



VALUACION DE EMPRESAS



BOCA JUNIORS

VS.



RIVER PLATE

¿Cuanto valen?

Maestría en Dirección de Empresas
TRABAJO FINAL

Marcelo Traversaro

Profesor : Jose P. Dapena Fernández

Noviembre de 2001

Presentación del tema

Los estatutos del Club Atlético Boca Juniors Asociación Civil y del Club Atlético River Plate Asociación Civil establecen un mismo objeto social, que consiste en “promover el bienestar y propulsar el desarrollo integral de sus asociados”. La Asociación Civil es una figura societaria que se caracteriza por no poseer fin de lucro. En la Argentina esta figura societaria está presente en casi la totalidad de los clubes de fútbol de primera división.

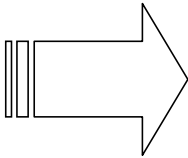
Esto podría poner en tela de juicio la aplicación de criterios tradicionales de valuación de empresas a este tipo de asociaciones. ¿Pueden medirse con la misma vara una empresa que busca lucrar con sus actividades y una asociación que solo busca el bienestar de sus miembros?

Algunos irían mucho más lejos con la pregunta: ¿Puede valuarse un sentimiento? ¿Puede ponerse precio a la emoción?. Muchos creen que el fútbol posee una mística que solo entiende a bohemios y sentimentales, a vocacionales y amateurs que rinden culto al deporte – juego – pasión. Son ellos quienes creen que desviarse del enfoque amateur con el que se ha desarrollado y se desarrolla la vida de estas centenarias instituciones es poco menos que destruir el sentimiento de millones de personas, es despertar la ira de un dios fiel que reparte alegrías y tristezas en distintas justas deportivas, el Dios Fútbol, con la consiguiente amenaza de extinción de un deporte maravilloso.

Existe otro punto de vista. Es aquel que entiende que estas instituciones, lo quieran o no, generan ingresos y soportan gastos, ergo, producen superávits o déficits. Estas instituciones poseen créditos, deudas, manejan dinero, administran recursos y bienes, asumen obligaciones que deben cumplir. En síntesis, están sujetas, lo quieran o no, a la necesidad de buenas administraciones y decisiones estratégicamente correctas para poder sobrevivir y en el mejor de los casos, crecer.

Quien considera al fútbol como una actividad que requiere un manejo profesional sabe que la emoción, la pasión y el sentimiento de millones de personas son necesarios para mantenerse con vida, pero no son suficientes para lograr crecer o sobrevivir.

En los últimos 15 años, el fútbol inglés experimentó una gran transformación, descripta en el siguiente cuadro ⁱ :

Situación hacia fines de 1980	Fútbol inglés	Situación actual
<ul style="list-style-type: none"> - Estadios vacíos - Estadios dominados por violentos, llamados Hooligans. - Ingresos provenientes de la televisión poco significativos considerando el potencial - Clubes con management débil y mucha desorganización. - Manchester United vendido en apenas 18 millones de dólares. - Tottenham Hotspur se transforma en el primer club en cotizar en el mercado de valores 		<ul style="list-style-type: none"> - Estadios con una ocupación promedio superior al 90 %. - Excepcional mejora en lo referido al comportamiento del espectador. - Derechos de televisión, vendidos en 1200 millones de dólares (periodo 1997 - 2001) - Clubes con management transparente direccionado a la obtención de valor para el accionista. - Oferta de 1000 millones de dólares por el Manchester United, bloqueadas por leyes regulatorias. - Un total de 15 clubes cotizan en el mercado de valores de Londres

Este cambio se logró, básicamente, a partir de una organización y operación de clubes británicos con base en preceptos y reglas empresariales, con management profesional que maneja estas instituciones como lo que efectivamente son: empresas que forman parte de una industria creciente a nivel mundial.

De acuerdo a este enfoque, las asociaciones civiles que constituyen los clubes de fútbol, particularmente los más importantes de Argentina, como sin duda lo son Boca Juniors y River Plate, pueden ser tratadas como empresas y entonces, la posición que aboga por la no aplicabilidad de criterios tradicionales de valuación de empresas a este tipo de asociaciones no encuentra sustento.

Quiero volver sobre el cuadro anterior y marcar el siguiente detalle: aquello que caracterizaba al fútbol inglés y sus instituciones hace 15 años es lo mismo que caracteriza al fútbol argentino y sus instituciones en la actualidad. Existe la posibilidad, entonces, de que en Inglaterra pueda observarse en la actualidad el futuro que espera al fútbol argentino. Un futuro posible, en la medida en que se practiquen los ajustes de procedimiento necesarios, dictados a partir del sentido común empresarial, que considere a la hora de tomar decisiones, las reglas básicas del funcionamiento económico y financiero de un ente.

El propósito de este trabajo es, entonces, servir de punto de partida para visualizar la realidad actual y el futuro probable del fútbol argentino a través de un enfoque empresarial para entender esta actividad. Para ello, daré vida a un match virtual entre Boca Juniors y River Plate, que ganará aquel que resulte ser la empresa **más valiosa** luego que se hayan aplicado los criterios tradicionales de valuación de empresas.

En este match las reglas serán las impuestas por la aplicación objetiva de los distintos métodos de valuación de empresas existentes. Los mejores jugadores que expondrán cada una de las escuadras serán sus recursos, sus oportunidades, sus ventajas. La defensas buscarán evitar ser vulneradas por las erogaciones, los riesgos y las debilidades. Quizás encuentren un arma letal en el ejercicio de alguna opción. Quien lo sabe, nadie puede pronosticar un resultado. Como árbitros han aceptado intervenir personalidades de la talla de Damodaran, Copeland, Keenan y varios otros, todos de probada y límpida trayectoria.

Que gane el mejor.

Primer tiempo: Valuación relativa - método de los comparables

Al igual que en el fútbol, el comienzo es básicamente intuitivo. Cuando queremos establecer el valor de algo, nuestra intuición nos lleva a comparar ese algo con otras cosas similares y en base a esa comparación, determinar cuanto vale. La intuición puede transformarse en método y utilizarse para determinar cual de las dos instituciones bajo análisis obtiene la primera ventaja.

