

 **LUIS CARLOS SÁNCHEZ MARTÍNEZ***Analista de Riesgo*

Este trabajo ha obtenido el **Accésit Especial Estudios Financieros 2006** en la Modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don José Ramón GONZÁLEZ GARCÍA, doña María Teresa DEL VAL NÚÑEZ, doña María Antonia GARCÍA BENAÚ, don Alejandro LARRIBA DÍAZ ZORITA, don Juan Antonio MAROTO ACÍN y don Jesús URÍAS VALIENTE.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato del autor.

**Extracto:**

LA profesionalización del fútbol ha llevado a los equipos a adoptar un funcionamiento cada vez más empresarial. Su conversión en sociedades anónimas deportivas y la necesidad de capital les ha supuesto tener que afrontar la exigencia de rentabilidad por parte de algunos de sus accionistas mientras otros siguen buscando los éxitos deportivos. Esta multiplicidad en los objetivos que deben alcanzar los gestores no es algo singular de los equipos de fútbol sino que existe una amplia variedad de empresas que se enfrentan al mismo reto. Mediante un modelo de eficiencia averiguaremos el grado de pericia de los administradores en satisfacer los fines de los propietarios y comprobaremos si se trata de objetivos complementarios o divergentes. Los resultados nos permitirán extraer conclusiones para una mejor gestión de los equipos, algunas de las cuales se podrían considerar para otras empresas que también persigan varios objetivos.

---

## Sumario:

---

1. Introducción.
2. El fútbol profesional.
3. La diversidad de objetivos en la empresa.
  - 3.1. La multiplicidad de objetivos relacionada con los *stakeholders*.
  - 3.2. Empresas con accionistas que persiguen diversos objetivos.
  - 3.3. Empresas con diferentes tipos de accionistas.
4. Dualidad de objetivos en los equipos de fútbol.
  - 4.1. El caso inglés.
  - 4.2. El caso argentino.
  - 4.3. El caso portugués.
5. La eficiencia como herramienta de gestión.
  - 5.1. Eficiencia productiva.
  - 5.2. Eficiencia para evaluar a los administradores.
6. Modelo para la evaluación de las SAD españolas.
  - 6.1. Hipótesis.
  - 6.2. Metodología.
  - 6.3. Muestra.
  - 6.4. Variables.
7. Resultados del modelo.
  - 7.1. Distribución de los resultados.
  - 7.2. Relaciones existentes entre variables.
  - 7.3. Compatibilidad de los objetivos y control de la gestión.
8. Conclusiones.

Bibliografía.

*«Te dedicas toda la vida a los negocios para poder permitirte comprar un equipo de béisbol y cuando al fin lo logras, ignoras todo lo que aprendiste en los negocios que te permitieron comprarlo»*

GEORGE STEINBRENNER, propietario del equipo de béisbol «Yankees» de Nueva York

## 1. INTRODUCCIÓN

El análisis empresarial y económico del deporte profesional ha ido ganando interés en el campo de la investigación. El crecimiento del propio sector y sus particularidades han atraído cada vez una mayor atención. Asimismo los trabajos con relación a la eficiencia han experimentado un gran desarrollo en los últimos años. Otro aspecto interesante es el referido a los objetivos que persiguen las empresas más allá de la maximización de beneficios. El fútbol profesional español nos va a permitir estudiar estos tres fenómenos en el presente trabajo.

Lejos quedan los tiempos en los que el fútbol se circunscribía a una disciplina deportiva para el esparcimiento de los jóvenes. En la actualidad se trata de un sector económico que mueve cifras millonarias y que está gestionada por sociedades mercantiles denominadas Sociedades Anónimas Deportivas (SAD) dejando atrás el modelo asociativo.

La empresa es una organización en la que una serie de socios se reúnen para lograr sus objetivos de una manera más eficiente que individualmente. Habitualmente se ha identificado ese objetivo como la búsqueda de los mayores resultados económicos posibles pero existe una amplia gama de ejemplos en el panorama empresarial que nos muestran que existe una diversidad de fines mucho mayor. Un caso particular pero también muy numeroso es aquel en el que en una empresa se reúnen accionistas que persiguen diferentes objetivos pero consideran que juntos pueden alcanzarlos mejor. En algunos casos esos accionistas coinciden en las empresas de forma espontánea y en otros es el legislador quien establece esa distinción entre socios en la misma persona jurídica.

En el fútbol profesional encontramos un ejemplo de empresas donde se encuentran accionistas que persiguen diferentes objetivos. En el caso español dicha circunstancia apenas se constata en la denominación de los equipos que recoge ambas facetas: Sociedades Anónimas Deportivas. Por el contrario, la legislación inglesa sí recoge expresamente que los fines de los equipos de fútbol son dos: la consecución de beneficios económicos o *profit* y la búsqueda de éxitos deportivos o *glory*. En Argentina y Portugal esas dos metas se distribuyen en dos tipos de entidades que gestionarán conjuntamente los equipos.

Los estudios de eficiencia del deporte se han centrado en la labor productiva, es decir, en aquella que se puede apreciar en los terrenos de juego. Nuestro objetivo será evaluar la eficiencia de los administradores en la gestión de la empresa para lograr los objetivos perseguidos por los propietarios. Trataremos de conocer si los dos objetivos son alcanzados por los equipos españoles y si son compatibles entre sí. Lo haremos midiendo su eficiencia mediante un modelo no paramétrico. Con los resultados obtenidos trataremos de extraer consecuencias para la mejora de la gestión del fútbol español y de las empresas con diversos objetivos.

## 2. EL FÚTBOL PROFESIONAL

El fútbol nació como pasatiempo lúdico pero su éxito le ha llevado a entrar en el negocio del entretenimiento. El fútbol no sólo es un deporte con amplio número de practicantes en nuestro país sino que en su vertiente profesional se ha convertido también en un importante sector económico. Según el informe «Impacto del Fútbol Profesional en la economía española» publicado por la Liga de Fútbol Profesional, dicho sector genera una actividad de 4.000 millones de euros, lo que supone casi un 0,9% del PIB general del país.

En su origen los equipos se organizaban como club o asociaciones, pero en la actualidad el fútbol de alto nivel se ha profesionalizado. En nuestro país los principales equipos se organizan mayoritariamente como Sociedades Anónimas Deportivas que son entidades con un régimen jurídico muy similar a las sociedades anónimas generales pero que nacen a partir de clubes deportivos. Surgieron a partir de la Ley del Deporte de 1990 cuando desde la administración pública se trató de evitar que se reprodujera la fuerte crisis económica que atravesaron numerosos equipos de fútbol. Dicha crisis provocó cuantiosas pérdidas al erario estatal ya que los clubes tenían unas elevadas deudas impagadas con Hacienda y la Seguridad Social. En aquel momento todos los equipos profesionales eran asociaciones deportivas y ni los socios ni los administradores respondían en modo alguno con su patrimonio ante las repetidas pérdidas.

La solución planteada por la administración, y que ya había sido instaurada en otros países europeos, era trasplantar el modelo norteamericano de deporte profesional donde los equipos son propiedad de accionistas. De esta manera se lograba que ante una gestión errónea existieran personas que tuvieran un perjuicio económico, el capital aportado, y por tanto suponían que los accionistas controlarían a los directivos para asegurar una gestión correcta del equipo y del dinero arriesgado. La propia legislación marcó unas excepciones que no obligaban a determinados clubes que habían tenido una gestión correcta a abandonar su modelo asociativo.

Pero el modelo norteamericano no fue seguido en todas sus características en el viejo continente. Como indican HOEHN y SZYMANSKI (1999), las ligas europeas continuaron siendo abiertas y por tanto permitiendo ascensos y descensos de la división principal, siguieron existiendo diversas competiciones en las que los equipos compiten simultáneamente (Liga, Copa, Liga de Campeones de la UEFA...), no se reprodujeron los acuerdos de los equipos norteamericanos para limitar el pago de salarios y traspasos (drafts de rookies, límites salariales...) y los equipos siguen dependiendo de órganos federativos que en el deporte profesional estadounidense tienen un papel subsidiario.

En el caso español, la suscripción de acciones no suscitó demasiado entusiasmo entre los aficionados y la mayoría de clubes tuvieron severas dificultades para lograr completar la cuantía del capital que se precisaba suscribir. Esto supuso en unos casos la entrada de administraciones públicas en el capital de los equipos de fútbol. En otros casos supuso que un reducido número de accionistas concentrara una parte relevante del capital, con la consiguiente pérdida de influencia de los accionistas minoritarios.

La conversión en sociedades anónimas no ha logrado hacer desaparecer los problemas económicos de los equipos de fútbol. En España han sido varios los casos en los que se ha producido la desaparición, la entrada en un proceso concursal o serios apuros económicos por parte de Sociedades Anónimas Deportivas (SAD) como por ejemplo: Hércules, Logroñes, Santiago, Real Oviedo, Las Palmas o Sporting de Gijón. El proceso no ha sido únicamente español ya que en otros países se ha repetido como en el caso de Italia con la Fiorentina, el Parma o el Napolés; en Alemania el Borussia Dortmund y el Kaiserslautern y en Inglaterra se produjeron los casos del Leicester y el Leeds.

También se produjeron casos en los que la conversión en sociedades anónimas supuso la consecución de elevadas rentabilidades económicas y éxitos deportivos para algunos equipos. El caso paradigmático es el Manchester United que ha logrado excelentes beneficios en los últimos años llegando a alcanzar los cuarenta y dos mil millones de euros. Al cotizar en bolsa, su acertada gestión ha supuesto que sus accionistas logren una importante rentabilidad hasta multiplicar por once su inversión durante la primera década en mercado de valores. Este éxito económico fue compatible con el éxito deportivo del equipo que logró alzarse en numerosas ocasiones con la liga inglesa y participar regularmente en las competiciones europeas. Pero la cotización en bolsa tampoco supone una vacuna suficiente para evitar problemas económicos como muestran las dificultades padecidas por Queen Park Rangers en Inglaterra, el Borussia Dortmund en Alemania o el Lazio en Italia.

En el caso español ninguna de las SAD cotiza en bolsa a pesar de que se promulgaron distintas normativas, como la Ley 50/1998 o el Real Decreto 1251/1999, para equiparar a las SAD con las sociedades anónimas ordinarias a los efectos de su admisión a cotización en los mercados de valores. Los antecedentes en bolsa de los equipos españoles se retrotraen a las emisiones de renta fija que emitieron el Real Madrid y el Atlético de Madrid para la construcción de sus respectivos campos de fútbol. Ambas emisiones cotizaban en el mercado de renta fija de la bolsa madrileña en las décadas cincuenta y sesenta, pero CUETO (1998) nos advierte de que ninguna de ellas logró una demanda popular y en la mayor parte fue a parar a los bancos.

Una vez superadas las limitaciones legales a la salida a bolsa, las SAD se enfrentan actualmente con el obstáculo del cumplimiento de los requisitos necesarios para la incorporación a los mercados de valores. Uno de los que le costaría más cumplir a los equipos españoles sería el relativo a los de obtener beneficios suficientes en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos en un período de cinco años, para poder repartir un dividendo de, al menos, un seis por ciento del capital desembolsado. De todas maneras, la propia Orden Ministerial de 19 de junio de 1997 que lo regula establece excepciones como que la entidad justifique la obtención de beneficios en los próximos ejercicios o que se trate de una empresa en proceso de reestructuración económica.

Las dificultades económicas que sigue atravesando el fútbol europeo no han desaparecido ni con su conversión en sociedades mercantiles ni con su salida al mercado de valores. Incluso aquellos casos que han logrado éxito económico y deportivo no se han visto libres de dificultades de otra índole. Los equipos de fútbol se enfrentan a importantes retos: las dificultades financieras, los interrogantes de su futuro deportivo y los problemas de identificación entre el club y los otrora socios y ahora accionistas o clientes.

