del balompié no es ninguna novedad; Giulianotti (2002) define como clientes a aquellos que van a partidos, compran *merchandising* o siguen a su equipo a través de los medios. Sin embargo, los aficionados no pueden, como en el resto de los negocios, cambiar de “proveedor”, ya que la lealtad es un concepto importantísimo dentro de este grupo particular de clientes (Tapp, 2003), cómo lo muestran los estudios de Parker y Stuart (1997), o los de Newson et al. (2021). Entonces, el conflicto que Morrow (1999) explica, y que al que Mitten indirectamente hace alusión, se basa en el hecho de que los que manejan el club tienen el deber de brindar un producto (deportivo) de buena calidad a sus clientes, ya que estos, pase lo que pase, seguirán siendo sus clientes. Sin embargo, puede que los medios necesarios para lograr buenos resultados y un buen espectáculo se contrapongan a la maximización de beneficios para los inversores y, por ende, estos velen más por sus intereses que por los de los aficionados.

Aunque Leach y Szymanski (2015) afirman que en esa época no había un interés puramente financiero sobre la inversión en clubes de fútbol, con el fin de mantener a los clubes cómo entidades sin fines de lucro, y prevenir los conflictos mencionados anteriormente, en 1899 la F.A. introdujo la famosa *Rule 34* (Conn, 2007), que impedía a los clubes pagar a sus directivos, y restringía el dividendo que se le podía pagar a los accionistas a un máximo de un 5% de su valor nominal (Kelly et al., 2012).

La *Rule 34* obtuvo el resultado que quería, y fue la impulsora de que el fútbol se popularizase de la manera en que lo hizo, en parte gracias a que los aficionados no tenían que pagar cantidades extraordinarias para asistir a los partidos (Conn, 2007). El fútbol inglés era cada vez más practicado, y el culmen llegó en 1966, cuando levantó por primera vez la copa del mundo.

2.3 Decadencia y resurgimiento: la llegada a los mercados financieros.

Sin embargo, la falta de inversión y la no consideración del fútbol como un negocio tradicional, decantaron en que la infraestructura del fútbol fuera pobre y de muy mala calidad (Taylor, 2013). La falta de infraestructura, sumado al mal rendimiento dentro del campo y la creciente violencia en los estadios de la mano de los hooligans, hicieron que la recaudación cayera sostenidamente durante la década de los 70 (Robinson y Clegg, 2018), y a principios de la década de los 80 no paraba de empeorar.



El panorama empezó a cambiar con dos fuentes de ingresos externas al fútbol que comenzaron a tomar relevancia por esos años. En la década de los 70, comenzaron a crearse torneos patrocinados por empresas, las cuales pagaban a los clubes por participar. Esta tendencia comenzó a crecer y tomó mucha relevancia hacia principios de los 80 (Taylor, 2013). Además, fue en ese momento en el que los derechos televisivos se impusieron fuertemente dentro del negocio del fútbol, gracias a la llegada de la transmisión en vivo en la temporada 1983-84 (Gannon et al., 2006). Para ponerlo en perspectiva, en la temporada 1955-56, la F.A. recibió cerca de £20.750 (Taylor), mientras que el primer contrato por la transmisión de partidos en vivo en 1983 fue de £2.6 millones por año (Gratton y Solberg, 2007). El negocio del fútbol estaba creciendo. En palabras de Taylor:

“La tradición anticomercial de los órganos de gobierno del fútbol se fue cuestionando poco a poco y, como han señalado varios autores, esto cobró mayor impulso con la llegada del Thatcherismo y el consiguiente cambio ideológico hacia una economía más competitiva y de libre mercado durante la década de 1980”.

77

El aumento de fuentes de ingresos, junto con este contexto promercado, hizo finalmente lo que se espera de este tipo de situaciones: atraer inversores. En 1983, el empresario David Dein, luego de ser víctima de un esquema fraudulento y perder parte importante de su patrimonio, encontró en el fútbol una oportunidad de inversión en un, según Robinson y Clegg (2018), “activo tranquilo en un mercado con malos rendimientos y listo para dar un giro”: compró el 16,6% del Arsenal Football Club por £292.000. Lo mismo había hecho Martin Edwards en el Manchester United, con una inversión inicial de aproximadamente £196.500 en 1970, y reforzada posteriormente con otra ronda de £400.000 (The Irish Times, 1998).

Sin embargo, la adquisición más importante para el marco de este trabajo fue la de Irving Scholar en 1982. El magnate adquirió, en 1982, el 25% del Tottenham Hotspur Football Club, o cómo definen Robinson y Clegg, “una majestuosa pila de cemento y argamasa conocida como Tottenham Hotspur Football Club”. Una vez se hizo con los derechos necesarios para controlar el club, Scholar decidió que el Tottenham fuese el primer club que cotizara en la LSE (Szymansky y Kuypers, 1999), como estrategia para mejorar la situación financiera del club (Leach y Szymansky, 2015), lo que en su momento se consideró un movimiento excéntrico y único (Haverson, 1998). Este movimiento, que se veía directamente afectado por la *Rule 34*, de la que se habló anteriormente, fue perfectamente sorteado por Scholar a través de la creación de una Holding (Hamil y Chadwick, 2009), una empresa dedicada a poseer las acciones del club, pero que no estaba sometida a ninguna regulación. De esta manera, en 1983 salía a cotizar a la LSE Tottenham Football Club PLC, con una emisión que generó una demanda cuatro veces

mayor a su oferta, y recaudó £3.3 millones (Dobson y Goddard, 2001). Con ese acto, comenzaba la historia del fútbol en los mercados financieros.

2.4 La relación del fútbol con la bolsa de valores.

Años después de que el Tottenham FC abriera la veda, comenzó una tendencia generalizada de los clubes de fútbol por salir a cotizar en bolsa. Millwall FC fue el segundo, en 1989, mientras que el Manchester United se unió tercero, en 1991. Entre 1994 y 1997, 18 clubes ingleses sacaron sus acciones en la bolsa, y para el año 2000 había 22 clubes listados entre el London Stock Exchange, Alternative Investment Market y el Off Exchange (Walters y Hamil, 2010).

Más allá del fútbol inglés, que aparte de ser el pionero en poner acciones a cotizar, era en ese entonces el más desarrollado, la tendencia de salir al mercado se empezó a hacer internacional. Así, entre 1999 y 2001, cuatro clubes de los pertenecientes a las cinco ligas europeas conocidas como el *Big 5* (Alemania, España, Francia, Inglaterra e Italia), salieron a cotizar en los mercados. En Italia, tres de los clubes más importantes se unieron a la tendencia del momento; SS Lazio (1999), AS Roma (2000) y Juventus (2001) lanzaron parte de sus acciones al mercado, aunque el control siguió en manos de las familias que en ese momento eran propietarias de los clubes: Cragnoti, Sensi y Agnelli, respectivamente. En el año 2000, el Borussia Dortmund se convirtió en el primer y único club alemán en listarse en el mercado, con el objetivo de comenzar a tener relevancia en las competiciones europeas, según lo indica su página oficial.

Stephanie Lech y Stefan Szymanski (2015) hacen un estudio exhaustivo del impacto de la salida a bolsa de 16 clubes ingleses entre 1995 y 1997, separado en 4 conceptos: beneficios, posiciones en la liga, salarios e ingresos. En términos generales, se ve cómo el nivel de ingresos y beneficios empeora en los 5 años posteriores a la salida a bolsa, mientras que el gasto en salarios y la posición en la liga mejora después de ser listados. Este estudio contradice lo que, en principio, uno podría pensar de los clubes que salen a cotizar, ya que lo normal sería que, una vez ofrecidas sus acciones en el mercado, el foco de la gestión esté en los dividendos y no en los resultados deportivos.

2.5 La discusión sobre el objetivo de los clubes.

El debate entre si el objetivo principal de los clubes de fútbol es maximizar el beneficio, cómo en cualquier otra compañía, o no, es un debate que se ha dado de manera profunda dentro de la academia, y que sigue aun siendo un tema sin una conclusión clara. Sloane (1971) es el primero que pone sobre la mesa el hecho de que, a diferencia del resto de las empresas, los clubes de fútbol se dedican a maximizar “utilidad” y no beneficios. Principalmente, se basa en el hecho de que, en esa época, los dividendos estaban restringidos por la *Rule 34*, y por ende no había un claro furor por obtener ganancias. El mismo Sloane (2015) explica en un artículo posterior que algunos autores formalizan la teoría del club de fútbol cómo un agente que busca maximizar la utilidad, y la define en



términos de beneficios, porcentaje de victorias y bienestar del simpatizante. Késsene (2000), se dedica a concretar la idea de “utilidad”, simplificando el concepto a que los clubes de fútbol buscan únicamente maximizar el ratio de victorias.

Por otro lado, autores como Quirk y Fort (1992), Vrooman (1995) o Briebarth y Harris (2008), están de acuerdo en la idea general de que el fútbol es igual a cualquier otra compañía, y que no se debe dejar de lado que el objetivo principal de todas estas es maximizar el beneficio y el retorno al accionista. Esta línea de pensamiento está más soportada por la academia estadounidense (Késsene, 2007), y está más alineada a los principios de la economía y las finanzas comúnmente aceptados.

En ambas ideas la diferencia principal radica en cómo se entiende el rol del talento, materializado en los jugadores, y por ende en cómo se define la política de contrataciones. Si nos basamos en el supuesto de la maximización de partidos ganados, el club estará dispuesto a gastar más en la contratación y el salario de jugadores capaces de aumentar el ratio de victorias. Según Solberg y Haugen (2010), un club con estas características buscará jugadores establecidos en la *élite* y los utilizará hasta que su rendimiento deportivo no sea el mejor, momento en el que se desharán de ellos sin ninguna retribución a cambio. En resumen, se buscan los mejores resultados posibles, sujetos a un presupuesto dado.

79

Si, por el contrario, nos ponemos del punto de vista del club que busca maximizar beneficios, la búsqueda de talento queda subordinada a los beneficios que dicho jugador puede brindar. así, Solberg y Haugen (2010) explican que, para este caso, se buscan jugadores jóvenes, potenciales promesas, que aún no hayan explotado. A estos jugadores se los contrata por un precio y con un salario bajo, y lo que se busca es desarrollarlos hasta que puedan ser vendidos una vez se establezcan como jugadores de *élite*. Se obtienen beneficios por la transacción y además el club se ahorra grandes salarios.