El método de los comparables intenta establecer una valuación relativa de un activo, a través de mirar el precio de un activo comparable, con relación a una variable en común, (p.e. ganancias).

Esta definición nos da cuatro elementos a considerar para aplicar el método, a saber:

a) Activo

Es necesario definir con precisión el activo a valorar. Tanto Boca Jrs. como River Plate son clubes con actividades diversas tales como deportes profesionales y amateurs, actividades culturales y de educación. Actividades diversas implican diferentes posibilidades de desarrollo, distintas realidades económicas, productos, riesgos, necesidad de estructura, etc. La actividad que sostiene el andamiaje de estas instituciones es el fútbol. Es la razón de ser económica y la gran fuente de posible rentabilidad. Por tanto, la valuación objeto del presente análisis será la correspondiente a la unidad de negocios fútbol. En el Anexo 1 se expone el estado de resultados de ambas instituciones correspondientes a los últimos cuatro ejercicios fiscales, con diferenciación de dos unidades básicas de negocio: fútbol y resto.

b) Precio

La comparabilidad se desarrolla a partir de un valor de mercado. Es necesario contar con un precio. Ni Boca Jrs. ni River Plate cotizan en mercados de valores, no existe un precio de mercado para ellos, lo cual justifica valorar por método de comparables.

Es imprescindible que algún activo comparable posea valor de mercado. He aquí una dificultad en la aplicación del método, ya que ningún club de fútbol, ninguna institución deportiva cotiza en el mercado de valores de Argentina. La única experiencia cercana es la cotización existente de un fondo común de inversión creado por el Club Atlético Boca Juniors, pero no constituye un activo comparable, tal como puede inferirse del análisis realizado en el Anexo 2.

La inexistencia de activos comparables en el mercado argentino es un problema subsanable. Será necesario encontrar activos comparables en otro mercado.

Muchos clubes de la Premier League de Inglaterra cotizan en el mercado de valores de Londres. Varios clubes de la primera división del Calcio italiano cotizan en el mercado de Milán. Utilizar clubes de otros mercados permite, a partir del valor de sus acciones, aplicar el método de los comparables y extrapolar el valor de mercado buscado mediante la utilización de múltiplos. Para hacerlo es necesario corregir utilizando algún factor de ajuste, de manera tal que sea posible eliminar o minimizar la brecha existente entre distintos mercados en relación con tópicos tales como posibilidades de desarrollo y riesgo.

Finalmente, ni Boca Juniors ni River Plate han emitido títulos que representen su capital social. Esto es algo característico de las asociaciones civiles y no representa una dificultad real para poder obtener una valuación relativa, como quedará demostrado durante el desarrollo de la aplicación del método de los comparables.

c) Activo comparable

Un tercer elemento a definir es el activo comparable. Tal como fue mencionado en b) podrían ser utilizadas instituciones del mercado inglés o italiano como activos comparables. Se trata de dos mercados muy poderosos, que junto con España constituyen los más importantes del mundo.

Considero más conveniente utilizar clubes británicos por las similitudes señaladas en la presentación del tema. En el Anexo 3 se detallan antecedentes y características de los clubes ingleses seleccionados como comparables.

La pregunta es: ¿son realmente comparables los clubes argentinos con los clubes ingleses?. Existen grandes similitudes entre las instituciones de ambos mercados. Pero las similitudes no representan problemas para determinar el grado de comparabilidad de dos activos. Las diferencias sí. Por tanto, me propongo a continuación analizar las diferencias existentes entre instituciones argentinas e inglesas a fin de determinar mecanismos de ajustes necesarios para establecer una comparación. Con relación a esos posibles ajustes, y como criterio general, entiendo que el activo a valorar es el que va a ajustar sus características al activo comparable, ya que es sobre el activo comparable que existe un valor de mercado, el cual pondera evidentemente sus características.

1ª diferencia: Estructura societaria. Sujeto ante el fisco.

Tal como ha sido señalado en la presentación del tema, Boca Jrs. y River Plate son instituciones sin fines de lucro, constituidas bajo la forma de asociación civil. La inexistencia de fin de lucro es un elemento decisivo en la definición del perfil de

contribuyente fiscal de ambas instituciones. Tanto Boca Jrs. como River Plate son sujetos exentos ante el Impuesto a las Ganancias.

Por el contrario, los clubes ingleses son entidades que persiguen la obtención de beneficios económicos y están sujetos al pago de impuestos. En Inglaterra la tasa actual alcanza el 30 %, aunque se aplica el método de impuestos diferidos^v.

Es necesario adoptar una posición homogénea para la comparación. Por el principio ya enunciado anteriormente, consideraré que Boca Jrs. y River Plate están alcanzados por el régimen del Impuesto a las Ganancias, tal como se aplica en Argentina.

2ª diferencia: Propiedad. Asignación de resultados: Política de dividendos.