### 3. LA DIVERSIDAD DE OBJETIVOS EN LA EMPRESA

La conversión de los equipos de fútbol en sociedades mercantiles ha llevado muchas veces a acusaciones de desnaturalización de dichas instituciones. Pero no podemos olvidar que el objetivo por el cual se reúnen una serie de personas para crear una sociedad mercantil no tiene por qué ser exclusivamente para obtener una rentabilidad a sus fondos. Realmente lo harán para satisfacer su propio interés pero no sólo mediante réditos económicos. Los individuos no sólo albergan el afán de lucro entre sus preferencias. Ahí está el caso de los filántropos que buscan mejorar las condiciones de los pobres o de la multitud de personas que destinan dinero y esfuerzos a transmitir sus ideas religiosas o políticas. De la misma manera existen multitud de aficionados que buscan la consecución de éxitos deportivos por parte de sus equipos y están dispuestos a comprometer fondos para lograrlo.

En el tejido económico de los países de nuestro entorno podemos encontrar numerosos casos de sociedades cuyo objetivo no es la maximización de beneficios. Las cooperativas tanto de trabajadores como de usuarios son ejemplos de empresas cuyos propietarios buscan maximizar su utilidad sin la búsqueda de dividendos. En el caso de entidades sin ánimo de lucro, KEARNS *et alt.* (2005) encontraron una relación directa entre la presencia de los mayores donantes y la eficiencia organizativa alcanzada, lo que nos llevaría a la idea de que la empresa, donde la capacidad de decisión es proporcional al capital desembolsado, puede ser un medio adecuado para las organizaciones sin ánimo de lucro. En el caso de las empresas públicas, las administraciones públicas también eligen la fórmula jurídica de la sociedad mercantil para lograr sus objetivos.

#### 3.1. La multiplicidad de objetivos relacionada con los *stakeholders*.

Si la maximización de beneficios no es el único objetivo de la empresa, también tenemos que considerar que las empresas no persiguen la consecución de un único objetivo. El incremento y la

variedad en los objetivos que deben alcanzar las empresas es un tema de debate que en la actualidad habitualmente se relaciona con los *stakeholders* o interesados. La literatura económica los define como aquellos agentes afectados por las externalidades producidas por la empresa pero que no participan de su capital. CLARKSON (1995) muestra que para asegurar la continuidad de la empresa es necesario un reparto equilibrado de la riqueza entre los diversos interesados externos e internos o accionistas. Para lograrlo, TIROLE (2001) defiende la incorporación de los objetivos de los internos o *stakeholders* a los objetivos de la empresa.

FREEMAN (1984) amplía el concepto de *stakeholders* a la sociedad en general ya que al lograr una percepción más favorable hacia la empresa se logrará mantener a los actuales clientes y se facilitará la incorporación de nuevos, con lo que los costes derivados de políticas de responsabilidad social serán compensados con unos mayores beneficios en el futuro. En el caso del fútbol y a pesar de que en la actualidad los equipos tienen aficionados dispersos por todo el mundo, no podemos minusvalorar la importancia de la percepción de la sociedad más cercana a su localización. Incluso una imagen negativa de la comunidad local puede afectar a la percepción del equipo en el exterior.

A pesar de que la satisfacción de los intereses de los *stakeholders* o interesados es determinante para la continuidad de la empresa no podemos pasar desapercibido que son los *stockholders* o accionistas los que deciden quienes gestionan la empresa. La razón fundamental es que la empresa puede decidir sustituir a sus *stakeholders* pero no a sus accionistas. De esta manera los directivos pueden cambiar a su plantilla y a sus proveedores. También puede cambiar de clientes, dirigiéndose a un segmento diferente. O lo que parecía imposible hace unas décadas, la empresa puede decidir cambiar el territorio geográfico donde desarrolla su actividad. Son comunes en la actualidad las decisiones empresariales de trasladar sus factorías de un país a otro, éste ha sido el caso de numerosas multinacionales que han cerrado fábricas en Europa occidental para traspasar la carga productiva a países de Europa del Este y Asia. Por añadidura, la extremada multiplicidad de intereses que tienen los diversos *stakeholders* puede suponer un obstáculo para la evaluación de la gestión de los administradores al dificultar los criterios para su evaluación (JENSEN, 2002).

Por el contrario, los administradores de la empresa no pueden elegir a sus accionistas, sino que éstos son los que nombran a los gestores. Se puede indicar que en las grandes empresas que cotizan en el mercado de valores, la potestad que tienen los accionistas de participar en el nombramiento de los gestores es muy limitado si su participación es reducida y el capital se encuentra muy fraccionado. En ese caso al accionista le resulta más fácil desprenderse de su participación en bolsa que tratar de articular el cambio en la dirección. Pero tenemos que considerar que si existe una mayoría de accionistas insatisfechos y deciden desprenderse de sus acciones provocarán una caída en el valor de las acciones, lo que puede desincentivar su venta y provocar el cese de los administradores.

### 3.2. Empresas con accionistas que persiguen diversos objetivos.

Pero la preponderancia de los objetivos de los accionistas para el futuro de los gestores no significa que ya no se produzca la multiplicidad de objetivos en las empresas. Un ejemplo es el caso

de las empresas semi-públicas. Mientras los accionistas privados buscan rentabilizar su inversión, la administración pública que participe en el capital puede buscar alcanzar objetivos distributivos (HERNÁNDEZ *et al.*, 2001). Así fue el caso de las empresas parcialmente privatizadas en España (Telefónica, Repsol, Banco Exterior-Argentaria...) donde a finales del siglo pasado el Estado disponía de un amplio control gracias a su participación pero que cotizaban en el mercado de valores y disponían de numerosos inversores privados.

También se encuentran las empresas en cuyo capital participan tanto empleados como inversores financieros. A pesar de que ambos querrán obtener la máxima rentabilidad a las cantidades invertidas, los trabajadores-accionistas darán una gran importancia a la estabilidad de la contratación, a las condiciones laborales o a sus retribuciones cuya prioridad no coincidirá con la de los accionistas-inversores. Cada día es más común que en muchas grandes empresas los empleados posean cada vez porcentajes más relevantes de su capital. En el caso de las empresas familiares suelen producirse diferencias entre los accionistas provenientes de la familia fundadora y los inversores externos. Mientras los segundos buscan únicamente maximizar los rendimientos de su inversión, los primeros pueden tener otros objetivos añadidos como cuestiones sentimentales o el acomodo de miembros del grupo familiar en la dirección de la compañía.

También han sido habituales la aparición de fricciones en empresas cuyo capital esté repartido entre uno o escasos accionistas mayoritarios y numerosos pequeños accionistas minoritarios. En esta situación puede existir el riesgo de que los accionistas mayoritarios fuercen decisiones que perjudiquen la maximización de beneficios de la empresa pero que les reporten réditos extraordinarios por otras vías, de las que no se aprovechan los accionistas minoritarios. Un ejemplo es el caso de una empresa que posee una amplia participación en otra y se produce un intercambio de productos o servicios más favorable para la primera que para la segunda.

La aparición de fondos de inversión con criterios éticos hace que en la empresa exista una parte del accionariado que exija el cumplimiento de otra serie de objetivos más allá de la consecución de los máximos beneficios posibles. Incluso se han dado casos de Organizaciones No Gubernamentales (ONG) que han adquirido acciones para poder influir en las decisiones de las empresas a través de las Juntas de Accionistas.

### 3.3. Empresas con diferentes tipos de accionistas.

Hay que diferenciar los casos de empresas en las que pueden coincidir accionistas que persigan distintos objetivos con aquellas en las que se distinguen legalmente y desde su constitución diferentes tipos de socios. Es el caso de las sociedades laborales en las que se distingue entre socios trabajadores y socios capitalistas. Esta fórmula jurídica requiere que la mayor parte del capital recaiga en empleados de la empresa lo que puede dar a lugar a que se tomen como prioritarios sus intereses. Esto puede suponer que los órganos de decisión mejoren las condiciones salariales y laborales de los trabajadores a costa de unos menores beneficios con la merma consiguiente para la rentabilidad de los socios capitalistas. Pero como la sociedad precisa un capital mayor que el aportado por los tra-

bajadores, necesitará aportar garantías a los socios capitalistas de que lograrán una retribución adecuada. De esta manera las sociedades laborales precisan de unos acuerdos de gobierno corporativo para asegurar a ambos tipos de socios que la persecución de sus objetivos serán compatibles.

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), sociedades dedicadas a otorgar avales y garantías financieras a las pequeñas y medianas empresas, son el ejemplo de otra forma jurídica societaria donde se recogen diversos tipos de accionistas. La legislación distingue a los socios partícipes, aquellos que a su vez son clientes de la sociedad y reciben sus avales, y los protectores, aquellos que aportan capital pero no se les otorga ninguna garantía.

Una vez más se produce la disociación entre los objetivos de los dos tipos de accionistas. Por un lado los socios partícipes persiguen la obtención del aval al menor coste y al menor riesgo de pérdida del capital aportado a la SGR. Por el otro, los socios protectores, buscan el incremento de la actividad de la sociedad para lograr una mejora en el tejido económico, en el caso de las administraciones públicas y las asociaciones empresariales, o para que les suponga un incremento de su facturación, en el caso de las entidades de crédito que participan en el capital. GASCÓN y SÁNCHEZ (2005) estudiaron la eficiencia de las SGR españolas en la consecución de los objetivos de los diferentes tipos de accionistas. Encontraron una relación en el grado de cumplimiento de los objetivos de socios partícipes y protectores en el conjunto del sector, pero también localizaron importantes divergencias en las sociedades concretas reflejando la existencia de diferencias políticas a la hora de priorizar cada objetivo.

Existe un tercer caso que podríamos homologar con las Sociedades Laborales y las Sociedades de Garantía Recíproca como entidades cuyo marco legal distingue entre diversos tipos de accionistas con diferentes objetivos: las Cajas de Ahorro. A pesar de que no se trata de sociedades mercantiles que tengan repartido su capital en acciones, la legislación estipula de forma precisa la composición de sus órganos de gobierno. En este caso no son los accionistas los que dirigen la sociedad, sino un conjunto de *stakeholders* o interesados entre los que el legislador reparte el peso que van a poseer en cada órgano de decisión. Aunque estos grupos se ven afectados por las externalidades de las sociedades, no podemos considerar los *stakeholders* al uso ya que poseen los mismos atributos de poder de decisión en la empresa que los accionistas en las sociedades mercantiles ordinarias.

El poder de decisión en las cajas de ahorro se distribuye fundamentalmente entre las administraciones públicas, los trabajadores y los impositores. Cada uno de los tres grupos tiene objetivos diferentes y el resultado final que produzca la caja satisfará más unos y otros. MELLE y MAROTO (1999) encontraron evidencias de que el mayor peso de las administraciones públicas en los órganos de gobierno supone un mayor importe de préstamos concedidos a dichas administraciones y facilita una coalineación con los trabajadores para ofrecer un mayor nivel salarial. GARCÍA-CESTONA y SURROCA (2002) estudiaron la eficiencia de las entidades en alcanzar los objetivos de los diferentes interesados representados en los órganos de gobierno concluyendo que a mayor representación en los órganos de gobierno de un grupo, mayor eficiencia de la entidad en alcanzar los objetivos de dicho grupo.

A pesar de la similitud entre el papel de los miembros de los órganos de gobierno de las cajas de ahorro con los accionistas, no podemos olvidar que no poseen unos derechos de propiedad defi-

nidos por lo que no pueden variar su participación libremente al someterse al arbitrio del legislador. SÁNCHEZ (2005) advirtió que ese papel predominante del legislador suponía un impedimento para el correcto control de la gestión de la sociedad y para la satisfacción de la utilidad de dichos grupos.