La evidencia empírica no ha sido capaz de concluir a favor o en contra de ninguna de las dos posturas, por lo que aún a día de hoy no termina de quedar claro cuál es el objetivo primordial de los clubes de fútbol. Incluso, se pueden observar distintas asignaciones de una u otra postura a cada club según su estructura de propiedad. Así, un club manejado por sus socios es mucho más propenso a buscar la máxima cantidad de victorias que uno que esté listado en la bolsa de valores (aunque esto sigue contradiciendo el resultado del estudio de Lech y Szymanski).

2.6 Cambios en la estructura de propiedad de los clubes.

Lo que sí está claro es que un club de fútbol está lejos de comportarse como y parecerse a cualquier otra compañía, en la que estos temas no están sobre la mesa. Y por este motivo, lo expuesto anteriormente es una de las razones por las cuales la ola de salidas a bolsa en la década de los 90 en Inglaterra, comenzó a convertirse en una ola de retiradas de

cotización a partir del 2003 (Hamil y Chadwick, 2009). Esto, sumado a la falta de rentabilidad de las inversiones, y la entrada de nuevas estructuras de propiedad, hizo que la lista de 22 clubes ingleses cotizando en 2000 haya pasado a 8 en 2010, y que actualmente quede sólo un club en bolsa, el Manchester United. En el resto de Europa la tendencia ha sido la contraria, ya que hoy en día hay 22 clubes no ingleses cotizando en bolsa. Los 4 nombrados anteriormente más el Manchester United siguen siendo los únicos del *Big 5* que tienen sus acciones listadas en algún mercado.

En términos generales, se pueden clasificar las estructuras de propiedad existentes en el mundo de los clubes de fútbol en 3: la propiedad en manos de los aficionados, la propiedad a través de la bolsa de valores y la propiedad a través de inversiones privadas. Cada una de ellas ha tenido más o menos relevancia a través del tiempo, y marca de cierta manera la situación en la que se encuentra el mundo del fútbol:

- La estructura que pone la propiedad de los clubes de fútbol en manos de sus aficionados es la estructura primera y la que surge por naturaleza. El club de fútbol es de sus miembros y de las personas que desean genuinamente que el club crezca, más allá de las aspiraciones financieras. De esta manera fue cómo se concibieron al principio todos los clubes de fútbol, surgidos del corazón de universidades, agrupaciones y empresas que querían comenzar a practicar este deporte; pero también es la estructura que se ha visto más relegada a lo largo de los años con la transformación y el crecimiento del fútbol como una industria lucrativa, y no cómo una simple recreación. Sin embargo, en los últimos años ha ido tomando fuerza la iniciativa de *Supporters Direct*, una plataforma creada en Inglaterra en el año 1999 que persigue el objetivo de que los clubes vuelvan a manos de sus aficionados. El ejemplo más exitoso es el del Brentford FC, cuyo grupo de aficionados, Bees United, es el único que mantiene un lugar en el directorio de un club de la Premier League, según su página oficial. Además de esta iniciativa, existen reglas como la *50+1 rule* en Alemania, que determina que el club, y por extensión sus socios, debe contar con la mayoría de sus derechos de voto, manteniendo el control del club en todo momento (sitio oficial de la Bundesliga).
- La propiedad a través de la bolsa de valores es, básicamente, la que se discutió en este apartado. Se pone de manifiesto en los clubes que ponen parte de su capital a cotizar de forma pública, de manera que cualquier inversor con cierto interés en el club puede tener parte de él. La salida a bolsa fue una estructura muy utilizada por clubes ingleses en la década de los 90, quedando ahora como algo marginal en ese país. Por el contrario, es una tendencia que ha crecido en el resto de Europa, y que sigue vigente en varios clubes importantes del continente.
- Por último, la propiedad a través de inversiones privadas es la predominante en este momento, y la que le ha quitado mucho terreno a los clubes que cotizaban en bolsa. Cada vez más inversores extranjeros se han dedicado a comprar



participaciones mayoritarias dentro de clubes (principalmente ingleses), con el fin de adueñarse del control del club. Comenzó con el Fulham en 1997, siguió con el conocido caso del oligarca ruso Roman Abramovich, y luego se popularizó (Kelly et al., 2012). Las razones para que el fútbol se encuentre en manos de magnates son varias, entre ellas la más importante es que el rápido crecimiento del fútbol como negocio ha generado que las necesidades de financiación sean cada vez mayores de forma repentina, asunto que el mercado de valores no podía resolver. Además, los inversores no buscan solamente rendimientos, sino que el hecho de poseer un club es un activo en sí mismo, capaz de brindarles reconocimiento y prestigio (Hamil y Chadwick, 2009).

2.7 La situación actual de la economía del fútbol.

Luego de ver el panorama general del fútbol como negocio, es importante ver la situación en la que se encuentra hoy en día, medir la evolución en los últimos años, conocer de dónde vienen sus ingresos y saber cuáles son sus gastos. Para ello, Deloitte publica dos informes anuales, el *Annual Review of Football Finance* y el *Football Money League*, muy clarificadores a la hora de entender el negocio del fútbol y su evolución año a año.

81

En los últimos años, el volumen de negocio que maneja el fútbol se ha incrementado exponencialmente. En el último informe de Deloitte para la temporada 2020/21, se agregan cifras comparativas de algunos años determinados desde que comenzó a hacerse la Football Money League. El top 20 de los clubes que más ingresos generan, han pasado de obtener un total de €1.300 millones en 1996/97, a €3.346 millones en la temporada 2005/06, y finalmente a generar €8.187 millones en la última temporada. Tomando estos clubes como *benchmark*, se puede afirmar que el fútbol creció un 529% en los últimos 24 años, lo que da un crecimiento anual del 8%. Para ponerlo en términos comparativos, la industria de *Procesamiento de datos, publicaciones en internet y otros servicios de información* ha crecido un 633% en los últimos 20 años, mientras que otras industrias enormes como el *Real Estate* o las *Telecomunicaciones* no ha llegado al 100% en el mismo período (DePietro, 2020).

Para estudiar mejor los ingresos generados por los clubes de fútbol, existe una clasificación utilizada por todos que separa cada concepto según de donde provienen dichos ingresos. Las categorías son:

- *Commercial*: son los ingresos que se generan por la explotación de la marca de los clubes. Principalmente provienen de patrocinadores, que estampan sus logos en la equipación y el estadio del club, de venta de *merchandising*, y otros acuerdos comerciales.
- *Broadcasting*: representan los ingresos que se generan por los derechos de retransmisión de los partidos del club en cualquier plataforma, siendo el principal canal de distribución la televisión.

- *Matchday*: es el ingreso que el club obtiene debido a servicios prestados los días de partido en que juega como local. Se basa principalmente en la venta de entradas. Es el ingreso que generan los aficionados.

Hasta la década de los 70, el ingreso principal que tenían los clubes de fútbol - por no decir el único - estaba dentro de la categoría de *Matchday* (Sanchez et al., 2019). El negocio de la época consistía en vender entradas a los aficionados, ya que era la única manera que había de seguir al equipo y verlo jugar. Sin embargo, a partir de la entrada de los patrocinadores y los derechos de retransmisión, el ingreso por *Matchday* ha pasado a un segundo plano (Sanchez et al.). Los datos son abrumadores en este sentido. Por ejemplo, Bond et al. (2020) muestran una gráfica con datos de la Premier League, donde el ingreso por *Matchday* ha pasado de liderar el grupo con el 43% en 1993 a ser un ingreso residual del 13% en 2019. Sanchez et al., por su lado, recrean el mismo concepto con datos de Francia y Alemania para el intervalo 1970 – 2017. En este caso, el *Matchday* pasa de pesar un 90% en los ingresos de 1970, a aproximadamente el 30% en Alemania, y aún peor, un 10% en Francia. Deloitte creó su primera Football Money League en la temporada 1996/97, año en el que los ingresos de *Matchday* ascendieron al 40% del total. En su edición 2018/19, el *Matchday* había pasado a generar un 16% del total.

82

En contrapartida a esta caída relativa de ingresos por concepto de venta de entradas y servicios durante los días de partido, el aumento en el resto de conceptos ha sido brutal. En cuanto a lo relativo a *Commercial*, es un ingreso que representa el 40% del total en los 20 clubes más grandes del mundo (Deloitte, 2022).

Por otro lado, el otro gran crecimiento de los ingresos del fútbol ha venido de la mano del aumento del valor de las retransmisiones de los partidos. Como se expuso anteriormente, el *Broadcasting* no llegó hasta la década de los 50, aunque el salto de calidad lo dio con las retransmisiones en vivo en la temporada 1983/1984. A partir de entonces, los ingresos por *Broadcasting* no ha parado de crecer, hasta convertirse hoy en día en la mayor fuente de ingresos para el fútbol (Sanchez et al., 2019). Según Deloitte, para los 20 mayores clubes del mundo, el 56% de sus ingresos vino generado por los contratos con la televisión en la última temporada. Parece normal si se analizan los números: por ejemplo, en el primer año de Premier League, 1992, el contrato televisivo ascendió a £191 millones por 5 años (Bile Abdi, 2017); ahora, la misma liga acaba de firmar por 3 años y por un monto que supera los £10.000 millones (Ziegler, 2022).

Puede que a esta altura sea extraño no encontrar los ingresos de los clubes de fútbol por venta de jugadores. Analizando los últimos estados financieros de los 5 clubes que participan en las *Big 5* y cotizan en bolsa, se deduce que en ninguno de los casos este ingreso ha supuesto más del 11% del total de ingresos, estando la media cerca del 4%. Además, las transferencias son muy dispares dependiendo de la temporada, por lo que es lógico que los clubes no lo tomen como fuente principal de ingresos en su negocio.