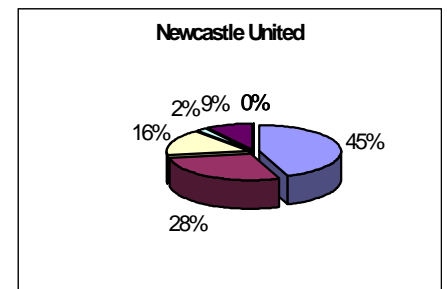
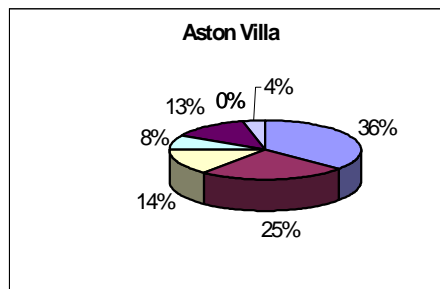
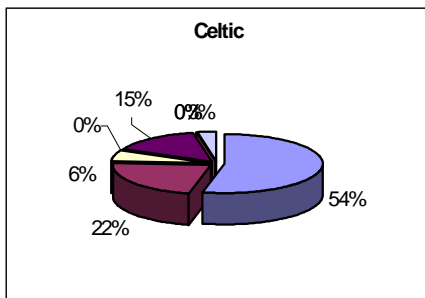
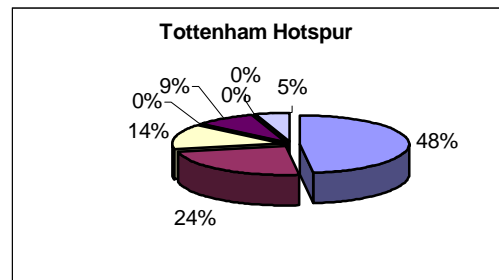
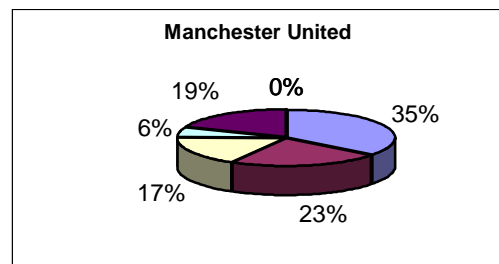
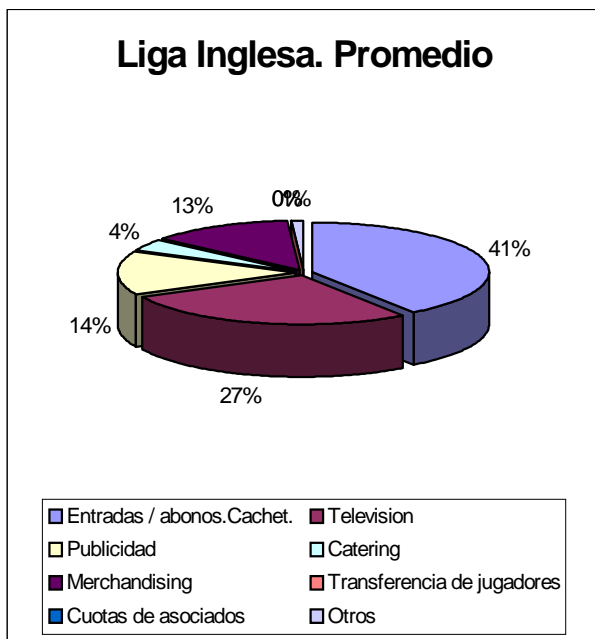
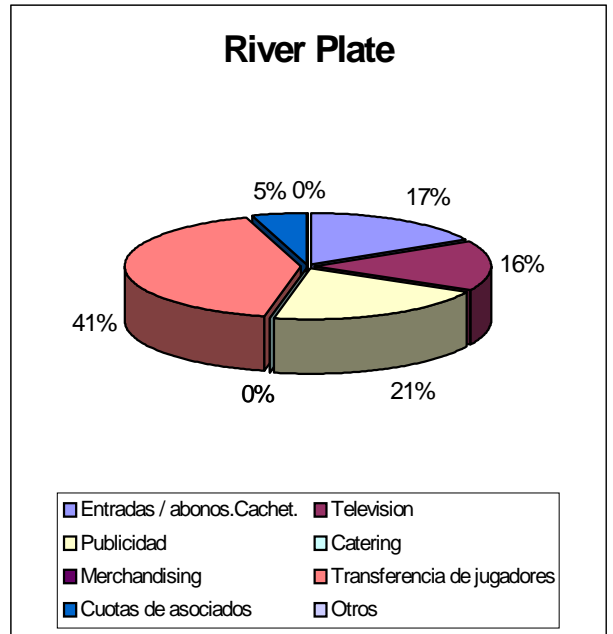
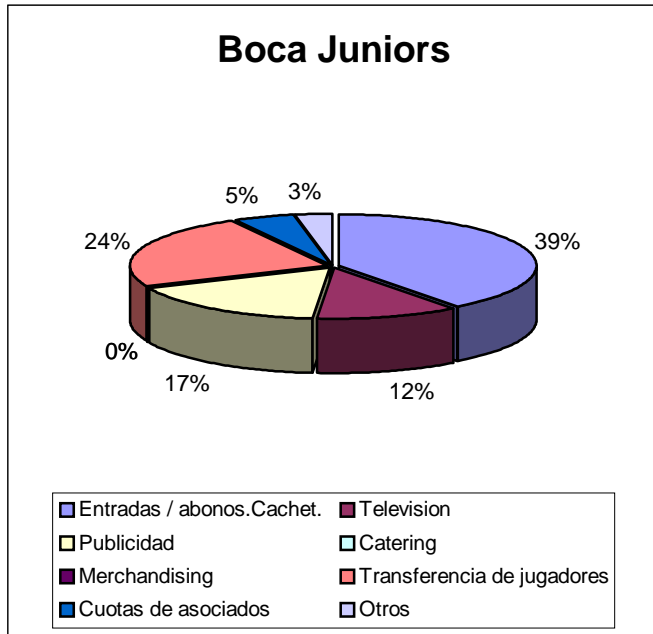
Los clubes ingleses pertenecen a sus accionistas. Son sociedades privadas que en la gran mayoría de los casos, hace oferta pública de sus acciones. Dichos accionistas actúan con los derechos y obligaciones comunes a todo inversor. En cuanto a la asignación anual de resultados, ésta contempla la distribución de dividendos, incluso en aquellos ejercicios en los cuales el resultado final haya sido un quebranto.

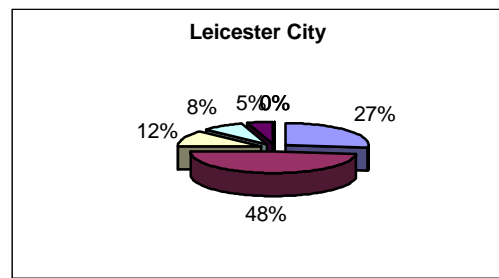
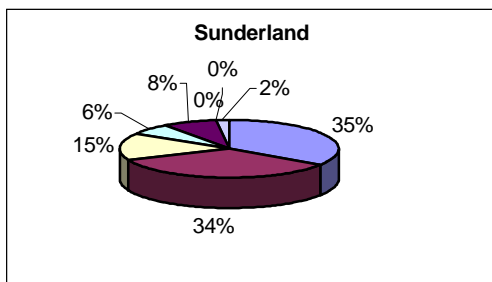
Las asociaciones civiles tales como Boca Jrs. y River Plate tienen socios, pero no tienen propietarios. Los socios tienen muchos derechos y obligaciones pero no tienen propiedad sobre una porción del patrimonio sobre la cual actuar como un inversor. Considerando que no hay propietarios y no hay fin de lucro, resulta comprensible que la totalidad del resultado de un determinado ejercicio se destine a su capitalización. Así está establecido en los estatutos de las organizaciones. En el artículo tercero de su estatuto Boca Juniors establece que: "La conservación y acrecentamiento del patrimonio se fijan como norma permanente de acción de las autoridades sociales". De esto se desprende que no existe ningún tipo de política de dividendos establecida.