#### 4. DUALIDAD DE OBJETIVOS EN LOS EQUIPOS DE FÚTBOL

Al igual que en otras empresas, los administradores de los equipos de fútbol profesionalizado se han visto avocados a cumplir dos objetivos diferentes: ser rentables y tener éxitos deportivos. En la literatura esa dualidad en los objetivos ha tenido distinto tratamiento. Mientras QUIRK y FORT (1992) han considerado que el objetivo principal de las sociedades deportivas es la maximización de los beneficios, como en cualquier otra empresa, SLOANE (1971) defendió la misión de los clubes de fútbol como maximizadores de la utilidad de los agentes que incluye aspectos como la popularidad o los éxitos deportivos. No es el baladí el detalle del origen europeo de este último donde hasta fechas recientes predominaba la forma asociativa en los clubes de fútbol. Por el contrario el primer autor, norteamericano, proviene de un mercado donde los equipos han tenido una organización más empresarial.

En España los equipos de fútbol se someten a una reglamentación *ad hoc* que trata de aunar los fines mercantiles con los futbolísticos, lo que queda reflejado en la propia denominación que les asignó el legislador, Sociedad Anónima Deportiva. Pero esa circunstancia no se trasladó en una distinción de diferentes tipos de accionistas, como en el caso de las Sociedades Laborales o las de Garantía Recíproca, ni a la definición de los objetivos a alcanzar que se limitó a indicar la participación en competiciones deportivas de carácter profesional cuando dicha participación es un medio para obtener otros fines bien deportivos o bien económicos.

##### 4.1. El caso inglés.

La dualidad de objetivos existe en el Reino Unido desde mucho antes de la ley del deporte española. Ya en la época victoriana los clubes deportivos se transformaron en sociedad de mercantiles. Su singularidad radicaba en que en sus escrituras de constitución aparecía un doble objetivo, la consecución de beneficios económicos y éxitos deportivos, lo que se daba en conocer como *glory and profit*. Para priorizar la vertiente deportiva, la federación de fútbol inglesa introdujo la Rule 34 en 1834 por la que limitaba la cuantía de dividendos que podían repartirse entre los accionistas. Dicha normativa fue suavizada a partir de la década de los ochenta, primero ampliando la posibilidad de reparto de dividendo para después ser liberados prácticamente de dicha limitación. Esta evolución favoreció que los equipos de fútbol pasaran a cotizar en los mercados bursátiles afectando tanto a los grandes equipos de la Premier League como a los pequeños equipos de divisiones inferiores.

Aunque habrá accionistas que persigan ambos objetivos, podemos distinguir de manera sencilla dos grupos de accionistas. Existen accionistas con un perfil inversor que ven en el fútbol un

negocio de entretenimiento más y por tanto susceptible de inversión y beneficio. Ejemplos de este tipo de accionista lo hemos podido encontrar en los equipos ingleses del Manchester United y el Newcastle, cuyos propietarios lograron una elevadísima rentabilidad de su inversión gracias a la venta de sus participaciones aun a costa de perder el control deportivo de la entidad. Junto a este tipo de accionista podemos encontrar aquel que antepone la función deportiva de la entidad a la obtención de rendimientos económicos. El mayor ejemplo de este tipo de accionista lo encontramos en la institución de los Supporters' Trust que existe en la mitad de los equipos de la Premier League inglesa y en la mayoría de equipos de categoría inferiores. Los Supporters' Trust son asociaciones de aficionados y accionistas de clubes que reúnen sus acciones para lograr una mayor influencia en la gestión de los equipos.

Según los datos del informe «The State of the Game 2004», los Supporters' Trust controlaban el 4% del capital de la Premier League, el 5% de la First Division y el 13% de la Second Division. La presencia en el consejo de administración de este tipo de entidades es escasa ya que sólo se produce en dos equipos de la Premier League y uno de la First Division. Por el contrario abunda su presencia en los órganos gestores de categorías inferiores. La mayoría de esas instituciones están organizadas bajo la fórmula de mutualidad denominada Industrial and Provident Society (IPS) en la que los aficionados sindicaban sus acciones pero las decisiones son tomadas democráticamente. De esta manera cada miembro tiene un voto independientemente del número de acciones aportadas al trust. En el resto de entidades los aficionados sindicaban sus acciones y disponen de votos según su aportación. A pesar del número de entidades que eligen esta última fórmula es menor, hay que indicar que también son las de mayor tamaño.

El mayor Supporters' Trust que existió en el fútbol inglés fue el denominado Shareholders United, que no estaba organizado mutualmente sino como una Incorporated Company Limited y que llegó a representar el 15% del capital del Manchester United. La explicación de dicho crecimiento la encontramos en el movimiento que surgió por la oposición de accionistas minoritarios al intento de compra que sufrió el equipo por parte del grupo de empresas del magnate de la comunicación Rupert Murdoch.

A pesar de que la operación fracasó por la oposición de las autoridades de la competencia, el trust estableció un mecanismo de compra de acciones que hizo superar los tres mil trescientos miembros. Dicho mecanismo establecía dos niveles para la adquisición de acciones. El primero consistía en que el propio trust adquiría títulos de sus ingresos por cuota de entrada de cada miembro al trust y por la venta de diferente *merchandising* y productos asociados. Pero la parte más importante radicaba en el compromiso de compra de acciones por parte de los miembros del trust de una cantidad fija todos los meses, que podía oscilar de las diez a las quinientas libras. Esto suponía un importante crecimiento mensual de las acciones controladas por el trust que comprendían sus propias acciones y aquellas que le habían sido delegadas para el voto conjunto en la Junta de Accionistas del Manchester United.

Pero a pesar de su pujanza, la asociación no pudo impedir la irrupción de la familia norteamericana Glazer quien en 2005 se hizo con la mayoría del capital del equipo y propició su retirada de la cotización en el mercado londinense. Esta maniobra se realizó en contra del criterio de los peque-

ños accionistas y de muchos de los aficionados. La incorporación de varios miembros de la familia Glazer a la administración del club y el traspaso de la deuda generada por la compra de acciones al propio equipo son las principales críticas. En el caso de la asunción de la deuda puede incluso significar una losa para el futuro del club dado que los beneficios rondan los veinte millones de libras y los intereses de la deuda los ochenta.

Cuando el empresario norteamericano alcanzó el 76% del capital, lanzó una OPA de exclusión de cotización de la bolsa de Londres que dejaba a los accionistas minoritarios en una situación paupérrima para la defensa de sus intereses. En ese momento los accionistas minoritarios tomaron caminos distintos. Mientras una parte de ellos reformó el trust convirtiéndolo a la fórmula de mutualidad para crear un «Fondo Fénix» con el objetivo de recuperar el equipo en un futuro, otra parte ha preferido formar un equipo totalmente nuevo denominado «FC United of Manchester» también en forma de mutualidad. Para formar parte del nuevo equipo se debe realizar una donación superior a un mínimo pre-establecido y cada miembro tiene el derecho a un voto. Aunque este nuevo equipo no supone una amenaza actual al negocio del Manchester United, ya que milita nueve categorías por debajo, no puede pasar desapercibido el riesgo que supone la aparición de una nueva competencia surgida por el descontento tanto de ex-accionistas como de aficionados. Este grado de ruptura no se ha reproducido en ningún otro equipo inglés aunque sí ha servido de revulsivo para la potenciación de los Supporters' Trust en la liga inglesa como contrapeso a los intereses financieros de otros accionistas.

#### 4.2. El caso argentino.

El país sudamericano siguió su propio modelo a la hora de abordar la reforma del fútbol. Lejos del modelo europeo de transformar los clubes deportivos en sociedades anónimas, los argentinos han acuñado una denominación original a su reforma: el «gerenciamiento». Se trata de un cambio voluntario, simplemente se otorga una nueva alternativa a la gestión de los equipos. El «gerenciamiento» consiste en un contrato de franquicia entre un club deportivo y una sociedad anónima. La franquicia incluye la cesión del conjunto de derechos de propiedad del club como pueden ser las marcas, denominaciones, derecho a participar en competiciones, al uso de los estadios o aquellos relativos a la retransmisión de acontecimiento por televisión. El franquiciado explota todos los activos referidos a la competición deportiva, incluidos los derechos de transferencia de los deportistas profesionales, pero la propiedad sigue siendo del club.

La sociedad anónima pagará un canon de entrada y otro de carácter mensual durante el período de duración del contrato de franquicia. Todos los beneficios derivados de la explotación de los activos del club depararán en el franquiciado, es decir, en la sociedad anónima. La propia legislación nos indica los criterios que debe seguir el club a la hora de adjudicar el contrato de franquicia al referirse que se deben tener en cuenta los intereses de la acción social y deportiva del club deportivo. Esto resulta lógico ya que quien tiene que tomar la decisión sobre la elección de la sociedad anónima que se convierta en franquiciado van a ser los socios del club que buscan maximizar el rendimiento deportivo de la institución y elegirán a aquella empresa que les dé mayor confianza para alcanzar ese objetivo.

En este caso no nos encontramos con una dualidad en el accionariado del equipo de fútbol sino en su distribución en dos entidades. Aquellos inversores que busquen la maximización de beneficios participarán en la sociedad anónima franquiciada que será la que buscará rentabilizar su inversión. Por otra parte, aquellos interesados en buscar la maximización de los resultados deportivos se inscribirán en el club franquiciador para poder tener poder de decisión a la hora de elegir la empresa que ofrezca mayores garantías de cumplimiento o para sustituir a aquella franquiciada que no haya satisfecho sus aspiraciones.

Este tipo de contrato obliga a los gestores a conciliar los intereses de ambos grupos buscando un equilibrio entre el rendimiento económico y el deportivo. El modelo de franquicia hace recaer en la sociedad anónima toda la gestión de los activos deportivos. Los directivos de dicha sociedad deberán procurar obtener los mayores beneficios para satisfacer a sus accionistas que buscan rentabilizar los fondos comprometidos. Pero a la vez deben atender los deseos de los socios del club franquiciador aunque no sean los que les nombren ni les retribuyan. La razón fundamental es que en el caso de que no se busque maximizar los resultados deportivos de la entidad, los socios del club verán incumplido su objetivo y por tanto ante el vencimiento del contrato de franquicia elegirán otra sociedad anónima como franquiciada. Por tanto, si los directivos se centran en maximizar beneficios para satisfacer a sus accionistas desatendiendo los resultados deportivos, se encontrarán con la pérdida del contrato en la siguiente renovación. Habrán «matado a la gallina de oro». Por otra parte si se centran en buscar éxitos futbolísticos sin tener en cuenta la cuenta de pérdidas y ganancias serán despedidos por los accionistas insatisfechos de sus sociedades anónimas.

A pesar de las ventajas que presenta el modelo, su llevada a la práctica no está exenta de dificultades. Es el caso del equipo Quilmes Atlético Club que llegó a un acuerdo con la empresa Exxel para formalizar un contrato de franquicia por diez años. Ante unos determinados reveses deportivos y el importante monto de las inversiones comprometidas, la sociedad anónima decidió rescindir el contrato y la gestión retornó al club deportivo. Un caso diferente es el del equipo Racing Club de Avellaneda que tras ser intervenido judicialmente por suspensión de pagos alcanzó un acuerdo de franquicia con la empresa Blanquiceleste S.A. para la gestión de los activos a cambio de hacer frente a la deuda contraída por el club. De esta manera el club logró evitar su desaparición y continuar en funcionamiento.

### 4.3. El caso portugués.

En Portugal han desarrollado otro modelo diferente. La opción elegida para la reforma de la organización de los equipos de fútbol ha sido la creación de filiales mercantiles. En este caso el club deportivo actúa como *holding* al tener una participación relevante en la Sociedad Anónima Deportiva. La aportación del club al capital lo realiza en especie a través de sus activos. El resto del capital lo aportan inversores pasando la sociedad resultante a poder cotizar en el mercado de valores. Así el club deportivo tiene un papel equiparable al de los Supporters' Trust de carácter mutualista del fútbol inglés donde cada aficionado tiene un voto y donde no se busca la maximización de beneficios frente al resto de inversores que tienen otras prioridades. Pero mientras el caso inglés surgió espontánea-

mente, en Portugal viene limitado por la legislación que determina que el porcentaje máximo del capital de la sociedad anónima deportiva en manos del club deportivo no puede sobrepasar el 40%.