En contraposición a los ingresos, es interesante estudiar cuales son los gastos principales en los que incurren los clubes de fútbol, con el fin de tener un panorama completo del negocio. Como es previsible, el grueso de los gastos de los clubes se va en salarios a jugadores. Dentro de las principales cinco ligas europeas se ven algunos matices, pero en todas ellas el gasto por salarios representó más del 50% del ingreso total para las temporadas 2018/19 y 2019/20 (Deloitte, 2021). La media se encuentra aproximadamente en el 66%. Este dato es muy razonable, ya que la base del club de fútbol y el principal generador de ingresos que poseen son sus jugadores, pero además condice muy bien con la idea del club de fútbol concebido como optimizador de utilidad y resultados deportivos, y no sólo de beneficios. El otro gasto importante que aparece reflejado en los EEEF de los clubes es la amortización de intangibles, concepto dentro del cual se enmarcan las inversiones en jugadores dentro del balance.

El análisis de ingresos y gastos es especialmente relevante para los clubes europeos en el contexto actual, ya que este mismo año la UEFA aprobó una nueva norma que limita la capacidad de gasto de los clubes, y que será más estricta que las anteriores (Díaz, 2022).

83

El nuevo Reglamento de Licencias de Clubes y Sostenibilidad Financiera de la UEFA, legislación que intentará renovar los controles anteriormente establecidos y mejorar la salud financiera de los clubes, permitirá acumular pérdidas de hasta €60 millones en tres años, aunque impone un límite novedoso y que probablemente traiga también mucha polémica al negocio del fútbol: sólo se va a poder gastar en salarios, fichajes y honorarios de agentes un 70% del total de ingresos del club (UEFA, 2022). Teniendo en cuenta que el promedio de las últimas temporadas para las cinco mayores ligas de Europa fue de 66%, y que todo promedio indica, por definición, que existen valores por encima de ese número, habrá varios clubes que tengan que, o bien ajustarse el cinturón a la hora de contratar, o bien lograr aumentar sus fuentes de ingresos. Sea cual sea la solución que tome cada club, lo cierto es que estas nuevas medidas cambiarán otra vez el negocio futbolístico.

Para completar el análisis financiero y tener un panorama general de la industria del fútbol, es importante determinar cuáles son las principales líneas en los otros dos estados financieros clave para entender el negocio: el Estado de Situación Financiera y el Estado de Flujos de Efectivo.

En cuanto al primero, está claro que el principal activo de los clubes de fútbol son sus jugadores. Analizando los balances de los cuatro clubes mencionados anteriormente, los derechos sobre los jugadores representan, en promedio, un 50% del total de los activos de cada club. Otros activos importantes son las infraestructuras del club (19%) y cuentas a cobrar (11%). El pasivo de los clubes varía debido a los distintos ratios de

endeudamiento, que van desde un 49% en el Borussia Dortmund, hasta la AS Roma que cuenta con un patrimonio neto negativo, y todo su activo es financiado con deuda.

En cuanto a los flujos de caja, la principal fuente de efectivo viene de la mano de lo obtenido por las operaciones del negocio y la toma de deuda, mientras que la aplicación más grande se realiza en la adquisición de jugadores, siendo este concepto negativo para todos los clubes analizados; es decir, ninguno ha conseguido vender jugadores por más dinero del que ha comprado en el mismo año.

2.8 Factores que afectan el precio de las acciones de los clubes.

Durante los últimos años, varios estudios han intentado estudiar factores que afecten al precio de las acciones de los clubes de fútbol. La gran mayoría de ellos se han centrado en analizar el impacto de los resultados de los equipos en la cotización de dichos clubes (Hagen y Cunha, 2019). Si bien este campo ha sido ampliamente investigado para otros deportes (Demirhan, 2013), la literatura está de acuerdo en que los primeros autores que tocaron este tema para el fútbol fueron Renneboog y Vanbrabant (2000), quienes estudiaron el comportamiento de 17 clubes ingleses cotizados entre las temporadas 1995/96 y 1997/98. Concluyeron que existe un resultado anormal negativo de un 0,6% para los empates, un 1,4% para las derrotas, y un resultado positivo del 1,0% para las victorias, en partidos de liga regulares. En partidos por ascensos o descensos de categoría, estos resultados se disparan a un 3% y 6% respectivamente.

En 2005, Duque y Ferreira, siguiendo la metodología de Renneboog y Vanbrabant para estudiar el comportamiento de dos equipos de Portugal para los años 1998-2003, concluyeron que los resultados deportivos positivos generan un impacto positivo en bolsa, y que lo contrario sucede con resultados negativos. Stadtmann (2005) encontró también una correlación entre los resultados deportivos y el precio de las acciones del Borussia Dortmund en las temporadas 2000/01 y 2001/02. Allouche y Soulez (2008) vieron que además del impacto de resultados de partidos, existe un impacto aún mayor en eliminaciones o clasificaciones en copas. Otros como Benkraiem et al. (2009) o Palomino et al. (2009) han encontrado diferencias entre el impacto de resultados positivos y negativos: los primeros concluyen que las victorias conllevan a resultados anormales insignificantes, mientras que las derrotas hacen caer el precio de la acción en un 1,9%, mientras que los últimos aseguran que las victorias se reflejan más rápido en el mercado que las derrotas.

Estudios más recientes se han centrado en estudiar el impacto de los resultados separándolos en esperados e inesperados, tomando como referencia de expectativas los dividendos en casas de apuestas. Scholtens y Peenstra (2009) inesperadamente vieron que, en partidos de liga, victorias inesperadas impactan menos que victorias esperadas en el estudio de 1274 partidos entre 2000 y 2004, aunque para derrotas en liga y partidos de copa este resultado se revierte.



Castellani et al. (2013) concluyeron que el impacto en la cotización se ve magnificado si el resultado es inesperado, además de coincidir con el resto en que las derrotas son más reflejadas que las victorias. Frick y Semmelroth (2021), en un estudio que comprende 18 años de partidos del Borussia Dortmund, de nuevo confirman que los resultados son importantes en la cotización, que victorias inesperadas hacen subir el precio más que las esperadas, que en copas nacionales e internacionales el impacto es mayor, y agrega, al igual que el estudio de Dimic et al. (2018), que la diferencia de goles en el partido es estadísticamente significativa en cuanto al impacto que tiene en la bolsa.

En resumen, la evidencia empírica deja claro que el resultado de los partidos es uno de los factores que hace variar la cotización de los clubes en la bolsa. Sin embargo, tal como lo indican Hagen y Cunha (2019), hay muy pocos estudios que relacionan la cotización con otros eventos y noticias, más allá de los resultados deportivos, que afecten a los clubes.

Entre estos estudios, está el de Allouche y Soulez (2008), que además de contemplar los resultados deportivos, analizaron otros eventos deportivos y económicos de 14 clubes listados en la LSE y AIM entre 1998 y 2001. En esta línea, concluyeron que la presentación de resultados positivos financieros no influye en el mercado de valores, mientras que los negativos tienen un impacto a la baja estadísticamente significativo. Además, afirma que el anuncio de inversión en infraestructura, de nuevos acuerdos con patrocinadores y de participaciones externas en el club, tienen también un impacto significativo en la cotización. En cuanto a las transferencias de jugadores, parece que el mercado premia las ventas, producto de un aumento en los flujos de caja y un ahorro de costos, y castiga las compras por tener el efecto contrario.

En 2006, Gannon et al. habían estudiado el impacto del anuncio de nuevos acuerdos de derechos de televisión en el fútbol inglés. En el trabajo, se analiza el cambio en las cotizaciones del Manchester United y el Tottenham Hotspur debido a los anuncios de BSkyB de sus nuevos acuerdos con la Premier League: en 1996 para el período 1997-2001, y en el 2000 para el período 2001-2004. El resultado es que para el primer acuerdo no hay un impacto estadísticamente significativo, mientras que para el segundo acuerdo el precio de las acciones subió rápidamente los primeros días posteriores al anuncio, demostrando que este tipo de eventos son bien considerados por los inversores.

En 2019, dos investigaciones de este tipo se llevaron a cabo. Noonan y Silicaro se dedicaron a estudiar que ratios eran importantes para el precio de las acciones de los clubes. Se analizaron 23 clubes listados con información desde 2009 a 2019, donde se encontró que: los ingresos no son estadísticamente significativos si se miran en conjunto, pero los ingresos provenientes de la explotación de la marca (*Commercial*) y de las entradas vendidas (*Matchday*) sí tienen un impacto positivo en el valor de mercado de los

clubes; la liquidez es premiada hasta cierto nivel, donde los inversores empiezan a castigar el exceso de liquidez, que está directamente relacionado con una falta de inversiones; el endeudamiento es castigado, ya que obliga a vender a los jugadores estrella por precios inferiores a su valor en momentos de estrés financiero.

La otra investigación de dicho año es llevada por Hagen y Skatter (2019), quienes al contrario de Noonan y Silicaro, llegaron a concluir que el nivel de ingresos si es determinante para el valor del club en el mercado. En cuanto a transferencias de jugadores, concuerdan con Allouche y Soulez (2008) en que las ventas son premiadas y las compras castigadas, excepto cuando la compra es considerada como barata: entonces, el mercado reacciona de forma positiva. Finalmente, determinan que los cambios de entrenadores no tienen efecto sobre el precio de las acciones.

En cuanto a cambios de entrenador, hay un estudio en particular que aborda este asunto. En 2012, Bell et al. estudiaron 53 salidas de entrenadores desde 2000 hasta 2009, separándolas en renuncias y despidos. La conclusión es que, en general, las salidas de entrenadores no tienen impacto significativo en la bolsa, aunque afirman que la cotización es más susceptible a las renuncias que a los despidos.

86

3. PLANTEAMIENTO DEL TRABAJO

La idea original de este trabajo fue realizar un análisis de retornos atípicos de 5 clubes europeos, realizando una búsqueda exhaustiva de noticias e identificando que eventos pudieron haber generado dichos retornos. Sin embargo, la falta de noticias, la barrera del idioma y la revisión bibliográfica provocaron que sea menos viable realizar este estudio, y más necesario ahondar en ciertos puntos muy importantes pero muy controversiales.

Por esta razón, el trabajo de investigación se divide en dos secciones: la primera se dedica a realizar el análisis descrito anteriormente, y es llamado “Análisis general”; la segunda parte se aboca a estudiar en detalle algunos puntos importantes surgidos del análisis general y de la literatura previa tomando como herramienta el estudio de eventos, muy utilizado en finanzas para probar el impacto que tiene algún acontecimiento en la cotización y el valor de las acciones de una empresa o sector.