De cualquier forma esta diferencia no parece impedir la aplicación del método de los comparables.

3ª diferencia: Modelo de negocio.

A continuación, la gráfica expone el origen de los recursos de Boca Juniors, River Plate y los clubes ingleses seleccionados como comparables. La tabla comparativa de la cual surgen los gráficos se expone en el Anexo 4, el cual fue elaborado considerando un promedio de los últimos ejercicios fiscales de cada institución.





Principales conclusiones que se desprenden del análisis de los gráficos:

- Mientras que los clubes argentinos sostienen su operatoria en el concepto Transferencia de jugadores, los clubes ingleses no lo consideran como ingreso. En sus estados de resultados exponen, en una línea específica, el resultado neto surgido de las transacciones de los jugadores. Esto define dos modelos de negocio distintos.
- Existe un sostén común a ambos modelos : la venta de entradas y los ingresos provenientes de televisión son importantes.
- Los clubes argentinos prácticamente no explotan negocios tales como merchandising o catering. En el caso de ingresos por publicidad, la incidencia es parecida en ambos mercados.

La existencia de modelos de negocio diferentes no constituye un obstáculo para la aplicación del método de comparables, salvo en que dificulta el análisis y la comprensión de comparaciones basadas en algún múltiplo específico definido (por ejemplo: ingresos por simpatizante).

4° diferencia: Mercado

Quizás la diferencia más notable, a simple vista. Nadie puede negar las profundas diferencias que existen entre Argentina y Gran Bretaña, en todo aquello que se refiere a la puesta en marcha y desarrollo de un negocio. Si no efectuamos ningún ajuste, el método de los comparables nos brindará una aproximación a la valuación de Boca Juniors y River Plate, como si ambos clubes desarrollaran sus modelos de negocios en un lugar similar a Gran Bretaña, lo cual supone, teniendo en cuenta las diferencias en posibilidades de desarrollo y riesgo, una sobrevaluación de ambas entidades.

5° diferencia: Criterios contables. Normalización de resultados.

Del análisis comparativo realizado sobre los criterios contables utilizados por todas las entidades revisadas, no surgen diferencias sustantivas, excepto por lo mencionado en el Anexo 5.

De la revisión de las principales diferencias existentes entre clubes ingleses y argentinos no surge ninguna que imposibilite la utilización de los clubes europeos como activos comparables. Por tanto, es posible seguir con la consideración de los elementos necesarios para aplicar el método.

d) Variable común

Ya tenemos activos comparables y sus valores de mercado. Ahora resulta necesario convertir estos valores de mercado en valores estandarizados, que permitan la comparación. Para ello es necesario trabajar con múltiplos. En el presente trabajo utilizaré los siguientes múltiplos:

- Price / earnings ratio, donde el precio será el precio corriente de la acción a la fecha de realización del presente trabajo y las ganancias surgirán de una cifra estandarizada que corresponde a resultados ordinarios de un período de 12 meses, pero que considera un promedio de resultados de los últimos tres años fiscales de cada institución.
- Market Value / EBITDA, de interesante aplicación en este caso, considerando el gran impacto que las depreciaciones y amortizaciones tienen en los resultados económicos de este tipo de instituciones.
- Market Value / Ventas
- Market Value / Valor libros

El market value será siempre el que surja de aplicar la cotización corriente a la cantidad total de acciones ordinarias emitidas. Los valores económicos serán valores estandarizados, según surja de promedios de los últimos tres años.

Considerados entonces los elementos necesarios, es hora de aplicar el método de valuación por comparables. A continuación se desarrollan tres cuadros. El primero de ellos contiene los datos surgidos de los estados contables de publicación de las entidades seleccionadas. En el Anexo 6 se detalla la metodología de cálculo y los ajustes que debieron practicarse para lograr la imprescindible homogeneidad que permita comparar. Luego se desarrolla un segundo cuadro con el cálculo de los múltiplos mencionados anteriormente, para cada una de las instituciones. La última columna de esta tabla da cuenta de un promedio que será el utilizado para proyectar los valores de mercado de Boca Juniors y River Plate. En el tercer cuadro se proyectan dichos valores.

Valuación de empresas
Boca Juniors vs. River Plate, ¿Cuánto valen?

Datos (a) (b)	Boca	River	Manchester	Tottenham	Celtic	Aston Villa	Newcastle	Sunderland	Leicester
Situación patrimonial									
Activos	62.393	85.638	279.114	119.648	101.440	105.728	216.206	97.766	47.274
Deuda a largo plazo	17.601	4.016	1.357	8.439	19.468	15.385	81.070	11.463	5.401
Patrimonio neto	15.014	47.935	162.214	56.592	35.242	62.562	53.162	42.564	12.109
Resultados									
Ventas	54.136	59.058	166.669	63.375	53.399	50.133	67.539	49.650	38.109
EBITDA	9.108	13.027	52.585	17.098	9.012	22.077	15.565	13.401	3.969
Resultado neto	1.280	1.285	21.179	-679	-2.337	5.282	-9.930	2.283	-5.614
Datos de Mercado									
Resultados por acción	n/a	n/a	0,061	-0,006	-0,079	0,461	-0,068	0,267	-0,170
Precio de la acción (U\$S)	n/a	n/a	2,10	0,71	1,58	2,16	0,47	5,75	0,54
P/E	n/a	n/a	34,70	-112,90	-19,97	4,69	-6,86	21,57	-3,17
Acciones (miles)	n/a	n/a	350.000	108.000	29.500	11.449	145.200	8.557	33.029
Valor de Mercado (miles U\$S)	n/a	n/a	735.000	76.658	46.669	24.764	68.099	49.237	17.803

Calculo	Manchester	Tottenham	Celtic	Aston Villa	Newcastle	Sunderland	Leicester	Promedio
P/E	34,7	N/A	N/A	4,7	N/A	21,6	N/A	20,3
MV/EBITDA	14,0	4,5	5,2	1,1	4,4	3,7	4,5	4,1
MV/Ventas	4,4	1,2	0,9	0,5	1,0	1,0	0,5	1,1
MV/ Valor Libros	4,5	1,4	1,3	0,4	1,3	1,2	1,5	1,3

Valor de Mercado - proyección (en miles de U\$S)			
MULTIPLIO	Boca		River
P/E	25.984		26.086
MV/EBITDA	37.343		53.411
MV/Ventas	59.550		64.964
MV/ Valor Libros	19.518		62.316

Notas :

(a) Los datos incluidos en *Situación patrimonial* y *Resultados* se expresan en miles de U\$S.