Esta reglamentación puede suponer una tara para los accionistas que deseen la maximización de los resultados deportivos al limitar su capacidad de influencia pero la misma normativa permite a los clubes constituir sociedades financieras para ampliar su porcentaje de participación accionarial. Por ejemplo, el Sporting de Lisboa creó una sociedad anónima deportiva donde el club poseía el 21,4% de las acciones. A su vez creó una sociedad tenedora de acciones donde el club era el accionista mayoritario, con un 80%, y dicha sociedad posee el 50% de la SAD. Por lo que el club controlaba realmente el 71,4% del capital de la SAD a través de participaciones directas e indirectas.

Al asegurarse el control de la sociedad por parte del club deportivo, se desincentivaba la aparición de inversores maximizadores de beneficios ya que las acciones que pudieran adquirir, a pesar de poseer todos los derechos políticos y económicos, no tendrían un peso real a la hora de decidir la gestión de la entidad. Esta posición minoritaria dejaría a los inversores en un papel similar al que tendrían con acciones sin voto.

Esta desventaja de los accionistas maximizadores de beneficios explica el escaso éxito bursátil de los dos equipos portugueses que cotizan en el mercado de valores. El desinterés inversor se constata comprobando que el *free-float* del Sporting de Lisboa no alcanza el 2,5% mientras el del Oporto apenas supera el 8%. Esto supone un impedimento para la atracción de nuevo capital al fútbol portugués ya que el cambio legislativo apenas ha supuesto una evolución real en el método de toma de decisiones de los equipos de fútbol. Como parte positiva, su incorporación al mercado de valores ha supuesto la introducción de criterios empresariales en la transparencia de la información financiera.

## 5. LA EFICIENCIA COMO HERRAMIENTA DE GESTIÓN

La eficiencia es uno de los temas más tratados por la literatura económica. El objetivo de averiguar si una empresa cumple adecuadamente con los objetivos planteados siempre ha sido un ejercicio necesario para evaluar la gestión o la coyuntura que atraviesa un sector. La comparación de diferentes medidas de eficiencia permite evaluar la actuación de la empresa frente al sector o comprobar las consecuencias sobre la eficiencia ante cambio de regulación o propiedad. Para lograr un determinado objetivo, *output*, la empresa se enfrenta a la restricción de unos recursos iniciales o *inputs*. ÁLVAREZ (2001) desglosa la eficiencia en tres parciales: «de escala» cuando está produciendo en una escala óptima, «asignativa» cuando combina los *inputs* en la proporción que minimiza su coste de producción y «técnica» cuando obtiene el máximo *output* posible con la combinación de *inputs* empleada.

### 5.1. Eficiencia productiva.

La eficiencia técnica muestra el grado de maestría de los gestores a la hora de manejar la función de producción de la empresa y por tanto su responsabilidad en la eficiencia total de la empresa

suele ser fundamental. Por esa razón, el estudio de la eficiencia técnica es muy habitual en casi todos los sectores económicos. También lo ha sido en el caso del deporte. Al existir una relación directa entre los resultados deportivos y los resultados económicos, la función de producción escogida suele considerar variables deportivas. ROTTENBERG (1956) introdujo la noción de función de producción deportiva para el caso del béisbol que fue secundado por otros estudios para el resto de deportes.

En general, los *inputs* suelen estar relacionados con las tácticas empleadas por los técnicos o las habilidades de los jugadores al centrarse en la actividad del equipo en la competición deportiva. Como el producto de los equipos es el espectáculo deportivo podríamos equiparar los estudios realizados con los que en otros sectores se hacen del sistema productivo. De esta manera el estudio realizado por ZAK *et al.* en 1979 sobre equipos de baloncesto utilizaba como *inputs* variables como tiros, rebotes, faltas personales o robo de balones y el resultado final como *output*. Se trataba de averiguar la relación entre el esfuerzo de los deportistas y el resultado deportivo. Un equipo era más eficiente cuanto menos esfuerzo requería para ganar un partido.

Esta misma medida de la eficiencia también podía ser utilizada para averiguar la eficiencia de un jugador individual como realizó MAZUR (1991) en el caso de los jugadores de béisbol. También se puede estimar la pericia del máximo gestor en el terreno deportivo: el entrenador. FIZEL y D'ITRI (1997) midieron la eficiencia del entrenador considerando como *input* el talento de la plantilla y el potencial del contrario mientras como *output* consideraba el porcentaje de partidos ganados. La facilidad para obtener datos para medir el desempeño de los gestores/entrenadores y los empleados/jugadores en el deporte es muy superior al de empresas de sectores tradicionales lo que ha facilitado numerosos estudios de eficiencia de los cuales podemos encontrar una amplia muestra detallada en ESPITIA y GARCÍA (2004).

Pero el resultado deportivo no ha sido el único considerado como *output*. De esta manera también se tiene en cuenta el número de espectadores que acuden al estadio o las ventas totales obtenidas por el equipo como en el caso del estudio realizado por HAAS (2003). La razón esgrimida para incluir el número de espectadores fue que la satisfacción de los seguidores no sólo dependía de los resultados del equipo sino también de la vistosidad del juego practicado.

Los estudios que miden la eficiencia técnica no tienen en cuenta el coste de los *inputs*. Por esa razón otros estudios han tenido en cuenta los costes en la función de producción de los resultados deportivos, pasando a la eficiencia asignativa. El principal coste es el derivado de los compromisos salariales con los jugadores y el entrenador. CLEMENT y McCORMICK (1989) encontraron una relación directa entre los costes salariales y el resultado deportivo. Además SZYMANSKI y KUYPERS (1999) vieron cómo se producía una relación positiva entre la posición de la tabla y los ingresos obtenidos. Por lo que la eficiencia en la parcela deportiva influye en un mejor funcionamiento en la sociedad en general.

Además de la existencia de la relación entre los resultados deportivos y los económicos, también se produce a la inversa. Del mismo modo que un eficaz rendimiento por parte de los jugadores en el terreno de juego producirá un incremento en los ingresos gracias a unas mayores ventas de *merchandising* o de entradas, también se debe reconocer que unos buenos resultados económicos

permiten una política de fichajes más ambiciosa que mejora los resultados deportivos. En la obtención de resultados económicos participan un mayor número de variables y el desempeño de gestores y empleados ajenos a la parte deportiva.

## 5.2. Eficiencia para evaluar a los administradores.

En el estudio de la eficiencia en el deporte ha tenido una mayor preponderancia el estudio de las características de la producción en la competición. Llama la atención la existencia de trabajos que evalúan el desempeño del entrenador o los jugadores y la escasa atención mostrada por el desempeño de los administradores. Esto puede explicarse porque en el caso norteamericano suele existir un único propietario que suele coincidir con la figura del administrador del equipo como apunta EINOLF (2004).

La evaluación de la gestión del departamento de producción es una parte importante para el control de la gestión de la empresa y da una información necesaria para la toma de decisiones. Una entidad que maneje su producción de forma eficiente podrá cumplir con las exigencias de los propietarios de forma más satisfactoria. Pero la eficiencia productiva no refleja que se maximice la utilidad de los propietarios de la sociedad sino que evalúa la gestión del departamento deportiva.

Para diagnosticar la habilidad de los gestores también podemos utilizar la herramienta de la eficiencia técnica, que trata de conocer el grado en el que una empresa obtiene el máximo *output* posible con la combinación de *inputs* empleada. Si cuando tratamos con la parte productiva, los *outputs* que consideramos son los productos que salen de la línea de fabricación mientras los *inputs* son las materias primas y suministros necesarios para el proceso, cuando evaluamos el desempeño de los responsables de la empresa las variables son otras.

De la misma manera que la eficiencia productiva nos permite averiguar la destreza de un futbolista o de un entrenador en el desempeño de su labor también lo podemos trasladar para conocer mejor la labor de los administradores. La función de producción es una «caja negra» donde la empresa coloca unos *inputs* o elementos a minimizar y logra unos *outputs* o elementos a maximizar. Si en el caso de los deportistas estamos hablando de los tiros que realizan o del dinero que cobran para lograr ganar competiciones deportivas, en el caso de los administradores también existen elementos a maximizar y a minimizar dependientes de su habilidad. Esto permite a los propietarios conocer si los administradores que han colocado al frente de su inversión son los más indicados para lograr sus fines. El futuro de los administradores dependerá de la voluntad de los accionistas por lo que su continuidad dependerá de los réditos obtenidos. En el caso del fútbol profesional hemos comprobado cómo los propietarios persiguen dos objetivos diferentes por lo que deberemos medir la eficiencia de los gestores en lograrlos.

La relación entre los directivos y los accionistas está marcada por una relación de principal-agente, por la existencia de información asimétrica entre ambos y la dificultad del principal de controlar el comportamiento del agente. Esto da como resultado un resultado subóptimo para el principal

y la aparición de rentas informativas para el agente. BOGEFLOT (2000) muestra que el uso de la medición de la eficiencia en la planificación de planes de producción permite un resultado óptimo al lograr costes eficientes y limitar las rentas informativas del agente. Al evaluar la habilidad de los gestores en cumplir los objetivos de los accionistas y poder compararlo con lo realizado por el resto del sector proveemos a los accionistas de una herramienta útil para lograr la confluencia entre la administración de la sociedad y sus intereses.

## 6. MODELO PARA LA EVALUACIÓN DE LAS SAD ESPAÑOLAS

### 6.1. Hipótesis.

Al existir accionistas con diferentes objetivos puede surgir el riesgo de que la gestión de la empresa se vea afectada. Cuando los propietarios de una empresa tienen un único objetivo común, todas las decisiones de los gestores de la sociedad deben encaminarse a lograrlo con lo que su control y evaluación puede ser sencillo. Cuando los propietarios tienen diversos objetivos surgen las dudas sobre si las decisiones de los gestores van encaminadas a lograr un objetivo u otro o incluso ninguno de ellos facilitando que sean los objetivos de los propios directivos los que se prioricen. La evaluación de su desempeño puede albergar dudas ya que cada grupo de accionistas querrá maximizar sus objetivos y por tanto los evaluará según sus preferencias.

En el caso que nos ocupa hemos podido comprobar en apartados anteriores cómo se han producido casos, especialmente en Inglaterra, de diferencias entre los accionistas que buscaban maximizar el rendimiento pecuniario de su inversión y aquellos que buscaban participar en unos mayores éxitos deportivos de sus equipos. Pero si hacemos una reflexión teórica podemos comprobar que en principio ambos objetivos deberían ser no sólo compatibles sino incluso convergentes. Los accionistas que buscan rentabilizar su inversión se ven beneficiados por los éxitos deportivos que obtenga el equipo ya que ellos supondrán unos mayores ingresos para el club bien por mayor asistencia al campo, por revalorización de los derechos de retransmisión televisiva, por mayores ventas en *merchandising*, por la participación en la rentable «Liga de Campeones» organizada por la UEFA o por la ampliación de la base de clientes. Por el contrario, los fracasos deportivos suponen una merma en las cuentas del equipo. Esa relación se ve atenuada por la inelasticidad que tenga la demanda ante los resultados deportivos, es decir, por la fidelidad que muestren los aficionados. A pesar de esto, la relación se produce en mayor o menor medida en todas las SAD.

Aquellos accionistas que buscan los mayores éxitos deportivos para su equipo querrán también que obtengan los mayores beneficios posibles que permitan su reinversión en factores de producción que ayuden a obtener éxitos deportivos como puede ser el fichaje de mejores jugadores o la adquisición de mejores instalaciones. Si la SAD obtuviese pérdidas, su situación patrimonial obligaría a un recorte de gastos y con ello una mayor dificultad a la hora de contar con los mejores factores de producción para alcanzar éxitos deportivos.

Se puede plantear que pueden existir diferencias entre ambos grupos de accionistas a la hora de repartir el beneficio económico producido en un determinado ejercicio. Los accionistas maximizadores del éxito deportivo desearán que se reinvierta en su totalidad para que refuerce el patrimonio de la sociedad para lograr mayores réditos en los terrenos de juego. Los accionistas maximizadores del beneficio económico pueden plantear la opción de reinvertir el resultado para aumentar el valor de sus títulos o recuperarlo en forma de dividendo.