3.1 Hipótesis

Las hipótesis se presentan por separado para los dos análisis que se van a realizar, ya que el resultado de uno y de otro son totalmente diferentes.

3.1.1 *Hipótesis del análisis general*

El resultado de este estudio será una lista de noticias que han generado los rendimientos más anormales del precio de la acción en el período considerado.



Pensando en los ingresos con los que cuentan los clubes, hay una serie de factores que es claro que deberían impactar directamente en la cotización:

- Cualquier cambio en los ingresos por *broadcasting*, los más importantes para el fútbol actual, debería impactar de forma importante.
- En cuanto a los ingresos comerciales, al igual que con los de *broadcasting*, cualquier acuerdo con patrocinadores nuevos o hechos que puedan aumentar la venta de *merchandising* debería ser premiado por el mercado.
- En cuanto a los ingresos por *matchday*, tal como lo indican Allouche y Soulez (2008), el anuncio de inversión en infraestructura, que directa o indirectamente anima a los aficionados a concurrir más a los partidos, debería tener un impacto positivo en la cotización.

Fuera de lo que son los ingresos principales del negocio, hay otros eventos que, o bien por su importancia e impacto en los flujos de caja, o bien por el estudio de la bibliografía, es lógico pensar que mueven la cotización de los clubes.

El más importante de ellos es el de las transferencias. Por ser el activo principal de los clubes, y por tener una importancia suprema dentro de sus flujos de caja, las transferencias deben impactar sí o sí en el precio de las acciones de los clubes. En todo caso, definir si el impacto debiera ser positivo o negativo es difícil, ya que hay varios factores que pueden influir en la aceptación de las transferencias por parte del mercado.

87

Cómo lo indican los estudios, los resultados deportivos son factibles de aparecer en una lista de eventos que generan resultados anormales.

Otro evento importante en un equipo de fútbol lo genera el cambio de entrenador. El entrenador puede cambiar el funcionamiento de un equipo de fútbol, sin generar un cambio importante en sus gastos. Como los resultados son generadores de retornos anormales, los cambios de entrenadores deberían ser importantes para el mercado.

No sólo eventos puramente deportivos son importantes para el mercado, sino que los típicos eventos financieros que impactan al resto de las empresas en bolsa también deberían ser importantes para estas entidades. Así, el anuncio de *split* de acciones, dividendos, venta por parte de los accionistas mayoritarios, rumores de nuevas inversiones o la presentación de estados financieros periódicos deben tener relevancia en la cotización.

Finalmente, y tomando en cuenta lo analizado sobre las regulaciones de la UEFA sobre el *fair play* financiero, si algún cambio de regulación importante se generó durante el período analizado, es probable que haya impactado fuerte sobre la cotización de todos los clubes. Con el razonamiento de la bibliografía existente, un endurecimiento de las

restricciones debería aumentar el precio de la acción derivado de la obligación de reducir gastos, mientras que una flexibilización sería vista como perjudicial para los inversores.

Entonces, analizando lo descrito anteriormente, la hipótesis es que, dentro de las causas de los retornos anormales analizados, se encontrarán los siguientes:

- Acuerdos nuevos de retransmisión de partidos (*Broadcasting*)
- Acuerdos nuevos con patrocinadores y aquellos que mejoren las ventas (*Commercial*)
- Anuncios de inversión en infraestructuras (*Matchday*)
- Noticias del mercado de pases
- Cambios de entrenador
- Resultados deportivos
- Presentación de resultados financieros
- Anuncios financieros, tales como inversiones, dividendos o *splits*
- Anuncios y cambios en regulaciones financieras

3.1.2 Hipótesis del análisis particular

88

Esta parte de la investigación se centra en investigar el impacto en bolsa de 3 clases de eventos: las transferencias, los cambios de entrenadores, y la presentación de resultados.

En cuanto a las transferencias, está claro que, tratándose de la compra y venta del activo más importante de la compañía, tienen un impacto significativo en su cotización en bolsa. Según los estudios realizados, las compras de jugadores impactan de manera negativa en el precio de las acciones por suponer un mayor egreso, mientras que las ventas están consideradas como un hecho positivo por la entrada inmediata de caja y la reducción de la masa salarial.

Sin embargo, si bien las compras suponen un aumento de salidas de caja de forma directa, la adquisición de jugadores tiene un impacto mucho mayor en la globalidad del club. Jugadores nuevos tienen la capacidad de influir en los resultados, y por ende en el interés que el club genere hacia patrocinadores, retransmisores de TV y aficionados, sin contar el interés propio que un jugador estrella puede producir por sí mismo. Lo mismo, pero en sentido inverso, puede generar cualquier venta. Entonces, cada transferencia es tan distinta y puede generar consecuencias tan variadas que es difícil aceptar que las compras son negativas y las ventas positivas como eventos genéricos.

En resumen, se realiza la hipótesis que tanto las compras como las ventas producen retornos anormales muy próximos a 0, no porque sean hechos poco relevantes, sino porque su complejidad genera que sean eventos difíciles de evaluar y el agregado debería ser neutral:

H1: El evento “Compra de jugador” no genera retornos anormales significativos



H2: El evento “Venta de jugador” no genera retornos anormales significativos

Sin embargo, dentro de las compras y las ventas como evento genérico, hay cuestiones que pueden cambiar cómo el mercado las considera. Por ejemplo, una compra puede ser considerada como cara si se entiende que el club pagó más de lo que el jugador valía, o barata en caso contrario. Lo mismo, pero en sentido opuesto, pasa con las ventas. En dicho supuesto, el mercado debería premiar las compras baratas, por haber creado valor para el club con esa transacción, y castigar las compras caras, al igual que debe premiar las ventas caras y castigar las baratas. Entonces:

H3: Una compra barata genera retornos anormales positivos

H4: Una compra cara genera retornos anormales negativos

H5: Una venta barata genera retornos anormales negativos

H6: Una venta cara genera retornos anormales positivos

Finalmente, es lógico pensar que el monto de la transacción hace una diferencia sustancial en la consideración del mercado. Las transacciones altas son, generalmente, las más reconocidas, y sobre las que hay mayor cantidad de noticias. Además, son las que tienen un impacto económico mucho mayor en el club. Por ello, las compras y ventas altas deberían tener una repercusión mucho mayor que las bajas:

H7: Las compras altas generan retornos anormales más importantes que las compras bajas

H8: Las ventas altas generan retornos anormales más importantes que las compras bajas

Los cambios de entrenador también son hechos clave para un equipo de fútbol. Como se comentó anteriormente, un entrenador es capaz de mejorar el funcionamiento y los resultados de un equipo sin la necesidad de incurrir en gastos adicionales; por ende, es capaz de aumentar (o disminuir) la capacidad de los clubes para generar ingresos.

Hasta ahora, son dos los estudios sobre el impacto de este evento sobre la cotización de los clubes: Hagen y Skatter (2019), que concluyen que no genera cambios anormales en el precio de las acciones, y Bell et al. (2012), que también concluye que el impacto no es significativo, y divide los cambios entre renunciaciones y despidos. El hecho de que el cambio de entrenador no tiene importancia en los mercados es cuestionable, sobre todo por las razones descritas arriba. Bell et al., por ejemplo, utilizan una ventana de estimación de 20 días, lo cual parece mucho para la cantidad de noticias con que el fútbol cuenta día tras día. Separar en renunciaciones y despidos tampoco ayuda, ya que muchos cambios de entrenador son previamente acordados entre el club y el mismo entrenador, y es difícil distinguir entre una renuncia y un despido.

Lo que realmente puede hacer una diferencia es qué hecho en particular se anuncia en la noticia en cuestión. La salida de un entrenador generalmente debería considerarse

positiva, ya que si existe un cambio es, generalmente, porque el equipo no está funcionando bien. El anuncio de un entrenador nuevo, por otro lado, es más difícil de predecir. Teniendo en cuenta las expectativas que se generan con los rumores, y la incertidumbre que un nuevo entrenador genera, es probable que el impacto en el mercado del anuncio del nuevo entrenador sea negativo.

H9: Las salidas de entrenadores generan retornos anormales positivos

H10: El anuncio del nuevo entrenador genera retornos anormales negativos

Finalmente, la presentación de resultados es un hecho clave para cualquier compañía. En estas fechas particulares, los inversores obtienen nueva información acerca del desempeño económico y financiero del negocio. Cada vez que una compañía presenta resultados, todas las partes interesadas esperan con atención el resultado, y el mercado decide si está conforme o no con lo presentado. No hay razones para pensar que el fútbol escapa a esta lógica.

90

En su estudio, Allouche y Soulez (2008) afirman que los resultados negativos tienen un impacto significativo en el mercado de valores, mientras que los positivos no tienen un efecto importante. Sin embargo, este estudio diferencia entre una presentación positiva de una negativa según haya sido el resultado del período: si existieron ganancias, entonces es positivo, y si existieron pérdidas se consideran negativos. Esta lectura no logra captar la complejidad del mercado, que no juzga la presentación de resultados según el signo de sus beneficios, sino que tiene expectativas previas que nacen de factores como el contexto económico internacional, la situación nacional y cuestiones particulares de cada compañía. Es decir, una ganancia puede ser vista como “mala”, si se esperaba un resultado mejor, y viceversa.

Para mejorar este análisis, en este trabajo los resultados se van a considerar positivos si el mercado los considera positivos, y negativos en caso contrario. De esta manera, se asegura que la clasificación de cada presentación de resultados sea la correcta según corresponda. Entonces, la hipótesis que se realiza es la siguiente:

H11: Los resultados considerados positivos por el mercado y los resultados considerados negativos por el mercado generan resultados anormales similares pero opuestos. Es decir, el valor absoluto de la suma de retornos anormales de ambos casos es estadísticamente igual.

Con esta hipótesis, la idea es contrastar que ambos generan resultados anormales, y que a su vez son estadísticamente simétricos.