(b) Fuente : estados contables correspondientes a los últimos tres ejercicios fiscales (clubes británicos) o cuatro ejercicios fiscales (clubes argentinos)

Del análisis del cuadro anterior surgen las siguientes conclusiones:

- La utilización de varios múltiplos permite establecer un rango de valuación que resulta muy útil a la hora de establecer valores mínimos y máximos que sirvan de marco.
- Los valores de valuación proyectados para Boca Juniors y River Plate no pueden ser considerados en forma absoluta, debido a que no han sido corregidos de forma tal de contemplar las diferencias existentes entre el mercado inglés y el argentino. No obstante ello si tienen gran valor relativo, al momento de comparar la valuación de las dos grandes instituciones del fútbol argentino.
- Ambas instituciones encuentran su mejor valor utilizando aquel múltiplo que relaciona valor de mercado con ventas, lo cual denota una gran capacidad para generar ingresos, que sin embargo no se traduce luego en una capacidad similar para generar ganancias. La poca capacidad para generar utilidades es un dato de suma importancia, que consideraré luego en el desarrollo de este trabajo.
- Cualquiera sea el múltiplo utilizado, **River Plate resulta más valioso que Boca Juniors**. Ahora bien, esto no puede considerarse definitivo debido a las limitaciones que posee este método de valuación, a saber:
 - La elección de firmas comparables es subjetiva.
 - En una misma industria, las firmas pueden tener diferentes modelos de negocios y diferentes perfiles de riesgo y crecimiento. De hecho en este caso sucede exactamente eso.
 - Existe pleno potencial de sesgo.
 - El método ofrece un enfoque estático, que no contempla el futuro de las organizaciones.

Las limitaciones que el método de comparables obligan a la utilización de algún otro método de valuación, que nos permita acercarnos a un valor absoluto más íntegro para Boca Juniors y River Plate.

Ese otro método es el de valuación por flujo de fondos descontados. El segundo tiempo de este match virtual se desarrollará en ese terreno, en el cual Boca Juniors buscará dar vuelta un resultado adverso hasta aquí.

Segundo tiempo: Valuación por flujo de fondos descontados

El duelo está en marcha. Es hora de abandonar nuestra intuición para adentrarnos en un análisis más complejo que nos permita establecer las características diferenciales de los activos que son objeto de este trabajo, de forma tal de permitir un acercamiento a su valuación absoluta. Para lograrlo, utilizaremos el método de valuación por flujo de fondos descontados, por el cual definimos el valor de un activo a partir del valor presente de un flujo esperado de fondos generados por ese activoⁱⁱⁱ. El método se basa en el siguiente concepto: “Todo activo tiene un valor intrínseco que puede ser estimado en base a sus características en relación con sus flujos de fondos, crecimiento y riesgo.”ⁱⁱ Repasando esta definición, es posible extraer los elementos a ser considerados para su aplicación, tales como tasa de descuento, factor de riesgo (beta), resultados y flujo de fondos actuales del activo, resultados y flujo de fondos futuros del activo, tasa de crecimiento estable.

Considerando estos elementos es posible establecer una serie de pasos a seguir para poder aplicar el método. Estos pasos son los siguientes:

1) Estimar tasa de descuento.

Resulta imprescindible utilizar una tasa de descuento para determinar el valor presente de uno o varios valores futuros. La primera definición a realizar consiste en determinar que tasa de descuento utilizar. A mi criterio, la tasa que permitirá determinar el valor actual de los flujos futuros de fondos a ser generados por Boca Juniors y River Plate será aquella que exponga el costo promedio ponderado de capital en función de la estructura financiera de esas empresas. Dicha tasa reflejará las características particulares de la operatoria de cada una de estas instituciones y por ello, resultará más apropiada que una tasa general de mercado. Esta tasa es el WACC (Weighted Average Cost of Capital). En el Anexo 7 se detalla la metodología conceptual a utilizar para su cálculo. Los elementos a ser considerados para calcular el WACC son:

a) Tasa libre de riesgo.

Si bien en la práctica se utilizan las tasas correspondientes a los bonos del tesoro del gobierno a corto plazo como tasa libre de riesgo, resulta más correcto utilizar tasas ligadas a inversiones con un horizonte de vida similar al horizonte de vida del proyecto o activo a valorarⁱⁱⁱ. El caso bajo análisis involucra inversiones con un horizonte de largo plazo (no menos de 20 años).

Por otra parte, muchas veces la tasa de bonos gubernamentales no constituyen tasas libre de riesgo, ya que corresponden a países emergentes.ⁱⁱ Precisamente, en este caso particular, las tasas correspondientes a bonos gubernamentales argentinos no constituyen tasas libre de riesgo (Ver Anexo 9).

Considerando lo antedicho, la tasa correspondiente al T- Bond estadounidense para 30 años será apropiada como tasa libre de riesgo. Su valor se encuentra estabilizado en 5,3% anual.^{iv}

b) Factor de riesgo (beta).

El procedimiento normal para estimar betas consiste en correr una regresión entre los retornos históricos de la acción y el del mercado. Pero en este caso, como ya ha sido mencionado anteriormente, ni Boca Juniors ni River Plate poseen acciones o cotizan en el mercado de valores.