En este caso existen varias alternativas. Por un lado aunque hablemos de dos grupos de accionistas con diferentes prioridades no significa que su utilidad sea única. De esta manera habrá accionistas maximizadores del resultado deportivo que tendrán en la obtención de una rentabilidad a sus fondos una prioridad secundaria. Así mismo también es lógico pensar que existirán accionistas maximizadores del beneficio económico que tendrán como una prioridad secundaria la participación en los éxitos deportivos del equipo.

A la vez pueden existir soluciones alternativas como pueden ser la reinversión de los dividendos obtenidos en nuevas acciones por parte de los accionistas maximizadores de los resultados deportivos y la venta de acciones para aquellos que maximizan los beneficios económicos. El modelo nos permitirá comprobar si los dos objetivos son compatibles y determinaría que combinación de los dos resultados provocaría un mejor aprovechamiento de los recursos con los que cuentan las sociedades. También nos permitirá comprobar el grado de consecución de dichos objetivos por parte de los equipos de fútbol españoles.

## 6.2. Metodología.

Para conocer la habilidad de los administradores en satisfacer la utilidad de los propietarios mediremos su eficiencia en obtener el máximo *output* posible con la combinación de *inputs* disponible. Habitualmente se utilizan ratios para evaluar la productividad alcanzada midiendo el número de unidades *output* producidas por cada unidad empleada de factor. La productividad y la eficiencia coincidirían en el caso de que los coeficientes de los *outputs* fueran fijos. En este caso, se necesita producir dos *outputs* diferentes pero desconocemos *a priori* la combinación más eficiente de *outputs* para lograr un mejor provecho de la cantidad de *input*.

FARRELL introdujo en 1957 la noción del estudio mediante fronteras definidas por la eficiencia relativa de unidades homogéneas denominadas «Decision Making Units» (DMU), en este caso son los equipos de fútbol, identificando cuál es «el mejor comportamiento» realizado por las DMU eficientes que definirá la frontera de buenas prácticas consistente en maximizar los objetivos de los accionistas (*outputs*) con unas dotaciones dadas de factores (*inputs*). El resto de equipos no situados en la frontera serán tanto más ineficientes cuanto más alejados estén de la frontera marcando esa distancia el aumento que deben aplicar a sus *outputs* con los *inputs* disponibles.

Para construir la frontera se puede establecer una función determinada *a priori* mediante modelos paramétricos o no presuponerla. En este último caso hablaríamos de un modelo no paramétrico

como el desarrollado por CHARNES *et alt.* (1978) denominado Análisis Envolvente de Datos (Data Envelopment Analysis, DEA) y con una serie de *inputs* relevantes y *outputs* deseables. La técnica DEA no predetermina una función con los pesos comunes para cada *output*, siendo precisamente esas ponderaciones individuales para cada *output* las que se calcularán mediante el modelo.

La frontera de eficiencia marcará la combinación de *outputs* para lograr los mejores valores de eficiencia. Una empresa puede mejorar su productividad a través del aprovechamiento de las economías de escala aunque sea técnicamente eficiente. Dado que el cambio de la escala de las operaciones de la SAD puede resultar difícil de alcanzar en el corto plazo, se ha escogido la técnica de rendimientos constantes a escala para las estimaciones de este trabajo. Podemos considerar factible que los equipos de fútbol tienen acceso a una tecnología común (tácticas, preparación física, sistemas de venta de entradas, capacidad de *merchandising*...), por lo que las diferencias en el nivel de eficiencia se podrán explicar por la habilidad en la gestión de los recursos. Para el presente modelo hemos elegido un enfoque hacia el *output*, es decir, buscamos la maximización de los objetivos de los accionistas. De todas maneras los resultados apenas variarían en caso de que hubiéramos optado por un enfoque hacia el *input*.

### 6.3. Muestra.

Para estudiar el caso español nos centraremos en los equipos de la Primera División por ser los de mayor tamaño y que mayores recursos y aficionados acaparan. En dicha categoría participan veinte equipos pero debemos descartar aquellos que siguen con estructura de club deportivo ya que en ellos no se produce la dualidad de objetivos de los accionistas al no tener capital social. Se trata de los casos del Athletic Club Bilbao, Club Atlético Osasuna, Fútbol Club Barcelona y Real Madrid Club de Fútbol.

Tampoco se incluyen los equipos que tuvieran unos fondos propios medios negativos al considerar que en esos casos los accionistas no estaban aportando ningún *input* que los administradores puedan gestionar. A pesar de que el estudio se basa en datos contables de carácter público que las sociedades están obligadas a inscribir en el Registro Mercantil, en algunos casos no lo han cumplido por lo que tampoco se incluyen. Por esa razón no se ha restringido la muestra a una única temporada y se ha incorporando los equipos que han militado en esa categoría durante tres temporadas diferentes: 2003/2002, 2002/2001 y 2001/2000.

### 6.4. Variables.

El modelo va a buscar a los equipos que mejor satisfagan a sus accionistas sabiendo los dos fines que se persiguen son los beneficios económicos y los éxitos deportivos. Ambos pueden estudiarse por separado mediante el uso de ratios para conocer la productividad que alcanzan los equipos con cada objetivo.

Tradicionalmente se ha utilizado el ratio de rentabilidad financiera para evaluar el desempeño de los gestores de la empresa en la retribución de los accionistas. De esta manera se estudia la generación de beneficios netos con relación a las cantidades invertidas por los inversores. El ratio no distingue si ese beneficio es distribuido directamente a los accionistas vía dividendo o si se incorpora a los fondos propios de la empresa incrementando el valor de los títulos. Se trata de un cálculo sencillo basado en datos contables basado en el desempeño de un ejercicio particular.

Al principio del ejercicio se considera que el accionista invierte la cantidad que ha desembolsado en su momento como capital más los beneficios no distribuidos. Esto supone varias consideraciones previas, como que el inversor puede decidir al principio de cada ejercicio recuperar su participación en los fondos propios o que la valoración a la que podrá desprenderse de sus acciones será el valor contable. La primera circunstancia sólo se daría en el caso de que la empresa cotizara en un mercado organizado lo que facilitaría la salida de inversores de su accionariado. Pero en ese caso la valoración no sería el reparto proporcional de los fondos propios entre las acciones emitidas sino el precio estipulado por la oferta y demanda de títulos presente en el mercado de valores. Dicho precio incorporaría otras variables como por ejemplo las previsiones de comportamiento futuro de la empresa o el grado de riesgo de la inversión. A pesar de estas limitaciones y dado que las SAD españolas no cotizan en el mercado de valores, podemos considerar al ratio de rentabilidad financiera como una buena señal informativa del rendimiento proporcionado por las SAD a sus accionistas.

El otro objetivo de muchos accionistas de las SAD es la obtención de buenos resultados deportivos, lo que la vetusta legislación británica definía como la búsqueda de *glory*. Los equipos españoles participan en varias competiciones siendo las principales la Liga, la Copa del Rey y las competiciones de la UEFA. La elección para el estudio de la competición liguera es porque participan en ella un grupo homogéneo de equipos y, además de su importancia intrínseca, tiene la relevancia añadida de que su clasificación establecerá los equipos que participarán a la temporada siguiente en la competición europea. Por dichos motivos, los accionistas tendrán un claro interés en que su equipo busque el mejor resultado posible en dicha competición.

De la misma manera que para evaluar la rentabilidad obtenida por los gestores comparamos el beneficio obtenido con el capital aportado, en este caso también deberemos comprobar cuánto capital aportado por los accionistas han necesitado los gestores para lograr un determinado rendimiento deportivo. Hay que resaltar que en el caso de los accionistas de la SAD que buscan la maximización del rendimiento deportivo no tienen ningún tipo de contraprestación como en el caso de los clientes. Los abonados reciben el derecho a asistir a los campos de fútbol para presenciar los encuentros a cambio del pago de la cuota o los compradores de camisetas y *merchandising* reciben determinados productos a cambio del precio abonado. El único rendimiento al capital que obtendrán los accionistas con el que han suscrito las acciones será el *profit*, dividendos, y la *glory*, la satisfacción de la obtención de éxitos deportivos por parte del equipo. Como hemos podido comprobar en los apartados anteriores, muchos de los accionistas que conforman el capital de los equipos de fútbol han realizado el desembolso dinerario para que sus colores alcancen los mayores éxitos deportivos.

Para lograr el objetivo de estos accionistas, los gestores partirán de un determinado capital aportado. Cuanto mayor sea el desembolso necesario, mayores serán las expectativas de obtención

del objetivo: el éxito deportivo. Por tanto, la gestión de la dirección de la SAD se puede evaluar comprobando el resultado deportivo obtenido con la cantidad de capital desembolsada por los accionistas. De esta manera podemos obtener un ratio similar al de rentabilidad financiera que nos determinará la satisfacción de los accionistas a la hora de ver cómo su inversión se ha materializado en un éxito deportivo que podríamos denominar rentabilidad deportiva. En este caso el resultado recogido ha sido la puntuación de cada equipo en la competición liguera de Primera División ya que es la principal competición futbolística de nuestro país, en la que participan los equipos más importantes durante toda la temporada y la que posibilita la participación en las competiciones europeas.

Si los dos objetivos se pueden verificar por separado mediante ratios, su estudio conjunto parte de las mismas variables. El *input* aportado por los accionistas se corresponde con los fondos propios medios de la sociedad. La dualidad de los objetivos se medirán por dos *outputs*, el beneficio neto buscado por los maximizadores de la rentabilidad financiera y los puntos obtenidos en la liga perseguido por aquellos que maximizan los éxitos deportivos.

En la **tabla 1** se detallan los valores que se han considerado en el modelo. Los datos contables han sido recogidos de las cuentas depositadas por los equipos en el Registro Mercantil para cada ejercicio y que coincide con la temporada deportiva. Los puntos obtenidos han sido recogidos de los datos proporcionados por Liga de Fútbol Profesional (LFP), asociación en la que se agrupan todos los equipos que disputan competiciones profesionales en nuestro país. Dicha asociación recoge en su anuario una completa información deportiva de todos los equipos que la componen pero escasos datos económicos, esta diferencia en la cantidad de información proporcionada facilita la investigación sobre cuestiones deportivas pero la dificulta cuando tratamos de un enfoque empresarial. En el caso de la rentabilidad deportiva se ha realizado un cambio de escala para facilitar la visión de los resultados.

Junto a los datos también se proporciona la media y la desviación estándar de los valores del modelo. Aquí ya podemos apreciar la enorme variabilidad en los fondos propios medios y el beneficio neto de la muestra escogida, a pesar de que la muestra es muy homogénea al tratarse de SAD que militan en la misma categoría e incluso mismos equipos en diferentes temporadas. Esa homogeneidad se ve reforzada por la no inclusión de los dos equipos con unas características más singulares, como son el Real Madrid y el F.C. Barcelona, al organizarse como clubes deportivos.