3.2 Metodología



El presente trabajo se dedica a estudiar la cotización de los clubes de las 5 ligas de fútbol más importantes de Europa que están en los mercados financieros, dentro del rango de tiempo que va desde el 1 de enero de 2013 hasta el 31 de diciembre de 2019. Esta selección incluye a los siguientes clubes: Manchester United (NYSE: MANU), Juventus Football Club (JUVE.MI), A.S. Roma (ASR.MI), S.S. Lazio (SSL.MI), y Borussia Dortmund (BVB.DE).

Se divide el trabajo en dos análisis: el análisis general y el análisis particular. El análisis general se basa en estudiar los retornos más anormales que se han dado en la bolsa durante el período estudiado y resolver que eventos y noticias son los que los han provocado. El análisis particular se basa en una serie de estudios de eventos, más conocidos como *Event Study* en la literatura financiera, que intentan probar cuál es el efecto de ciertos acontecimientos sobre el precio de la acción.

Ambos parten del cálculo de retornos anormales diarios, extraídos de la base de datos de Yahoo Finance. Para ello, se calcula el retorno diario esperado según el mercado del país al que pertenece cada club siguiendo la conocida ecuación $E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt}$, para luego restarle el resultado obtenido al retorno real del correspondiente día y obtener así el resultado anormal. Los índices que se utilizan como referencia son el FTSE 100, el FTSE MIB y el DAX, para los clubes ingleses, italianos y alemanes, respectivamente. Las cotizaciones históricas de los 3 índices fueron extraídas de la base de datos de MarketWatch.

91

3.2.1 Metodología del análisis general

El análisis general trabaja únicamente con datos relativos al Manchester United, ya que la falta de información y la barrera lingüística generan una gran complicación a la hora de analizar noticias e intentar identificar las causas de movimientos abruptos del mercado.

Luego de obtenidos los retornos anormales se realiza un gráfico de caja y bigotes, descrito por John Tukey en 1977, para identificar el límite de los bigotes y marcar todos los puntos que queden por fuera como valores atípicos. Estos valores, que representan todos los que se encuentran por debajo del -3,35% y por encima del 3,20%, son los 100 días que se toman para el análisis.

La investigación consiste en buscar en Google las noticias relacionadas con el Manchester United en días cercanos al retorno atípico, principalmente en la prensa inglesa. Una vez identificada una noticia repetida en varios medios o una noticia que automáticamente se relaciona con algún aspecto clave del club, se computa cómo el motivo del salto de la cotización. Si se encuentra más de una noticia adecuada, se computan las dos más relevantes, y si no se encuentra ninguna noticia importante ese día se marca como no

encontrado. En total, se encontraron noticias en 69 días. Un análisis similar fue llevado a cabo por Baker et al. (2021), aunque no relacionado con el fútbol.

3.2.2 Metodología del análisis particular

El análisis particular estudia tres eventos muy interesantes y controversiales dentro de las finanzas del fútbol: transferencias, cambios de entrenador y presentación de resultados financieros.

Para las transferencias, se toman todas las que aparecen en la base de datos de Transfermarkt dentro del período de estudio, y que superan los 2 millones de euros, los cambios de entrenadores se obtienen tomando información de la misma fuente, y la presentación de resultados financieros viene desde la página oficial de cada uno de los clubes.

Una vez obtenidos todos los datos de cada uno de los eventos identificados con su fecha correspondiente, se forma un período de observación de cinco días, que va desde dos días antes del evento hasta dos días después, siendo el día 0 el del anuncio. Esta ventana será durante la que se analice los eventos, aunque para cada caso particular puede seleccionarse un período personalizado de días. El fútbol cuenta con una cantidad abrumadora de noticias y rumores, por lo que es conveniente reducir el período de análisis al mínimo posible.

Para las transferencias, se define “Compra”, a la compra de un jugador, “Venta”, a la venta de un jugador; “Compra barata”, “Compra cara”, “Venta barata” y “Venta cara”, cuando la transacción se realiza por un precio inferior o superior al valor de mercado; “Compra alta”, “Venta alta”, a las transacciones que se realizan por un valor mayor al 5% del último valor del activo declarado por el club; y “Compra baja” y “Venta baja”, a las transacciones que representan menos de ese valor.

Para los anuncios sobre entrenadores, se define “Salida”, cuando lo que se anuncia es el despido o la renuncia del entrenador, “Entrada”, cuando se anuncia el nuevo entrenador, y “Cambio”, cuando la salida y entrada se dan en el mismo momento.

Finalmente, sobre la presentación de resultados, se define una presentación “Positiva”, cuando la suma de retornos del día 0 y el día 1 es positiva y mayor a 0,50%, y negativa en caso opuesto. Se toman ambos días porque se ignora en qué momento exacto del día 0 se da cada una de las presentaciones. La definición del 0,50% en lugar del 0% como límite se realiza para crear una ventana de resultados “neutrales”, que no tienen un impacto sorpresivo en la cotización, y así clasificar de manera adecuada la reacción del mercado a cada presentación.



Posteriormente, se calcula el retorno anormal promedio de cada uno de los eventos en cada uno de los días, junto con su desviación estándar. Con esto se obtiene un retorno anormal promedio en cada uno de los días, y se lleva a cabo una prueba de hipótesis para comprobar su significancia estadística a través del estimador t .

Además de hacerlo para cada día dentro del período de observación, se calcula el retorno anormal acumulado, conocido en la literatura como CAR , sumando los retornos anormales de cada día para un período de días estipulado, que se encuentra dentro del período de observación. Se calcula la media de los CAR para cada evento, el desvío estándar de esta serie de datos y se vuelve a probar su importancia estadística. Esto permite discernir si el evento tiene un efecto importante en el mercado en un período dado y no sólo en un día determinado.

4. RESULTADOS

4.1 Análisis general

El resultado del análisis general se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 1: Resultado del análisis general.

Motivo	Apariciones	Positivas	Negativas
Broadcasting	2	2	0
Commercial	7	7	0
Matchday	0	0	0
Mercado de pases	17	8	9
Entrenador	9	7	2
Resultados deportivos	5	3	2
Presentación de resultados	19	9	10
Anuncios financieros	6	3	3
Regulaciones financieras	1	1	0
Otros	9	4	5

Fuente: Elaboración propia con noticias obtenidas de internet.

Tal cómo era de esperarse, 8 de los 9 conceptos propuestos aparecen, lo que significa que, de una manera u otra, son eventos completamente significativos para la economía de los clubes de fútbol, y así lo entienden sus inversores.

94

Excepto por el concepto de *Matchday*, el resto de los supuestos planteados en la hipótesis se cumplen. En el caso del *Broadcasting*, las 2 apariciones corresponden a nuevos anuncios relacionados con derechos de retransmisión. Uno es respecto al canal de televisión MUFC tv, propio del club, y el otro hace referencia al nuevo acuerdo de derechos de televisión para la Premier League.

El caso de *Commercial* es similar, ya que todas las noticias han impactado de forma positiva en la cotización. La mayoría representan acuerdos con nuevos patrocinadores, siendo el resto movimientos por rumores de acuerdos que se habían filtrado.

En cuanto al mercado de pases, es difícil discernir cómo se comportan los inversores a la hora de juzgar las transferencias y rumores. Por ejemplo, de los 17 datos observados, 7 se refieren a compras y renovaciones de jugadores, de las cuales 4 generan retornos muy positivos y las otras 3, retornos muy negativos. Otro punto importante es que otros 8 anuncios que impactaron el mercado hacen referencia a rumores muy fuertes, pero no a confirmaciones oficiales.

En lo respectivo a cambios de entrenador, el hecho de que la mayoría sean positivos y relacionados con salidas de entrenadores da la pauta de lo importante que es un cambio cuando la cosa está yendo mal. Incluso, uno de los impactos negativos hace alusión a la confirmación de un nuevo entrenador, por lo que es lógico pensar que las hipótesis planteadas para el análisis particular acerca de los entrenadores tienen sentido.

La aparición de resultados deportivos no sorprende, y confirma la idea de estudios anteriores de que tanto victorias, cómo derrotas son importantes para el mercado. En



particular, aparecen resultados importantes para la tabla y clasificación a copas europeas de años siguientes.

Lo que sí puede sorprender es la aparición de tantas presentaciones de resultados positivas cómo disparadores de retornos anormales en el mercado. Esto contradice, de cierta manera, la conclusión de otras investigaciones que indican que los resultados financieros positivos no impactan de manera anormal al mercado. El análisis particular brindará mayor información sobre este hecho.

En anuncios financieros se encuentran anuncios de venta de acciones, los cuales tienen un impacto estrictamente negativo en el mercado y anuncios y rumores de inversiones nuevas, las cuales impactan positivamente. La aparición de regulaciones financieras, que a priori se podría pensar que debería estar más veces, hace alusión a una resolución que limitaba los salarios en equipos de la Premier League e imponía sanciones a los incumplimientos, lo que coincide con la lógica de que el mercado reacciona de manera positiva a recortes de gastos.

Finalmente, en el grupo de “Otros” se pueden encontrar noticias cómo anuncios en los que analistas indican que invertir en el Manchester United es una buena opción, fechas *ex-dividend*, un artículo de Forbes que ponía al club como el mejor en cuanto a beneficios, y otras cuestiones deportivas como lesiones o declaraciones que indicaban que la cosa no estaba bien.

95

En resumen, la gran mayoría de retornos atípicos a los que se le encontró explicación, vienen dados por alguno de los capítulos que se plantearon en la hipótesis, y lo descubierto en cuanto a mercado de pases, entrenadores y resultados financieros parece apoyar las hipótesis realizadas para el análisis particular.

4.2 Análisis particular

A continuación, se exponen y se comentan los resultados obtenidos de los distintos estudios de eventos realizados para cada uno de los tres casos de estudio: transferencias, entrenadores y resultados financieros.

4.2.1 Transferencias

En el caso de las transferencias, el estudio se realiza sobre tres casos distintos: las compras y ventas como eventos genéricos, el impacto de transferencias baratas y caras, y la diferencia entre transferencias altas y bajas. Para todos ellos, se toma el período de estudio de tres días que comprende el día anterior, el mismo día, y el día posterior a la transferencia. Se toma una ventana tan acotada debido a que todas las transferencias tienen lugar dentro del período de pases, que comprende aproximadamente tres meses al año, dos en verano y uno en invierno, y es conveniente minimizar el impacto de hechos que se pueden superponer.