Es imposible entonces determinar betas específicos para estas instituciones. Sin embargo se puede lograr una aproximación a dichos factores de riesgo utilizando el beta de instituciones similares que se dediquen a la misma actividad.ⁱⁱ Como ninguna institución deportiva argentina cotiza en el mercado de valores, es necesario considerar a alguna institución de otro mercado. En el Anexo 8 se exponen los betas de los clubes británicos utilizados como benchmark al aplicar el método de comparables. Propongo utilizar el factor beta más alto de los allí detallados, que tal como puede apreciarse, es el correspondiente al Manchester United y alcanza el valor de 0,860.

Ahora bien, considerar que Boca Juniors o River Plate tienen el mismo factor beta que Manchester United sería un grave error. El beta representa el riesgo sistemático o de mercado. Los mercados de ambos países son muy diferentes en cuanto a lo que a riesgo y posibilidades de desarrollo se refiere. Es necesario entonces, utilizar un factor de corrección que permita ponderar la diferencia existente entre un mercado desarrollado como el inglés y un mercado emergente como el argentino. Dicho factor será uno de los componentes de la prima de riesgo y será considerado en el punto siguiente.

c) Prima de riesgo

Representa la compensación adicional que los inversores esperan obtener por adquirir acciones de una empresa en lugar de un activo libre de riesgo. Suele determinarse como la diferencia entre el promedio de los rendimientos

representativo de mercado y el rendimiento de una inversión libre de riesgo en un período determinado.

Sin embargo, esto es muy difícil de determinar en países emergentes, por cuanto los índices pueden no reflejar adecuadamente la performance de los mercados, en caso de que hayan pasado por períodos recientes de alta inflación o elevado déficit fiscal (p.e. Argentina). Por eso resulta conveniente utilizar la prima de riesgo correspondiente a un país desarrollado (Estados Unidos), corregido por un factor que exponga la diferencias existentes entre dicho país y el país emergente donde se realizará la inversión (Argentina)

Considero que utilizar la prima de riesgo - país como factor de corrección resulta lo más adecuado.

En el Anexo 9 se detalla la evolución de la prima de riesgo en EEUU, entendida como el spread existente entre el rendimiento de las acciones y el rendimiento de los T-Bonds. Resulta muy interesante apreciar que dicha prima de riesgo tiende a disminuir a medida que se amplía el horizonte sobre el cual es determinada.

También en el Anexo 9 se detalla la evolución de la prima de riesgo - país Argentina correspondiente a los últimos dos años.

La aplicación del factor de corrección provocará la primera diferencia entre Boca Juniors y River Plate, en relación con la estimación de la tasa de descuento. Esto puede inferirse si consideramos que el riesgo de cada una de estas empresas no proviene de una tasa única, sino de una tasa promedio que contemple las distintas tasas de riesgo involucradas considerando las distintas fuentes de ingresos de cada instituciónⁱⁱ. Operaciones tales como transferencias de jugadores profesionales o ingresos por televisión no verifican impacto del factor de corrección, en tanto se perfeccionan en mercados desarrollados o con empresas multinacionales. Por otra parte, operaciones tales como venta de entradas o abonos, cuotas de asociados y/o cualquier otra operación realizada en Argentina, con clientes nacionales, sufrirán un fuerte impacto correctivo. El Anexo 10 detalla el cálculo de la incidencia del factor de corrección en cada una de las instituciones analizadas:

d) Tasa convenida con acreedores.

Corresponde a la tasa de interés correspondientes a la porción del activo financiado, en cuanto a su operación, por capitales externos a la firma.

Aquí también resultará diferente la tasa correspondiente a Boca Juniors y River Plate, ya que cada institución tiene distinto costo de deuda.

En el Anexo 11 se determina la tasa correspondiente al costo de deuda a ser aplicada para ambos clubes, en función de un promedio histórico correspondiente a los últimos 4 años, considerando la relación existente entre el total de intereses perdidos y el total del pasivo promedio expuesto.

Puede observarse que las tasas determinadas son bajas, especialmente la correspondiente a Boca Juniors. Esto se debe, fundamentalmente, a la gran incidencia que, sobre el total financiado por terceros, tiene la porción de pasivo con costo cero (proveedores, deudas con jugadores y técnicos fútbol profesional, deudas sociales, deudas fiscales, provisiones, etc.)

Definidos los elementos necesarios, procedo a la estimación del WACC correspondiente a Boca Juniors y River Plate.

	Costo financiación capital propio				x	Pat. neto	+	Costo	x	Pasivo	=	WACC
	Tasa libre de riesgo	Beta	Prima de riesgo			Activo		Deuda		Activo		
			P.Riesgo	Aj. R. país								
Boca Juniors	5,3%	0,86	5,59%	5,60%		15.886		1,19%	47.714			4,62%
						63.600			63.600			
River Plate	5,3%	0,86	5,59%	3,68%		25.521		7,94%	32.268			10,29%
						57.789			57.789			

2) Estimar los resultados corrientes (EBIT)

La estimación de resultados corrientes ya fue realizada. (Ver página 10 y Anexo 1).

3) Estimar los resultados futuros y los flujos de fondos del activo. Estimar tasa de crecimiento.

Un procedimiento comúnmente utilizado para determinar los resultados futuros consiste en calcular una tasa de crecimiento del EBIT. Una vez determinada esta tasa de crecimiento, se aplica sobre el EBIT que surge del último ejercicio real considerado y a través de una simple proyección geométrica es posible estimar

resultados para el futuro.ⁱⁱⁱ La formula para determinar el crecimiento del EBIT es la siguiente:

$$\text{Crecimiento EBIT} = \text{Tasa de reinversión} \times \text{Retorno sobre capital invertido}^{\text{iii}}$$

Ahora bien, para poder aplicar la formula es necesario que el activo a valorar presente las siguientes características :

- Se encuentre en una fase de crecimiento estable, consistente, sin que sea probable un crecimiento o un descenso brusco o desmesurado en el período futuro consideradoⁱⁱⁱ.
- Sus resultados se encuentren normalizadosⁱⁱⁱ.

Para poder determinar entonces, si es posible aplicar la tasa de crecimiento del EBIT para la estimación de los resultados futuros de Boca Juniors y River Plate, propongo analizar los distintos tipos de ingresos y egresos de ambas instituciones con el objeto de establecer si ambas instituciones enmarcan sus operaciones en las características ya enunciadas. En cuanto a ingresos tenemos:

- a) Transferencia de derechos federativos de jugadores profesionales.