**Tabla 1.** Variables del modelo.

| SAD       | Temp.   | FPM        | PTO | BN         | RFIN  | RDEP |
|-----------|---------|------------|-----|------------|-------|------|
| Alavés    | 2003/02 | 14.551.717 | 35  | -5.060.451 | -35%  | 2%   |
| Betis     | 2003/02 | 31.733.025 | 54  | -192.194   | -1%   | 2%   |
| Celta     | 2003/02 | 6.649.419  | 61  | -3.031.514 | -46%  | 9%   |
| Deportivo | 2003/02 | 12.126.968 | 72  | 3.530.477  | 29%   | 6%   |
| Español   | 2003/02 | 1.774.702  | 43  | -3.227.546 | -182% | 24%  |

| SAD           | Temp.   | FPM        | PTO | BN          | RFIN  | RDEP |
|---------------|---------|------------|-----|-------------|-------|------|
| Recreativo    | 2003/02 | 9.755.024  | 36  | 278.254     | 3%    | 4%   |
| Málaga        | 2003/02 | 940.263    | 46  | -7.219.320  | -768% | 49%  |
| Mallorca      | 2003/02 | 3.843.567  | 52  | -15.224.045 | -396% | 14%  |
| Real Sociedad | 2003/02 | 2.918.690  | 76  | -22.151     | -1%   | 26%  |
| Sevilla       | 2003/02 | 28.002.316 | 50  | 1.257.079   | 4%    | 2%   |
| Valencia      | 2003/02 | 19.779.561 | 60  | -4.652.114  | -24%  | 3%   |
| Villareal     | 2003/02 | 705.871    | 45  | 3.925       | 1%    | 64%  |
| Alavés        | 2002/01 | 15.060.152 | 54  | 4.043.577   | 27%   | 4%   |
| Betis         | 2002/01 | 31.632.241 | 59  | 393.754     | 1%    | 2%   |
| Celta         | 2002/01 | 10.628.126 | 60  | -4.901.081  | -46%  | 6%   |
| Deportivo     | 2002/01 | 10.287.962 | 68  | 147.535     | 1%    | 7%   |
| Español       | 2002/01 | 3.698.586  | 47  | -620.223    | -17%  | 13%  |
| Mallorca      | 2002/01 | 7.501.284  | 43  | -2.141.431  | -29%  | 6%   |
| Real Sociedad | 2002/01 | 4.068.975  | 47  | -2.278.420  | -56%  | 12%  |
| Sevilla       | 2002/01 | 25.557.935 | 53  | -8.863.367  | -35%  | 2%   |
| Tenerife      | 2002/01 | 1.788.233  | 38  | 134.594     | 8%    | 21%  |
| Valencia      | 2002/01 | 20.704.794 | 75  | 2.801.648   | 14%   | 4%   |
| Villareal     | 2002/01 | 699.348    | 43  | 9.114       | 1%    | 61%  |
| Zaragoza      | 2002/01 | 11.481.216 | 37  | -1.604.666  | -14%  | 3%   |
| Alavés        | 2001/00 | 8.134.804  | 49  | 9.807.124   | 121%  | 6%   |
| Celta         | 2001/00 | 10.213.049 | 59  | 285.401     | 3%    | 6%   |
| Deportivo     | 2001/00 | 10.142.820 | 73  | 142.749     | 1%    | 7%   |
| Mallorca      | 2001/00 | 7.305.342  | 71  | 169.762     | 2%    | 10%  |
| R. Oviedo     | 2001/00 | 1.083.315  | 41  | -7.070.318  | -653% | 38%  |
| Racing        | 2001/00 | 3.545.286  | 39  | -2.640.329  | -74%  | 11%  |
| Rayo Valleca. | 2001/00 | 7.925.360  | 43  | -1.785.529  | -23%  | 5%   |
| Real Sociedad | 2001/00 | 5.207.034  | 43  | 2.302       | 0%    | 8%   |
| Valencia      | 2001/00 | 18.559.400 | 63  | 1.489.141   | 8%    | 3%   |
| Villareal     | 2001/00 | 690.984    | 57  | 6.389       | 1%    | 82%  |
| Zaragoza      | 2001/00 | 8.856.992  | 42  | 6.357.593   | 72%   | 5%   |

|               |  |            |    |            |      |      |
|---------------|--|------------|----|------------|------|------|
| Media         |  | 10.215.839 | 52 | -1.133.551 | -60% | 15%  |
| Desv. Estand. |  | 8.844.281  | 12 | 4.401.674  | 1,81 | 0,20 |

## 7. RESULTADOS DEL MODELO

El modelo nos proporciona los resultados que aparecen en la **tabla 2** y que nos servirán para analizar la actuación de los gestores en los equipos españoles.

**Tabla 2.** Resultados del modelo.

| SAD         | Temp.   | Rdo.   |
|-------------|---------|--------|
| Villareal   | 2001/00 | 100,00 |
| Villareal   | 2002/01 | 98,87  |
| Villareal   | 2003/02 | 97,86  |
| Málaga      | 2003/02 | 59,32  |
| R. Oviedo   | 2001/00 | 45,89  |
| Tenerife    | 2002/01 | 38,97  |
| R. Sociedad | 2003/02 | 31,56  |
| Español     | 2003/02 | 30,67  |
| Español     | 2002/01 | 17,91  |
| Mallorca    | 2003/02 | 16,40  |
| Racing      | 2001/00 | 16,11  |
| R. Sociedad | 2002/01 | 14,44  |
| Alavés      | 2001/00 | 13,96  |
| R. Sociedad | 2001/00 | 13,27  |
| Mallorca    | 2001/00 | 11,78  |
| Celta       | 2003/02 | 11,12  |
| Zaragoza    | 2001/00 | 11,05  |
| Deportivo   | 2003/02 | 8,61   |
| Deportivo   | 2002/01 | 8,01   |
| Mallorca    | 2002/01 | 7,91   |
| Rayo        | 2001/00 | 7,69   |
| Deportivo   | 2001/00 | 7,30   |
| Recreativo  | 2003/02 | 7,21   |
| Celta       | 2001/00 | 7,00   |
| Celta       | 2002/01 | 6,84   |
| Alavés      | 2002/01 | 5,80   |

| SAD      | Temp.   | Rdo. |
|----------|---------|------|
| Zaragoza | 2002/01 | 5,38 |
| Valencia | 2002/01 | 4,39 |
| Valencia | 2001/00 | 4,12 |
| Valencia | 2003/02 | 3,68 |
| Alavés   | 2003/02 | 3,17 |
| Sevilla  | 2003/02 | 2,67 |
| Sevilla  | 2002/01 | 2,51 |
| Betis    | 2002/01 | 2,26 |
| Betis    | 2003/02 | 2,15 |

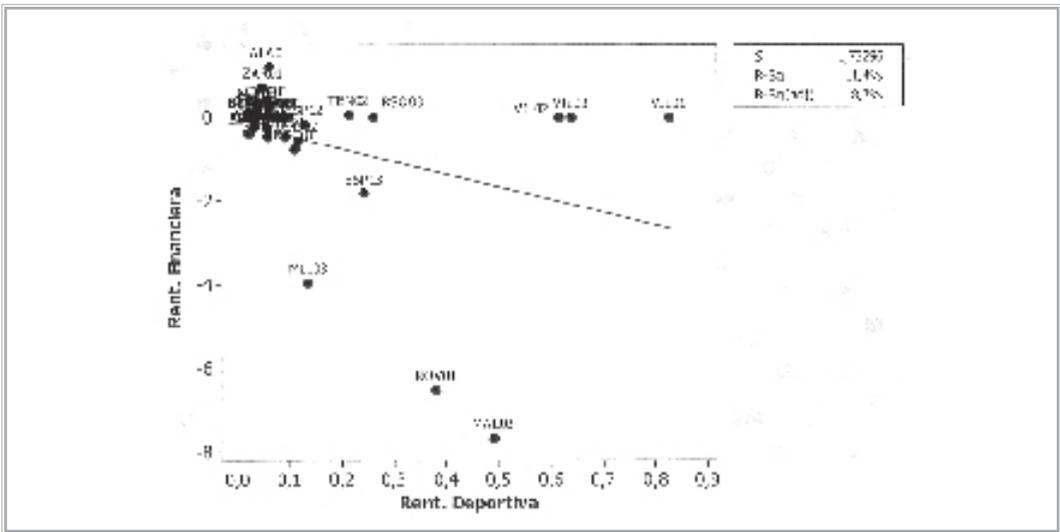
|            |  |    |
|------------|--|----|
| Media      |  | 21 |
| Desv. Est. |  | 28 |

### 7.1. Distribución de los resultados.

Una de las ventajas del método DEA es que no compara las eficiencias logradas por cada DMU con la media del sector sino con el compartiendo del mejor equipo. Esto introduce el concepto de «mejora potencial» al dar una herramienta a los propietarios para controlar a los administradores considerando que todas las SAD pueden alcanzar o acercarse a la eficiencia lograda por el mejor. Por los resultados del estudio podemos apreciar que existe una amplia capacidad de mejora en la gestión de los equipos españoles debido a las elevadas diferencias de resultados como muestra la baja media alcanzada y la elevada desviación típica.

Para facilitar la visión de los resultados del modelo se incorpora el **gráfico 1** donde se aprecian las rentabilidades financieras y deportivas de todos los equipos de la muestra. Se puede apreciar cómo la mayoría de equipos tienen una rentabilidad financiera y deportiva bastante similar. El número mayor de equipos alejados del grupo se produce en la rentabilidad deportiva, ocho, frente a los tres del caso de la rentabilidad financiera. Esta circunstancia hará que los equipos con mejor rentabilidad deportiva obtengan mayores cuotas de eficiencia ya que el modelo permite combinar el *output* de la mejor forma posible para su maximización. Podemos comprobar en el gráfico cómo un solo equipo logra mejorar ostensiblemente la rentabilidad financiera de la mayoría de observaciones y lo hace por un estrecho margen. Por el contrario, ocho equipos mejoran claramente la rentabilidad deportiva de la mayoría.

**Gráfico 1.** Relación entre rentabilidad financiera y rentabilidad deportiva.



Por el efecto sustitutivo, los equipos con mejor resultado deportivo verán sobreponderado ese *output*. Por el contrario aquellos equipos con mejor resultado económico verán sobreponderado ese otro *output* pero no apreciarán un aumento de eficiencia equiparable debido a que las diferencias entre aquellos que destacan en él sobre el resto son menores. Este efecto se traduce que aquellos equipos que al diferenciarse más en la rentabilidad deportiva tendrán una ventaja competitiva a la hora de acudir a la demanda de capitales al atraer en mayor medida a los accionistas maximizadores del resultado deportivo.

Podemos distinguir tres grupos entre aquellos equipos que han logrado mejores resultados en la medición de su eficiencia. Por una parte la máxima eficiencia ha sido obtenida por el Villareal en la temporada 2000/2001, pero ese mismo equipo ha obtenido dos valores muy cercanos en las otras dos temporadas. Se trata del equipo con el menor volumen de fondos propios medios de la muestra, lo que no le ha impedido obtener unos resultados deportivos que le han alejado del descenso e incluso alcanzar la séptima posición en la competición liguera. Además ha sido uno de los dos únicos equipos que ha logrado compatibilizar un beneficio neto positivo con la permanencia durante las tres temporadas en primera división. El otro equipo en lograrlo fue el Deportivo de La Coruña pero con una escasa rentabilidad deportiva.

En un segundo grupo nos encontramos dos casos con una rentabilidad deportiva muy elevada aunque con los peores resultados respecto a la rentabilidad financiera. Se trata del Málaga de la temporada 2002/2003 y del Real Oviedo de 2000/2001. Las abultadas pérdidas les han impedido alcanzar un nivel de eficiencia más cercano a la frontera marcada por el Villareal. A pesar de contar con un nivel de fondos propios muy inferior a la media del sector, alcanzaron un nivel deportivo aceptable con un Málaga en la decimotercera posición y un Oviedo que se quedó a un punto de la perma-

nencia. En este caso se puede considerar que cumplieron con las expectativas de sus accionistas maximizadores de resultados deportivos al lograr en el terreno de juego una puntuación muy superior a la que le hubiera correspondido atendiendo a sus fondos propios. Pero su nivel de ineficiencia es muy elevado atendiendo a los resultados obtenidos por el Villareal debido a su deficitaria rentabilidad financiera. Por último se encuentra un tercer grupo que ha compatibilizado una rentabilidad deportiva mejor que la media con una rentabilidad financiera próxima a la de la mayoría. Son el caso del Tenerife en la temporada 2001/2002 y los equipos Español y Real Sociedad en la temporada 2002/2003.

En las últimas posiciones del resultado del modelo nos encontramos con los dos equipos con mayor volumen de fondos propios, el Sevilla y el Betis. Ese mayor volumen no les ha reportado una puntuación y unos beneficios equivalentemente mayores a los del resto de equipos. Más concretamente, obtienen las rentabilidades deportivas más bajas de toda la muestra sin trasladar su superioridad en los fondos propios al terreno de juego. Esa desventaja no la logran minorar mediante una rentabilidad financiera suficientemente superior a la obtenida por el resto de los equipos con lo que no logran efectuar una sustitución de los *outputs*, es decir, tendrían complicado sustituir a sus accionistas maximizadores de resultados deportivos por otros accionistas maximizadores de resultados económicos.