La tabla de retornos para compras y ventas es la siguiente.

Tabla 2: Resultado del análisis de compras y ventas.

Período observado	Compras (n=177)		Ventas (n=148)	
	AR	Est. t	AR	Est. t
Día -1	0,01%	0,07	-0,01%	-0,09
Día 0	0,00%	-0,05	0,10%	0,94
Día 1	-0,01%	-0,14	-0,15%	-1,29
Acumulado Día -1 a 1	-0,01%	-0,06	-0,06%	-0,31

Significancia estadística: $p < 0,10$ *, $p < 0,05$ **, $p < 0,01$ ***

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Yahoo Finance, MarketWatch y Transfermarkt.

96

Cómo se puede observar en la muestra de 177 compras y 148 ventas, no se generó en absoluto retornos anormales en los días próximos al evento. Es más, el retorno anormal acumulado de los 3 días devuelve también un resultado muy próximo a 0%.

Cuando se observa la clasificación de las transferencias según si fueron caras o baratas en comparación con el valor del mercado del jugador en dicho momento, los resultados son los siguientes:

Tabla 3: Resultado del análisis de transferencias baratas y caras.

Período observado	Compras caras (n=113)		Ventas caras (n=85)		Compras baratas (n=63)		Ventas baratas (n=64)	
	AR	Est. t	AR	Est. t	AR	Est. t	AR	Est. t
Día -1	0,07%	0,49	0,15%	1,42*	-0,10%	-1,08	-0,22%	-2,56***
Día 0	-0,14%	-1,12	0,24%	2,68***	0,23%	2,78***	-0,10%	-0,86
Día 1	-0,06%	-0,59	-0,11%	-0,93	0,07%	0,73	-0,20%	-1,83***
Acumulado Día -1 a 1	-0,12%	-0,59	0,28%	1,50*	0,19%	1,43*	-0,51%	-2,80***

Significancia estadística: $p < 0,10$ *, $p < 0,05$ **, $p < 0,01$ ***

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Yahoo Finance, MarketWatch y Transfermarkt.

En primer lugar, cabe resaltar que los resultados son los esperados: una compra cara genera retornos anormales negativos y una compra barata retornos positivos; a la inversa, una venta cara genera retornos positivos y una venta barata retornos negativos. Este resultado es así tanto para el día 0 como para el acumulado de tres días.

Si se estudia la significancia estadística de cada uno, se puede observar que en las compras caras no se puede afirmar que el retorno anormal es estadísticamente distinto de cero, pero sí se puede asumir en las otras tres categorías. Las ventas caras y compras baratas



tienen un impacto grande en el mismo día 0, mientras que las ventas baratas son las que generan un retorno anormal más significativo en el acumulado. Según se observa, el mercado reacciona a las ventas más que a las compras, castigando severamente las que se realizaron por debajo del precio de mercado del jugador. Si se razona esto tiene sentido, ya que una compra cara puede transformarse en barata si el jugador pasa a ser una estrella del club, al mismo tiempo que una compra barata pasa a ser cara si el jugador se lesiona a los pocos días de llegar; sin embargo, la venta es definitiva, y ya no hay nada más allá luego de una venta. Se puede decir que las compras tienen el beneficio de la incertidumbre, mientras que las ventas son sentencias definitivas.

Cuando se ahonda más en el análisis y se diferencian las transferencias entre altas y bajas según el porcentaje que representan dentro del total del activo, se obtienen los siguientes datos:

Tabla 4: Resultado del análisis de transferencias altas y bajas.

Periodo observado	Compras altas (n=30)		Ventas altas (n=31)		Compras bajas (n=147)		Ventas bajas (n=117)	
	AR	Est. t	AR	Est. t	AR	Est. t	AR	Est. t
Día -1	-0,89%	-4,40***	0,61%	5,82***	0,19%	1,91*	-0,17%	-1,84*
Día 0	-0,16%	-1,30	0,68%	5,13***	0,03%	0,27	-0,06%	-0,66
Día 1	-0,47%	-4,05***	-0,25%	-2,97***	0,08%	0,84	-0,12%	-0,97
Acumulado Día -1 a 1	-1,52%	-5,81***	1,04%	5,23***	0,30%	1,90*	-0,34%	-1,93*

Significancia estadística: p<0,10 *, p<0,05 **, p<0,01 ***

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Yahoo Finance, MarketWatch y Transfermarkt.

Salta a la vista que las transferencias altas son mucho más importantes para el mercado que las transferencias bajas. En cuanto a significancia estadística, todos los días estudiados son significativos, incluso con un 99% de probabilidad, para las compras y ventas altas - excepto el día 0 en las compras - mientras que en las transferencias bajas apenas un día de cada una muestra una significancia estadística que afirma que el retorno anormal es distinto de 0 con un 10% de margen de error.

La diferencia en retornos anormales es abismal. Las transferencias altas tienen un impacto anormal de más del 1% en un período de tres días, mientras que las bajas promedian el 0,30%, entre 3 y 5 veces menor. Los signos de los retornos en las transferencias importantes muestran que, efectivamente, las compras grandes generan retornos anormales negativos y las ventas generan retornos anormales positivos, tal cómo se indicaba en estudios anteriores. Cabe remarcar el impacto del día previo a la transferencia, tanto en compras como en ventas importantes. Este hecho es totalmente lógico dado que este tipo de transacciones tiene muchísima repercusión mediática, y el mercado se entera de los acuerdos cerrados incluso antes de los anuncios oficiales de los clubes.

4.2.2 Entrenadores

En cuanto a entrenadores se refiere, los datos resultantes son los siguientes:

Tabla 5: Resultado del análisis de salidas y entradas de entrenadores.

Período observado	General (n=26)		Entradas (n=9)		Salidas (n=9)		Cambios (n=8)	
	AR	Est. t	AR	Est. t	AR	Est. t	AR	Est. t
Día -2	0,08%	0,23	-0,30%	-0,77	0,33%	1,33	0,20%	0,60
Día -1	-0,37%	-0,72	-1,13%	-1,74*	0,03%	0,06	-0,14%	-0,59
Día 0	0,51%	1,12	0,24%	0,86	1,06%	2,36**	0,26%	0,48
Día 1	-0,30%	-0,73	-0,61%	-4,94***	-0,42%	-0,79	0,17%	0,48
Día 2	-0,32%	-0,95	-0,62%	-2,98***	0,14%	0,32	-0,50%	-2,11**
Acumulado Día -2 a 2	-0,39%	-0,49	-2,42%	-2,86***	1,13%	1,44	0,00%	-0,01

Significancia estadística: p<0,10 *, p<0,05 **, p<0,01 ***

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Yahoo Finance, MarketWatch y Transfermarkt.

Lo primero que debe ser aclarado es que la cantidad de datos no es tan grande como en el caso de las transferencias, por lo que los resultados serán más discutibles y menos representativos, aunque todavía importantes.

98

Los resultados son los esperados según lo planteado en las hipótesis. Las salidas de entrenadores suelen verse como cambios de aires en contextos negativos, por lo que el mercado las toma como positivas, mientras que las entradas probablemente pocas veces colmen las expectativas y produzcan caídas en la cotización. Las salidas tienen un efecto muy fuerte el día 0, ya que lo importante es el propio anuncio indicando que habrá cambios en el club, mientras que las entradas reflejan su efecto los días posteriores al anuncio, dado que lo importante es el nombre y la idoneidad del candidato elegido, lo que lleva más tiempo de análisis.

Por su lado los cambios juntan ambas, entradas y salidas, por lo que es normal pensar que se compensen los efectos y resulten en retornos anormales cercanos a 0%. En términos generales, los cambios de entrenador terminan generando retornos anormales negativos, aunque cercanos a 0% y no significativos, debido a la incertidumbre latente en estas situaciones.

Las conclusiones de Hagen y Skatter (2019) y Bell et al. (2012) son contrarias a los resultados de este trabajo. Los cambios de entrenador sí resultan significativos para el mercado, aunque no en su conjunto, donde la compensación de efectos hace que el retorno sea próximo a 0%, sino en clasificaciones adecuadas que permiten captar la realidad del hecho. La importancia de estos hechos queda más que demostrada en las entradas de entrenadores, aunque el retorno anormal en las salidas también es abultado a pesar de no tener una gran significancia estadística.

4.2.3 Presentación de resultados financieros



Para la presentación de estados financieros se analiza el período que va desde el día 0 al segundo día luego del anuncio. La idea es estudiar el impacto propio de los resultados y no las posibles especulaciones anteriores al mismo. De todas maneras, los datos se obtuvieron también para días anteriores al anuncio, resultando desestimables para el trabajo. Se obtiene la siguiente tabla:

Tabla 6: Resultado del análisis de la presentación de EE. FF. positivos y negativos.

Período observado	Positivas (n=40)		Negativas (n=43)	
	AR	Est. t	AR	Est. t
Día 0	1,17%	6,01***	-1,06%	-6,38***
Día 1	1,12%	6,81***	-1,11%	-7,06***
Día 2	0,10%	0,62	-0,20%	-1,14
Acumulado Día 0 a 2	2,40%	10,44***	-2,36%	-10,65***

Significancia estadística: $p < 0,10$ *, $p < 0,05$ **, $p < 0,01$ ***

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Yahoo Finance, MarketWatch y Transfermarkt.

99

Reordenando el concepto de positivo y negativo, se obtiene el *output* presentado. Cuando el mercado reacciona a una sorpresa, ya sea buena o mala, reacciona exactamente igual en ambos casos. Si se observa la tabla, se puede ver que el comportamiento de una noticia negativa en los días 0, 1 y 2 es exactamente igual que el de una noticia positiva, con los dos primeros días de sobreacción y el tercero de calma. Por supuesto, finalmente el acumulado también es igual.

De nuevo, es importante resaltar el impacto que tiene definir un mismo concepto de maneras distintas, intentando mejorar lo propuesto anteriormente con el fin de captar mejor la realidad de los hechos. El hecho de que el resultado de un período dado sea positivo o negativo no significa que el mercado lo vea como algo bueno o malo, ya que la presentación de resultados se maneja primordialmente por expectativas. Por eso, pensar lo positivo y negativo en función de la última línea del Estado de Resultados puede llevar a sesgos en el análisis del comportamiento de la acción. Cuando el beneficio es positivo, el mercado no tiene por qué reaccionar de manera positiva, sin embargo, cuando el mercado reacciona de manera positiva, el impacto en el retorno de la acción es el mismo que el que tiene una sorpresa desagradable.