En el Anexo 12 se realiza un análisis detallado de este tipo de ingresos. Como conclusión de tal análisis puede inferirse que es factible que se sigan produciendo operaciones pero es improbable que se produzca un gran incremento en los precios de venta de derechos federativos. La tendencia es hacia la estabilidad, contexto en el cual los ingresos por transferencia seguirán siendo un poco más importantes en River Plate que en Boca Juniors.

- b) Televisión

Quizás el tipo de ingreso con mayor crecimiento para los clubes pertenecientes a los más importantes mercados futbolísticos europeos en los últimos años, con expectativas ciertas de continuidad en esta tendencia en los próximos años. Como dato de referencia, los derechos de televisión de la Liga Premier de Inglaterra para la temporada 2001-2002 fueron comercializados en 1960 millones de dólares^{vii}, lo cual representa un importante incremento respecto a la temporada anterior.

Ahora bien, la situación en Argentina no parece poder acompañar la tendencia mundial, en lo que al futuro mediato se refiere. Los ingresos que Boca Juniors y River Plate han percibido por este concepto muestran una evolución creciente en la última década. En la actualidad el 50 % del total de partidos del torneo de primera división es televisado en directo, ya sea formando parte de un abono general de televisión por cable o bien por el sistema pay per view. La gran proporción de

partidos televisados asegura una gran presencia en pantalla tanto de Boca Juniors como de River Plate, por tratarse de entidades de gran arraigo popular, que cuentan con planteles que los colocan en situación favorables para disputar y ganar un torneo. De los últimos 11 torneos, Boca Juniors ha obtenido 3 y River Plate 5, lo cual representa un 73% del total en forma combinada. Al menos uno de ellos es televisado en todas las jornadas y en la mayor parte de dichas jornadas resultan televisados ambos clubes. Es difícil imaginar un contexto en el mediano plazo en el cual aumente la presencia en pantalla de cualquiera de estos dos clubes.

Considerando lo antedicho, la única posibilidad de incrementar el ingreso por este concepto es aumentando el importe que estas instituciones perciben por partido televisado. Teniendo en cuenta que los actuales contratos que fijan las condiciones y precios para la televisión de fútbol en los campeonatos organizados por la AFA estarán vigentes hasta el año 2014, resulta improbable que se produzcan grandes modificaciones.

Este punto resulta fundamental. La posibilidad que poseen las ligas más poderosas del mundo de negociar los derechos de televisión por períodos que no superan una o dos temporadas, las coloca en inmejorables condiciones para aprovechar la creciente expectativa mundial y lograr incrementos en cada renegociación.

Los incrementos logrados por Boca Juniors y River Plate en concepto de ingresos por televisión en las últimas temporadas respondió a un efecto volumen (cantidad de partidos televisados) y no a un efecto precio. Agotada ya la posibilidad de aumentar el volumen y considerando que las condiciones de precio estarán vigentes hasta el 2014, debe inferirse que los próximos años el ingreso por televisión para estas instituciones quedará estabilizado en los niveles actuales. Solo es razonable esperar un pequeño reajuste, si como es lógico suponer, la evolución natural de la población aumenta el número de abonados a cable.

c) Recaudaciones, Venta de abonos, Cuotas de asociados

En este tipo de ingresos es más directa la relación con el simpatizante, el fanático. No se encuentra explotado convenientemente, tal como lo muestran los muy bajos promedios de ocupación que registran los estadios. En contraposición, es un ingreso sostén del modelo de negocio implementado por los clubes ingleses. En el Anexo 16 se expone la capacidad ocupada promedio por partido de cada uno de los equipos de la Premier League de Inglaterra. Como puede observarse allí, el promedio general de la Liga supera el 92%. En Argentina, la tendencia verificada en los últimos años

muestra un estancamiento y hasta un retroceso en la evolución de los ingresos provenientes de los simpatizantes. Dos causas resultan fundamentales para explicar esta evolución :

- El poder adquisitivo de los simpatizantes en Argentina. (Ver Anexo 17)
- El marco de inseguridad en el cual se desarrollan los espectáculos multitudinarios en Argentina.

Teniendo en cuanto que no se vislumbran soluciones en el mediano plazo para ninguna de las dos razones expuestas, no resulta razonable esperar una “explosión” en la generación de ingresos por este concepto en los próximos años. Si se produce un crecimiento será mínimo y producto de expectativas relacionadas con el contexto de disputa de un torneo.

d) Publicidad

Considerando las condiciones de mercado, los ingresos por publicidad en la camiseta, o por el uso de una marca de indumentaria o por la publicidad estática en los estadios parece haber llegado a su techo para este contexto. Así lo muestra la tendencia de los últimos años. En el Anexo 18 se realiza un análisis de tal evolución y de la situación actual del mercado argentino en relación con el mercado internacional.

Es razonable estimar que solo se pueden producir crecimientos moderados en este tipo de ingresos en el futuro.

e) Catering, Merchandising.

Ingresos que prácticamente están inexplorados por las instituciones argentinas. De cualquier forma, cualquier desarrollo futuro se ve dificultado por el muy bajo poder adquisitivo del simpatizante argentino, ya explicado anteriormente.

En cuanto a los egresos, el Anexo 19 muestra la composición actual de los egresos de Boca Juniors y River Plate. Un análisis de estos egresos nos permite determinar que:

- Los egresos correspondientes a remuneraciones, premios y otras retribuciones a jugadores y técnicos resulta el más importante para ambas instituciones. En el Anexo 20 se realiza un análisis de la posible evolución de este tipo de egresos.

Como conclusión de ese análisis, no es muy factible que se produzcan importantes modificaciones en el futuro inmediato.

- Los egresos correspondientes a la organización de espectáculos deportivos se encuentran estabilizados. Luego de una experiencia fallida que intentó la

tercerización de la venta de entradas y el control de acceso a los estadios, tanto Boca Juniors como River Plate han asumido nuevamente la operación. El principal egreso en este rubro está constituido por el gasto en Seguridad para el espectáculo, que puede variar entre U\$S 20.000 y U\$S 40.000 en promedio por evento. Este dinero es percibido por la Policía Federal, ente que cuenta con el mayor respaldo legal para actuar en la preservación de la seguridad. Las posibilidades de negociación que los clubes poseen en este punto son muy limitadas, por lo que es factible que no se produzcan modificaciones sustanciales en la magnitud de este gasto en el futuro.