La escasa rentabilidad deportiva y financiera obtenida también puede deberse a una sobrecapitalización si atendemos a sus elevados fondos propios. En este caso no se trata de una decisión de los gestores de los equipos sino de la administración pública que determinó en el momento de transformación en SAD el importe de capital mínimo diferente según cada equipo. De todas maneras, los equipos sevillanos no hacen otra cosa que cerrar una lista donde la mayoría de observaciones presentan unos resultados en el modelo muy reducidos.

## 7.2. Relaciones existentes entre variables.

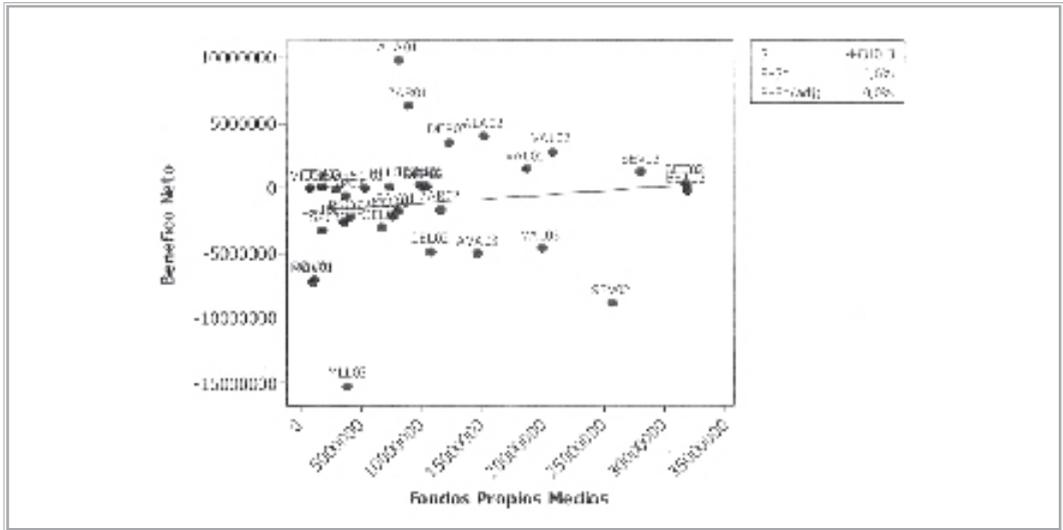
El **gráfico 1**, que nos ha ayudado a interpretar los resultados del modelo de eficiencia, muestra la inexistencia de una relación entre la rentabilidad financiera y deportiva. Se detecta una cierta concentración en unos resultados deportivos escasos y una rentabilidad financiera tendente al equilibrio. Sólo existen seis observaciones por debajo de la media de rentabilidad financiera mientras existen 27 que no alcanzan la media de rentabilidad deportiva. La explicación puede venir dado que aquellos equipos que obtienen una rentabilidad deportiva elevada es gracias a unos fondos propios reducidos, lo que supone un riesgo en el caso de pérdidas económicas ya que pondría a la SAD en dificultades para su supervivencia.

Éste sería el caso del Real Oviedo de la temporada 2000/2001 que obtuvo un ratio elevado a costa de unos reducidos fondos propios. Esa rentabilidad deportiva no evitó el descenso del equipo a la Segunda División y coincidió con unas elevadas pérdidas contables, lo que situó a la SAD en una situación delicada que supondría que años más tarde entrara en situación de suspensión de pagos. Unos fondos propios elevados suponen una menor rentabilidad deportiva pero también un mayor «colchón» para absorber posibles pérdidas futuros sin poner en peligro la continuidad del equipo. Esta sobrecapitalización puede venir derivada de la dificultad de atraer nuevos capitales para que inviertan en el sector.

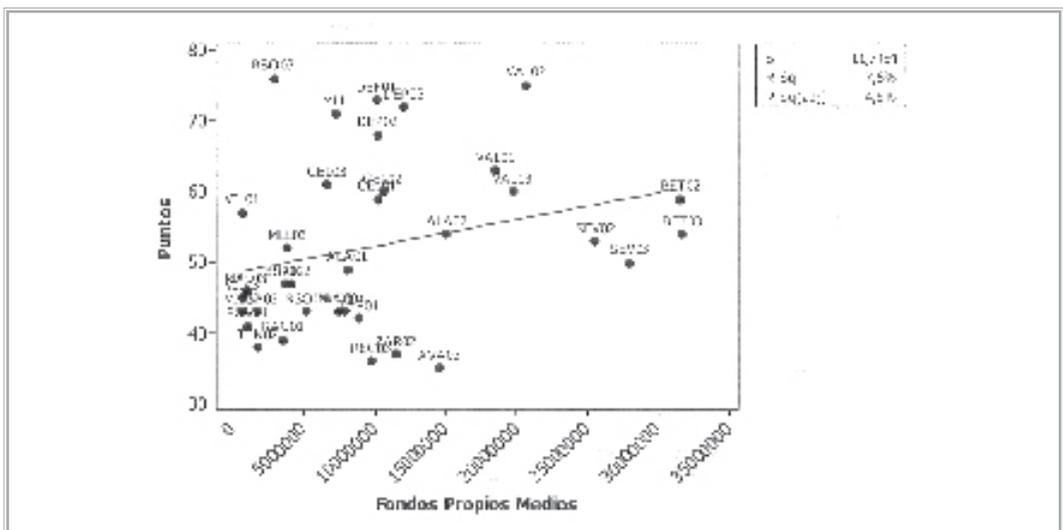


caso de los beneficios, parece ser la gestión de los directivos lo que vaya a determinar los resultados económicos y deportivos, y no la cuantía el dinero desembolsado por los accionistas.

**Gráfico 3.** Relación entre beneficio neto y fondos propios medios.



**Gráfico 4.** Relación entre puntos obtenidos y fondos propios medios.



### 7.3. Compatibilidad de los objetivos y control de la gestión.

El presente estudio sobre el sector del fútbol español ha detectado importantes diferencias a la hora de satisfacer la utilidad de los propietarios de los equipos. El modelo DEA permite realizar comparaciones con la mejor actuación posible que muestra que la mayor eficiencia en maximizar las expectativas de los propietarios es el Villareal, que lo hace durante las tres temporadas. Esto puede dar una señal de que una correcta gestión en una determinada temporada facilita el mantenimiento de ese éxito en el tiempo. Dicha eficiencia la ha logrado con una elevada rentabilidad deportiva y una rentabilidad financiera superior a la media del sector.

Los intereses de los accionistas maximizadores de la rentabilidad financiera, los que se preocupan del «bolsillo», ni son ni dejan de ser compatibles con los de aquellos que buscan los éxitos deportivos, el «corazón», si atendemos a los datos del sector. Pero si nos detenemos en el mejor comportamiento, el del equipo que ha logrado mayor eficiencia, vemos que sí puede ser compatible, es más, vemos que es deseable que sean compatibles para poder sostener ambos objetivos en el tiempo. Si en vez de un estudio de eficiencia mediante DEA que nos proporciona la mejor combinación de *outputs* para el mejor aprovechamiento de los *inputs* hubiéramos simplemente hallado la media de la rentabilidad deportiva y la financiera nos encontraríamos con la sorpresa de que el Villareal durante las tres temporadas también acapararía las primeras posiciones compartido con otros dos resultados que han obtenido una eficiencia modesta. Es decir, que tanto considerando la mejor combinación posible de *outputs* como simplemente ponderando en igual medida cada *output*, la gestión del Villareal sale triunfante. El equipo castellonense ha logrado la más alta eficiencia y la ha mantenida en el tiempo atendiendo los objetivos de los dos tipos de accionistas.

La principal explicación para los buenos resultados económicos no parece ser lo ocurrido en los terrenos de juego ni al volumen de fondos propios. Los éxitos deportivos tampoco se muestran relacionados con los beneficios obtenidos ni el importe de los recursos comprometidos por los accionistas. La habilidad de los gestores se perfila como el componente decisivo para el éxito deportivo y financiero así como para la compatibilidad de ambos objetivos. Los datos del Villareal muestran que sí es posible alcanzarlo, aunque la mayoría de equipos no lo logren.

En un mercado competitivo no se podrían replicar estas elevadas diferencias en la eficiencia mostrada por los administradores de las sociedades. Los accionistas abandonarían los equipos menos eficientes dirigiéndose a aquellos que les reportarán más satisfacciones. Si los equipos cotizaran en bolsa, el valor de los títulos del Villareal experimentaría un importante incremento en su precio. Esta subida haría que la rentabilidad obtenida por los nuevos accionistas que han desembolsado un importe mayor para ser copropietarios sería mermada respecto a aquellos que abonaron su valor nominal. Ese incremento en el precio de los títulos de los equipos más eficientes, junto al descenso en el de aquellos menos eficientes, haría igualar la rentabilidad obtenida por los inversores en uno o en otro equipo.

Pero el fútbol no es un mercado competitivo por la existencia del *fan equity* o «valor de la fidelidad» descrito por SALOMON BROTHERS (1997, pág. 9) como la valoración de la lealtad irracional

de sus aficionados y, por extensión, de sus accionistas maximizadores de los resultados deportivos. Aquellos aficionados del Betis no adquirirán títulos del Villareal porque éste le vaya a reportar mayores éxitos deportivos respecto al capital aportado. Esto explica la permanencia de los diferentes resultados en la gestión a lo largo de las temporadas. Pero no podemos olvidar que se trata de un efecto a corto plazo. La permanencia de diversas satisfacciones de los accionistas terminará afectando a las posibilidades de captar fondos propios de los equipos. De esta manera ante la necesidad de captar nuevos capitales para emprender proyectos, al Villareal le resultará más sencillo encontrar aficionados dispuestos a desembolsar capital ya que preverán que con ello aumentarán los éxitos deportivos y por tanto su satisfacción. Por el contrario los equipos con una baja eficiencia pueden encontrar dificultad en encontrar aficionados que suscriban nuevas participaciones al comprobar la escasa contraprestación obtenida de las anteriores emisiones.

Los inversores que buscan rentabilizar sus fondos no se ven afectados por el *fan equity* pero están desincentivados a participar en el capital ya que no pueden movilizarlos según la evolución de la gestión al no cotizar las SAD en el mercado de valores. Cuando hablamos de dos tipos de objetivos en los accionistas no sólo hablamos de dos grupos independientes cada uno con sus prioridades. También hablamos de accionistas que comparten mayor o menor medida los dos objetivos a la vez. De esta manera puede haber aficionados que deseen los mayores éxitos deportivos para su equipo pero desean obtener una determinada rentabilidad para el dinero invertido. Esos accionistas pueden no estar dispuestos a obtener elevadas rentabilidades deportivas a costa de elevadas pérdidas que provoquen la pérdida de las cantidades invertidas. A su vez pueden existir inversores dispuestos a obtener una rentabilidad financiera por debajo de lo que podrían obtener en el mercado a cambio de participar en los éxitos deportivos de su equipo.

Un mayor *fan equity* supondrá que la SAD poseerá unos accionistas más inelásticos a variaciones en las rentabilidades financieras y deportivas. Esto no significa que en el largo plazo esos accionistas no abandonen el club debido al cansancio provocado por los fracasos derivados de la gestión de la SAD. A pesar de que el importe del *fan equity* es mayor en unos equipos que en otros, ninguno se encuentra inmune a la desazón de sus aficionados ante derrotas en las competiciones con sus derivados descensos de categoría o a la imposibilidad de captar nuevos fondos ante repetidas pérdidas económicas.