5. CONCLUSIONES

La base de este trabajo fue identificar qué factores e indicadores son los que realmente afectan el valor de los clubes de fútbol. Luego de haber realizado un extenso estudio de la historia y estructura económica del negocio del fútbol, junto con una serie análisis de datos actuales, se extrae una serie de conclusiones que se presentan a continuación.

Los movimientos en el valor de los clubes vienen dados por el cambio de condiciones que afectan directa o indirectamente a sus flujos de caja futuros, principalmente representados a través de sus beneficios. En el caso de la industria futbolística, los ingresos se centran en los acuerdos de televisión, los acuerdos con patrocinadores y, en menor medida, las entradas vendidas los días de partidos. Cualquier cambio en alguno de estos dos primeros parámetros es clave para los flujos futuros y, por ende, tiene un impacto asegurado en el valor de la compañía.

De manera más indirecta, la posibilidad de generar mejores acuerdos con la televisión y con patrocinadores, y la cantidad de gente que acude a ver los partidos, viene dado por el rendimiento del equipo en la cancha. Por ende, cualquier hecho que afecte este rendimiento se verá también reflejado en flujos de caja futuros, y finalmente en el valor de los clubes. En este sentido, el indicador principal está en los resultados deportivos, que vienen generados por el conjunto de los jugadores y cuerpo técnico protagonistas en cada uno de ellos. Este estudio demostró que estos tres eventos son también importantes para los inversores que poseen acciones de los clubes.

En el ámbito de las transferencias, el conjunto de compras y de ventas estudiadas por separado demostró que en sí mismas no generan retornos anormales para los accionistas, por lo que parecen no tener un impacto significativo en la cotización de las compañías futbolísticas. Sin embargo, este resultado cercano a cero viene dado por las compensaciones de reacciones positivas y negativas que acarrea cada una de ellas. Dado que son eventos sumamente complejos por todo lo que pueden significar, y que es muy difícil identificar una transferencia como buena o mala en el momento en que se da, no es posible que los inversores vean como positivas las compras o las ventas en general, sino que era necesario ahondar en otras subdivisiones para entender qué puede ser importante a la hora de evaluar estas transacciones.

Este análisis a fondo fue muy bueno para concluir que una de las cosas que consideran los inversores es el precio de la transacción, y si la misma puede ser considerada cara o barata. Así, una compra barata y una venta cara tendrán reacciones positivas, ya que se está obteniendo un valor por encima del esperado, mientras que una compra cara y una venta barata tienen el resultado opuesto. También fue clave para entender que los inversores son mucho más asertivos juzgando las ventas que las compras, lo cual es totalmente lógico: se sabe a ciencia cierta el rendimiento que estaba aportando el jugador en el equipo antes de su venta, pero no se conoce cómo va a reaccionar un nuevo jugador en el plantel. Por ende, es mucho más fácil definir si una venta fue buena o mala, ya que



los dos valores necesarios para la comparación son conocidos, mientras que en las compras el precio es conocido pero el valor que el jugador tiene para el club no lo es.

Cómo era de suponer, las transferencias de montos altos tienen un impacto mucho más significativo en bolsa que las transferencias pequeñas. Un jugador por el que se paga mucho tiene un doble impacto mayor en el valor de un club de fútbol en comparación con el resto de jugadores. Primero, los flujos de caja directos a los que se somete el club – pago de la transferencia más salarios – son mucho mayores, y luego, la expectativa o el valor agregado que puede tener ese jugador para el club también es mucho mayor. Está claro que el mercado se guía mucho más por lo primero que por lo segundo, ya que al castigar las compras y premiar las ventas grandes se está castigando el aumento en el gasto y premiando la entrada de dinero y el futuro ahorro.

El asunto de los entrenadores se puede ver de la misma manera que un cambio de gerente general en una empresa de cualquier otra industria. Es el encargado de decidir quién integrará el grupo y de definir la estrategia, pero no es el que se pone manos a la obra dentro de la cancha. Cuando el entrenador se va fruto de un momento difícil el mercado no demora en premiar el anuncio, aunque el dar por hecho que este cambio será para mejor termina siendo contraproducente, y cuando llega el momento del anuncio del nuevo entrenador las acciones caen, probablemente por el no cumplimiento de expectativas, junto con la incertidumbre que esto genera.

101

Finalmente, hay otra categoría de eventos que afectan el valor de los clubes de fútbol y que es transversal al negocio: los eventos puramente financieros. Así, los anuncios típicos sobre venta de acciones o nuevas inversiones, el veredicto positivo de un analista, o la presentación de estados financieros trimestrales, semestrales y anuales, generan sacudidas importantes en la cotización de las acciones. En cuanto a este último ítem, es interesante señalar que las reacciones positivas y negativas son exactamente iguales, respetando en cierta manera la simetría que se espera del mercado de valores.

Cabe resaltar que esta investigación contradice algunos resultados obtenidos anteriormente en este mismo campo. Las compras no parecen tener un efecto negativo, ni las ventas uno positivo, tal como concluyeron Allouche y Soulez (2008) y Hagen y Skatter (2019), aunque cuando se contemplan sólo las transferencias grandes este resultado se respeta, y las ventas no sólo no son positivas, sino que cuando se consideran malas son muy perjudiciales para el valor del club. Los cambios de entrenador sí son significativos para los clubes de fútbol, a diferencia de lo que piensan Hagen y Skatter o Bell et al. (2012), y los resultados financieros considerados positivos influyen igual que los negativos en la bolsa.

Todos estos estudios difieren del presente en que, o bien toman períodos de análisis bastante más grandes, lo cual puede distorsionar los resultados, o bien definen ciertos

criterios de maneras distintas, captando la realidad de los hechos de otra manera. Este trabajo no pretende ser considerado superior al resto, ni pretende de ninguna manera descalificarlos, sino que, además de aportar desde el lugar correspondiente, da otra perspectiva y abre campo para que el resto de investigadores interesados en la materia puedan ahondar aún más, definiendo categorías mucho más específicas y tomando todos los recaudos necesarios para llegar a develar con el máximo nivel de detalle cuales son los hechos que afectan el valor de los clubes de fútbol.

BIBLIOGRAFÍA

ALLOUCHE, J., & SOULEZ, S. (2008): Determinants of the share price variations of listed football clubs: Empirical evidence from English football leagues. En: *Myths and Facts about Football: The Economics and Psychology of the World's Greatest Sport*. Ed. por Andersson, P., Ayton, P & Schmidt. Disponible en: <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01075264> [Consulta: 09-08-2022]

102

BAKER, S., BLOOM, N., DAVIS, S., & SAMMON, M. (2021): What triggers stock market jumps? *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w28687>

BELL, A. R., BROOKS, C., & MARKHAM, T. (2012): Does managerial turnover affect football club share prices? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2057601>

BENKRAIEM, R., LOUHICHI, W., & MARQUES, P. (2009): Market reaction to sporting results: The case of European listed football clubs. *Management Decision*, 47(1), 100–109. <https://doi.org/10.1108/00251740910929722>

BILE ABDI, S. (2017): *Revenue generation and its effect on the profitability of football clubs*. Tesis, United States International University, Nairobi. <http://erepo.usiu.ac.ke/handle/11732/3315> [Consulta: 09-08-2022]

BOND, A. J., COCKAYNE, D., LUDVIGSEN, J. A. L., MAGUIRE, K., PARNELL, D., PLUMLEY, D., WIDDOP, P., & WILSON, R. (2022): COVID-19: the return of football fans, *Managing Sport and Leisure*, 27(1–2) pp.108–118. <https://doi.org/10.1080/23750472.2020.1841449>

BREITBARTH, T., & HARRIS, P. (2008): The role of corporate social responsibility in the football business: Towards the development of a conceptual model, *European*



Sport Management Quarterly, 8(2), pp.179–206.
<https://doi.org/10.1080/16184740802024484>

CAMPELLI, M. (2021): Quantifying the economic and social impact of football, *The Sustainability Report*, 28 de enero.
<https://sustainabilityreport.com/2021/01/28/quantifying-the-economic-and-social-impact-of-football/> [Consulta: 30-11-2022]

CASTELLANI, M., PATTITONI, P., & PATUELLI, R. (2015): Abnormal returns of soccer teams: Reassessing the informational value of betting odds. *Journal of Sports Economics*, 16(7), pp. 735–759. <https://doi.org/10.1177/1527002513505285>

CHANDOS, J. (1984): *Boys together: English public schools, 1800-1864*. Londres, Reino Unido, Hutchinson.