La exigencia de la gestión de las SAD se sitúa por tanto en el largo plazo lo que puede explicar la variabilidad en la eficiencia. Si los equipos cotizaran en el mercado de valores se podría reflejar en la cotización la habilidad de los administradores sin tener que esperar al momento que se precisen nuevos fondos al mercado primario de capitales para conocer la evaluación de la gestión por parte de los inversores. El control sobre los administradores que supone la cotización diaria ayudaría a impedir que se produzcan diferencias tan notables en la eficiencia lograda por los equipos estudiados. Además ayudaría a la incorporación de inversores maximizadores de rentabilidad financiera, que como hemos apreciado supondrá una mayor exigencia sobre los gestores en ese aspecto, con lo que en el largo plazo la utilidad de todos los propietarios se verá incrementada.

La admisión en el mercado de valores no hará desaparecer las diferencias en la eficiencia que siempre tendrán la distorsión del tamaño del *fan equity*. A pesar de que la actividad productiva de los

equipos de fútbol se produce con amplia publicidad todos los fines de semana, su resultado no tiene por qué trasladarse inmediatamente a la cotización como muestra XIMÉNEZ (2002) al estudiar cómo varía la sensibilidad del precio a las victorias y derrotas el lunes siguiente. Esa sensibilidad dependerá del *fan equity* pero sobre todo de la evolución en el largo plazo de los resultados deportivos y en el medio plazo de los datos financieros.

Si prescindimos de medidas legislativas como las aplicadas en Argentina, la cotización de los equipos de fútbol puede suponer un incremento en el control sobre la gestión de los administradores que junto al establecimiento de medidas de buen gobierno corporativo pueden reducir los problemas de agencia con los administradores. Para lograr el traslado a la gestión de los objetivos de los accionistas sin repetir los problemas acaecidos en el fútbol inglés sería necesario una mayor transparencia de la información financiera, una composición del consejo de administración que recoja las diferentes prioridades de los accionistas, la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios y una utilización de los modelos de eficiencia para el establecimiento de objetivos sobre los resultados futuros.

Algunas de esas medidas pueden ser de aplicación en empresas de otros sectores que también se encuentren en la situación de tener accionistas que persigan diferentes objetivos de su inversión. En esos casos también se pueden producir fricciones entre los propietarios como ha ocurrido en el caso de equipos de fútbol según se ha expuesto en apartados anteriores. Para evitarlas y lograr una gestión eficiente de los administradores, estas conclusiones ayudarían a una maximización de la utilidad obtenida por todos los accionistas.

## 8. CONCLUSIONES

El presente trabajo es consecuencia de la espectacular evolución que ha sufrido el deporte del balompié en nuestro país hasta su profesionalización y transformación en sociedades anónimas deportivas. Este proceso ha asemejado la estructura deportiva del viejo continente con la existente en Norteamérica y ha llevado incluso a la cotización en bolsa de equipos de fútbol.

Esta transformación ha supuesto un gran reto en la gestión de los equipos que tienen que adaptarse a atender a accionistas y no a socios. Los equipos de fútbol pasan a desarrollar su labor como cualquier otra empresa. Aunque más bien como un caso particular al enfrentarse ante la necesidad de cumplir varios objetivos. No es un caso único, existen numerosas empresas en las que los gestores se enfrentan al reto de tener que satisfacer a accionistas con diversos objetivos. Incluso existen empresas que tienen recogida en su figura jurídica la distinción entre diferentes tipos de accionistas cada cual con objetivos propios.

En el caso del fútbol profesional, los administradores tienen que satisfacer la utilidad de unos accionistas que adquieren títulos para que el equipo logre éxitos deportivos mientras otros lo harán con objeto de obtener una rentabilidad a su inversión. La legislación española no contempla esta

dualidad de objetivos pero sí la inglesa desde tiempos victorianos. Pero dicha reglamentación no ha evitado roces entre accionistas de un mismo equipo que buscaban priorizar un fin en vez de otro. Otros países han optado por soluciones legislativas alternativas para dar acomodo a los dos objetivos.

Los estudios de eficiencia en el mundo del deporte se han venido centrando generalmente en la faceta productiva ligada al rendimiento obtenido en el terreno de juego. Pero la eficiencia también puede ser una herramienta adecuada para evaluar la destreza de los administradores de los equipos de fútbol en la tarea de maximizar la utilidad de sus accionistas. Por esta razón se ha planteado un modelo para evaluar la pericia de los gestores de los equipos españoles que militan en la Primera División, comprobar si los dos objetivos son compatibles y sacar conclusiones que mejoren el funcionamiento del sector.

Los resultados obtenidos muestran que los equipos tienen una amplia capacidad de mejora en la satisfacción de sus accionistas si atendemos a las diferencias obtenidas con el mejor comportamiento posible. Resulta preocupante que ni los resultados deportivos ni los económicos estén en concordancia con los fondos aportados por los propietarios ya que puede desincentivar nuevas aportaciones de capital. En los resultados globales del sector parece que preocuparse del «bolsillo», la rentabilidad financiera, ni es incompatible ni deja de serlo con atender al «corazón», a los resultados deportivos. Simplemente no están relacionados. Pero si atendemos a la labor realizada por el equipo que marca la máxima eficiencia, no sólo son dos objetivos compatibles sino que resulta preferible no desatender ninguno de los dos para mantener los buenos resultados a lo largo del tiempo.

Si bien estos resultados y este estudio se centran en el sector del fútbol profesional, no puede pasar inadvertido que también puede resultar de interés a la hora de enfocar la gestión de otras empresas, que como las sociedades anónimas deportivas, persiguen diversos objetivos. Completando la cita de STEINBRENNER que encabeza el texto, no sólo es recomendable aplicar las enseñanzas de otros negocios en el sector del deporte profesional sino que éste también puede realizar aportaciones relevantes de utilidad para la gestión de empresas que se enfrentan al reto de unos accionistas que persiguen fines dispares.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, A. (director) [2001]: *La medición de la eficiencia y la productividad*. Ediciones Pirámide, Madrid.
- BOGEFLOT, P. [2000]: «DEA and Activity Planning under Asymmetric Information». *Journal of Productivity*, 13, págs. 7-49.
- CHARNES, A.; COOPER, W.W. y RHODES, E. [1978]: «Measuring the Efficiency of Decision Making Units», *European Journal of Operational Research*, n.º 2, págs. 429-444.
- CLAKSON, M. [1995]: «A Stockholder Framework for Analyzing and Evaluation Corporate Social Performance», *Academy of Management Review*, 20, págs. 92-117.

- CLEMENT, R. y McCORMICK, R. [1989]: «Coaching team production», *Economic Inquiry*, 27, págs. 287-304.
- CUETO, I. [1998]: «El mercado español ya sabe de fútbol», *Revista de la Bolsa de Madrid*, n.º 68, Julio, págs. 34-40.
- CUETO, I. y SÁNCHEZ, M.J. [1999]: «Fútbol y bolsa se dan cita en Madrid», *Revista de la Bolsa de Madrid*, n.º 81, Octubre, págs. 22-28.
- EINOLF, K.W. [2004]: «Is Winning Everything?», *Journal of Sports Economics*, vol. 5, n.º 2, May, págs. 127-151.
- ESPITIA, M. y GARCÍA, L. [2004]: «Measuring the Efficiency of Spanish First-Division Soccer Teams», *Journal of Sport Economics*, vol. 11 n.º 4, November, págs. 329-346.
- FARRELL, M.J. [1957]: «The Measurement of productivity efficiency», *Journal of the Royal Statistical Society*, vol. 120, págs. 253-281.
- FIZIL, J.L. y D'ITRI, M.P. [1997]: «Managerial efficiency, managerial success and organizational performance», *Managerial and Decision Economics*, June, 18 (4), págs. 295-308.
- FREEMAN, R.E. [1984]: *Strategic Management: A stakeholders approach*, Pitman/Ballinger/Harper Collins, Boston.
- GARCÍA-CESTONA, M.A. y SURROCA, J. [2002]: «Eficiencia de las Organizaciones Orientadas a los Interesados: Las Cajas de Ahorro Españolas», Comunicación en el *X Foro de Finanzas de AEFIN*, Sevilla.
- GASCÓN, F. y SÁNCHEZ, L.C. [2005]: «Productivity of Mutual Guarantee Societies in Spain», Comunicación presentada en el *XIII Foro de Finanzas AEFIN*, Madrid.
- HAAS, D.J. [2003]: «Technical Efficiency in the Major League Soccer», *Journal of Sports Economics*, vol. 4, n.º 3, Agosto, págs. 203-215.
- HERNÁNDEZ, P.; ARGIMÓN, I. y GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. [2001]: «¿Afecta la titularidad pública a la eficiencia empresarial?», *Documento de Trabajo*, 19, Servicio de Estudios del Banco de España.
- HOEHN, T. y SZYMANSKI, S. [1999]: «The Americanisation of European Football», *Economic Policy*, 28, April, págs. 205-240.
- HOLMSTROM, B. y MILGROM, P. [1991]: «Multitask Principal-Agent Analysis: Incentive Contracts, Assets Ownership and Design», *Journal of Law, Economics and Organization*, 7, págs. 24-51.
- JENSEN, M.C. [2002]: «Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function», *Business Ethics Quarterly*, vol. 12, n.º 2, April, págs. 235-264.
- KEARNS, K., C. PARK y L. YANKOSKI [2005]: «Comparing Faith-Based and Secular Community Service Corporations in Pittsburgh and Allegheny County, Pennsylvania», *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, June 1, 34 (2), págs. 206-231.
- MAZUR, M.J. [1994]: «Evaluating the relative efficiency of baseball players» en A. CHARNES, W. W. COOPER, A. Y. LEWIN y L.M. SEIFORD (Eds.) *Data Envelopment Analysis: Theory, methodology and application*, págs. 369-391, Kluwe Academic Publishers, Boston.
- MELLE, M. y MAROTO, J.A. [1999]: «Una Aplicación del Gobierno de las Empresas: Incidencias de las Administraciones Públicas en las Decisiones Asignativas de las Cajas de Ahorro Españolas», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 8, págs. 9-40.
- QUIRK, J. y FORT, R. [1992]: *Pay Dirt: The Business of Professional Team Sports*. Princeton University Press, NJ.
- ROTTENBERG, S. [1956]: «The baseball player's labour market», *Journal of Political Economy*, 64, págs. 242-258.

- SALOMON BROTHERS [1997]: «UK Football Clubs: valuable assets?», *Global Equity Research: Leisure*, November, London.
- SÁNCHEZ, L.C. [2005]: «Cajas de ahorro: el poder del lado oscuro», *AECA Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 71, págs. 24-27.
- SLOANE, P. [1971]: «The Economics of Professional Football: The Football club as a Utility Maximizer», *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 17, n.º 2, págs. 121-145.
- SZYMANSKY, S. y KUYPERS, T. [1999]: *Winner and Losers: The Business Strategy of Football*, Penguin, Harmondsworth.
- TIROLE, J. [2001]: «Corporate Governance», *Econometrica*, 69, págs. 1-35.
- VV.AA. [2001]: *Memoria 2000-2001*, Liga de Fútbol Profesional, Madrid.
- [2002]: *Memoria 2001-2002*, Liga de Fútbol Profesional, Madrid.
  - [2003]: *Memoria 2002-2003*, Liga de Fútbol Profesional, Madrid.
  - [2004]: «The State of the Game. The Corporate Governance of Football Clubs 2004». *Research Paper*, n.º 3. Football Governance Research Centre of Birkbeck University of London.
  - [2004]: *Impacto del Fútbol Profesional en la economía española*, Liga de Fútbol Profesional, Madrid.
  - [2005]: «The State of the Game. The Corporate Governance of Football Clubs 2005», *Research Paper*, n.º 3, Football Governance Research Centre Birkbeck of University of London.
- XIMÉNEZ SANDOVAL, J.L. [2002]: «El fútbol en el Mercado de valores», *Revista de la Bolsa de Madrid*, n.º 111, Julio, págs. 58-62.
- ZAK, T.A.; HUANG, C.J. y SIEGFRIED, J.J. [1979]: «Production efficiency: The case of professional basketball», *Journal of Business*, 52 (3), págs. 379-392.