CONN, D. (2007): What money can't buy, *The Guardian*, 29 de julio.
<https://www.theguardian.com/sport/2007/jul/29/football.newsstory1> [Consulta: 09-08-2022]

DELOITTE (2021): Annual Review of Football Finance 2021.
<https://www2.deloitte.com/global/en/pages/technology-media-and-telecommunications/articles/annual-review-of-football-finance.html> [Consulta: 12-09-2022]

DELOITTE (2022): Deloitte Football Money League 2022.
<https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html> [Consulta: 12-09-2022]

DEMIRHAN, D. (2013): STOCK MARKET REACTION TO NATIONAL SPORTING SUCCESS: CASE OF ISTAMBUL STOCK EXCHANGE. *Pamukkale Journal Sport of Sciences*, 4(3), pp.75–98. <https://doi.org/10.1080/13571516.2012.643668>

DEPIETRO, A. (2020): U.S. Industries With The Biggest Growth in GDP From 2000 to 2020, *Forbes*, 23 de agosto.
<https://www.forbes.com/sites/andrewdepietro/2021/08/23/us-industries-with-the-biggest-growth-in-gdp-from-2000-to-2020/?sh=1a21a4a91d05> [Consulta: 12-09-2022]

DÍAZ, J.F. (2022): Caos con el nuevo Fair Play Financiero de la UEFA, *MARCA*, 23 de marzo.
<https://www.marca.com/claro-mx/futbol-internacional/2022/03/23/623b523b22601d1f108b45cf.html> [Consulta: 09-08-2022]

- DIMIC, N., NEUDL, M., ORLOV, V., & ÄIJÖ, J. (2018): Investor sentiment, soccer games and stock return, *Research in International Business and Finance*, 43, pp.90–98. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.134>
- DOBSON, S., & GODDARD, J. (2001): *The economics of football*. Cambridge, Reino Unido, Cambridge University Press.
- DUQUE, J. L., & FERREIRA, N. A. (2012): Explaining share price performance of football clubs listed on Euronext Lisbon, *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.675633>
- FRICK, B., & SEMMELROTH, D. (2021): The effects of (Un)expected match outcomes on stock return: A case study of Borussia Dortmund, *International Journal of Sports Finance*, 16(4). <https://doi.org/10.32731/ijsf/164.112021.01>
- GANNON, J., EVANS, K., & GODDARD, J. (2006): The stock market effects of the sale of live broadcasting rights for English Premiership football: An event study, *Journal of Sports Economics*, 7(2), pp.168–186. <https://doi.org/10.1177/1527002504271351>
- GIULIANOTTI, R. (2002): Supporters, followers, fans, and flaneurs: A taxonomy of spectator identities in football, *Journal of Sport and Social Issues*, 26(1), pp.25–46. <https://doi.org/10.1177/0193723502261003>
- GOLDBLATT, D. (2006): *The ball is round: A global history of football*. Londres, Viking.
- GRATTON, C., & SOLBERG, H. A. (2007): *The Economics of Sports Broadcasting*. Oxfordshire, Reino Unido, Routledge.
- HAGEN, J. F., & CUNHA, M. N. (2019): “The History of Investing in Football and Factors Affecting Stock Price of Listed Football Clubs.” *International Journal of Financial Management*, 9(4), pp. 31–41. https://www.academia.edu/45551927/The_History_of_Investing_in_Football_and_Factors_Affecting_Stock_Price_of_Listed_Football_Clubs [Consulta: 09-08-2022]
- HAGEN, J. F., & SKATTER, O. J. (2019): *Hvilke faktorer påvirker aksjeprising i fotball?: en økonomisk tilnærming til børsnoterte fotballklubber*, Tesis de maestría,



- Norwegian University of Life Sciences, Ås. Noruega.
<http://hdl.handle.net/11250/2624197> [Consulta: 09-08-2022]
- HAMIL, S. & CHADWICK, S. (2009): “Introduction and market overview”.
En: *Managing football*. Ed. por Chadwick, S. & Hamil, S.
<https://doi.org/10.4324/9780080949765>
- HAMIL, S., & WALTERS, G. (2010): Financial performance in English professional
football: ‘an inconvenient truth.’, *Soccer and Society*, 11(4), pp. 354–372.
<https://doi.org/10.1080/14660971003780214>
- HAVERSON, P. (1998): Football goes to market, *Prospect Magazine*, 20 de junio.
<https://www.prospectmagazine.co.uk/magazine/footballgoestomarket> [Consulta: 12-
09-2022]
- KELLY, K., LEWIS, R., & MORTIMER, T. R. (2012): In football we trust? *International
Journal of Business and Social Science*, 3(8), pp.243–254.
<http://hdl.handle.net/10547/594469> [Consulta: 09-08-2022]
- KESSENNE, S. (2000): Revenue sharing and competitive balance in professional team
sports, *Journal of Sports Economics*, 1(1), 56–65.
<https://doi.org/10.1177/152700250000100105>
- KESSENE, S. (2007): *The Economic Theory of Professional Team Sports: An Analytical
Treatment*. Cheltenham, Reino Unido, Edward Elgar.
- LALIGA (2019): La industria del fútbol profesional genera 185.000 empleos, 4.100 M€
en impuestos y una facturación equivalente al 1,37% del PIB en España, *laliga.es*, 6
de mayo. [https://newsletter.laliga.es/futbol-global/la-industria-del-futbol-
profesional-genera-185-000-empleos-4-100-me-en-impuestos-y-una-facturacion-
equivalente-al-137-del-pib-en-espana-1](https://newsletter.laliga.es/futbol-global/la-industria-del-futbol-profesional-genera-185-000-empleos-4-100-me-en-impuestos-y-una-facturacion-equivalente-al-137-del-pib-en-espana-1) [Consulta: 30-11-2022]
- LEACH, S., & SZYMANSKI, S. (2015): Making money out of football, *Scottish Journal
of Political Economy*, 62(1), pp. 25–50. <https://doi.org/10.1111/sjpe.12065>
- NEWSON, M., BUHRMESTER, M., & WHITEHOUSE, H. (2021): United in defeat:
shared suffering and group bonding among football fans. *Managing Sport and
Leisure*, 1–18. <https://doi.org/10.1080/23750472.2020.1866650>
- NOONAN, I. V., & SILCARO, M. I. (2019): *The Impact of Key Performance Indicators
(KPIs) on Listed European Football Clubs*, Tesis de Grado, Lund University, School

of Economics and Management, Suecia. <https://www.lu.se/lup/publication/8981051>
[Consulta: 09-08-2022]

MORROW, S. B. (1999): *The new business of football: Accountability and finance in football*. Hampshire, Reino Unido, Palgrave Macmillan.

PALOMINO, F., RENNEBOOG, L., & ZHANG, C. (2009): Information salience, investor sentiment, and stock returns: The case of British soccer betting, *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 368–387. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.12.001>

PARKER, K., & STUART, T. (1997): The west ham syndrome. *Journal of the Market Research Society*, 39(3), 1–8. <https://doi.org/10.1177/147078539703900306>

QUIRK, J., & FORT, R. D. (1992): *Pay dirt: The business of professional team sports*. Nueva Jersey, Estados Unidos, Princeton University Press.

RENNEBOOG, L. D. R., & VANBRABANT, P. (2000): Share Price Reactions to Sporty Performances of Soccer Clubs listed on the London Stock Exchange and the AIM. *CentER Discussion Paper*; Vol. 2000-19. <https://research.tilburguniversity.edu/en/publications/share-price-reactions-to-sporty-performances-of-soccer-clubs-list> [Consulta: 12-09-2022]

ROBINSON, J. & CLEGG, J. (2018): *The Club: How the Premier League Became the Wildest, Richest, Most Disruptive Business in Sport*. Nueva York, Estados Unidos, Houghton Mifflin Harcourt.

RUSSELL, D. (1997): *Football and the English: A Social History of Association Football in England, 1863 - 1995*. Preston, Reino Unido, Carnegie.

SANCHEZ, L. C., BARAJAS, A., & SANCHEZ FERNANDEZ, P. (2019): Sports Finance: Revenue Sources and Financial Regulations in European Football. En: *Sports (and) Economics*. Ed. por García, J. Madrid, Funcas, pp. 327-362.

SCHOLTENS, B., & PEENSTRA, W. (2009): Scoring on the stock exchange? The effect of football matches on stock market returns: an event study, *Applied Economics*, 41(25), pp. 3231–3237. <https://doi.org/10.1080/00036840701721406>

SLOANE, P. J. (1971): The economics of professional football: The football club as a utility maximiser. *Scottish Journal of Political Economy*, 18(2), pp. 121–146. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9485.1971.tb00979.x>



- SLOANE, P. J. (2015): The economics of professional football revisited. *Scottish Journal of Political Economy*, 62(1), pp.1–7. <https://doi.org/10.1111/sjpe.12063>
- SOLBERG, H. A., & HAUGEN, K. K. (2010): European club football: why enormous revenues are not enough? *Sport in Society*, 13(2), pp.329–343. <https://doi.org/10.1080/17430430903523036>
- STADTMANN, G. (2005): Frequent news and pure signals - the case of a publicly traded football club. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.839104>
- SZYMANSKI, S. & KUYPERS, T. (1999): *Winners and Losers: The Business Strategy of Football*. Harmondsworth, Reino Unido, Penguin.
- TAPP, A. (2004): The loyalty of football fans — We'll support you evermore? *Journal of Database Marketing & Customer Strategy Management*, 11(3), pp.203–215. <https://doi.org/10.1057/palgrave.dbm.3240221>
- TAYLOR, M. (2013): *The association game: A history of British football*. <https://doi.org/10.4324/9781315836171>
- THE IRISH TIMES (1998): Butcher's boy always kept biggest stake, *The Irish Times*, 11 de septiembre. <https://www.irishtimes.com/business/butcher-s-boy-always-kept-biggest-stake-1.192202> [Consulta: 12-09-2022]
- TUKEY, J. W. (1977): *Exploratory Data Analysis*. Londres, Reino Unido, Pearson.
- UEFA (2022): Juego limpio financiero, *UEFA.com*, 20 de junio. <https://es.uefa.com/insideuefa/protecting-the-game/news/0211-0e7586d4a195-24e9fd81f422-1000--juego-limpio-financiero/> [Consulta: 09-08-2022]
- VAMPLEW, W. (1988). Pay up and play the game: Professional Sport in Britain 1875 – 1914. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511560866>
- VROOMAN, J. (1995): A general theory of professional sports leagues, *Southern Economic Journal*, 61(4), 971. <https://doi.org/10.2307/1060735>
- WALTERS, G. & CHADWICK, S. (2009): “Ownership and Governance”. En: *Managing football*. Ed. por Chadwick, S. & Hamil, S. <https://doi.org/10.4324/9780080949765>

- WILLIAMS, J., & HOPKINS, S. (2011): ‘Over here’: ‘Americanization’ and the new politics of football club ownership – the case of Liverpool FC, *Sport in Society*, 14(2), pp.160–174. <https://doi.org/10.1080/17430437.2011.546517>
- WILSON, J. K., & POMFRET, R. (Eds.) (2019): Home ground advantage: the determinants of sharing versus sole occupied stadium arrangements. En *Historical Perspectives on Sports Economics*. <https://doi.org/10.1080/09523367.2020.1734566>
- ZIEGLER, M. (2022): Premier League’s broadcast income to reach £10bn over next three seasons, *The Times*, 10 de febrero. <https://www.thetimes.co.uk/article/premier-league-s-broadcast-income-to-reach-10bn-over-next-three-seasons-cm077wpvk>
[Consulta: 12-09-2022]