- Un egreso económico importante para estas instituciones está representado por las amortizaciones, particularmente las correspondientes a los derechos federativos del plantel de jugadores. El Anexo 21 detalla la evolución de las amortizaciones y de la inversión en derechos federativos de futbolistas profesionales registrada en Boca Juniors y River Plate durante los últimos años. Considerando lo detallado en tal anexo no resulta lógico esperar cambios sustanciales en el futuro inmediato.
- Los egresos por administración y mantenimiento son muy elevados. Tanto Boca Juniors como River Plate se movilizan con gran estructura para su funcionamiento. Si bien una racionalización del gasto administrativo podría resultar extremadamente beneficioso, no es muy factible que se produzca considerando que:
 - El sindicato que reúne a los empleados de entidades deportivas y civiles (UTEDYC) no puede considerarse colaboracionista con políticas de racionamiento de gastos en estructura.
 - Gran cantidad de empleados de estas instituciones son, al mismo tiempo, socios de ellas. Este factor resulta decisivo en contextos tan políticos como los que envuelven la vida de estas instituciones. Nadie parece dispuesto a asumir el costo político de racionalizar.

Del análisis realizado sobre ingresos y egresos surge la siguiente conclusión:

Conclusión: es posible inferir del análisis realizado sobre ingresos y egresos que las operatorias de Boca Juniors y River Plate presentan características tales que posibilitan la utilización de la tasa de crecimiento del EBIT para estimar los resultados futuros.

Considerando lo antedicho, el Anexo 22 detalla el cálculo de la tasa de crecimiento a aplicar, correspondiente a cada una de las instituciones.

En cuanto se refiere a la estimación de los flujos futuros de fondos, puede realizarse a partir de la siguiente fórmula :

$$\text{Free Cash Flow} = \text{EBIT} (1-t) - \text{Inversión} + \text{Depreciación} - \text{Aumento Cap. Trabajo}^{\text{ii}}.$$

Suponiendo constante el capital de trabajo requerido por la operación, resulta necesario estimar las inversiones y depreciaciones esperadas. Tales inversiones y depreciaciones se refieren básicamente al plantel profesional de fútbol y considero conveniente estimarlas en base a la experiencia histórica. En el Anexo 21 esta detallada la evolución de inversiones y depreciaciones en fútbol profesional de Boca Juniors y River Plate, correspondiente a los últimos tres años.

- 4) *Estimar tasa de crecimiento perpetuo, a ser aplicada cuando el proyecto alcance su fase de crecimiento estable.*

Considerando la madurez que caracteriza el crecimiento esperado en ambas instituciones propongo utilizar una tasa de crecimiento perpetuo del 2 %.

- 5) *Valuar el activo.*

Están dadas las condiciones para proceder a la estimación de los valores correspondientes a Boca Juniors y River Plate de acuerdo al método de flujo de fondos descontados. Se desarrolla a continuación:

En miles de U\$S

BOCA JUNIORS

a) *Determinación del free cashflow*

	2002	2003	2004	2005	2006
EBIT (Anexo 6)	2.551	2.552	2.553	2.554	2.555
- Impuesto (35%)	-893	-893	-894	-894	-894
EBIAT	1.658	1.659	1.659	1.660	1.661
- Inversión (Anexo 21)	-6.449	-6.449	-6.449	-6.449	-6.449
+ Depreciación (Anexo 21)	6.567	6.567	6.567	6.567	6.567
- Incremento Cap. de trabajo					
Free Cash Flow	1.776	1.777	1.777	1.778	1.779

b) *Determinación del valor del tax shields sobre intereses*

(Total de intereses x alícuota impuesto a las ganancias)

	131	131	131	131	131
--	-----	-----	-----	-----	-----

c) *Determinación del valor residual*

Formula a aplicar :

$$\text{Valor residual} = \text{Free cash flow año 2006} \times (1 + g) / (k - g)$$

donde : k = tasa de costo de capital = WACC

g = tasa de crecimiento estable

Calculo

Free cash flow año 2006 =	1.779
k =	4,62%
g =	2,00%
Valor residual	69.259

d) *Estimación de valuación*

- Valor actual de free cash flows	7.776
- Valor actual de valor residual	55.259
- Valor actual de tax shields	573

Valor total determinado

63.608

RIVER PLATE

a) *Determinación del free cashflow*

	2002	2003	2004	2005	2006
EBIT (Anexo 6)	4.829	4.964	5.103	5.246	5.393
- Impuesto (35%)	-1.690	-1.737	-1.786	-1.836	-1.888
EBIAT	3.139	3.227	3.317	3.410	3.505
- Inversión (Anexo 21)	-8.524	-8.524	-8.524	-8.524	-8.524
+ Depreciación (Anexo 21)	8.859	8.859	8.859	8.859	8.859
- Incremento Cap. de trabajo					
Free Cash Flow	3.474	3.562	3.652	3.745	3.840

b) *Determinación del valor del tax shields sobre intereses*

946	946	946	946	946
-----	-----	-----	-----	-----

c) *Determinación del valor residual*

Formula a aplicar :

$$\text{Valor residual} = \text{Free cash flow año 2006} \times (1 + g) / (k - g)$$

donde : k = tasa de costo de capital = WACC

g = tasa de crecimiento estable

Calculo

Free cash flow año 2006 =	3.840
k =	10,29%
g =	2,00%
Valor residual	47.247

d) *Estimación de valuación*

- Valor actual de free cash flows	15.954
- Valor actual de valor residual	37.696
- Valor actual de tax shields	4.139

Valor total determinado

57.789

Conclusiones finales

- *De acuerdo al método de valuación por flujo de fondos descontado **Boca Juniors resulta más valioso que River Plate.***

- *La clave parece estar en la forma en que se consideran los resultados financieros en el método de valuación por flujo de fondos. Es notable la diferencia existente entre el WACC de Boca Juniors y el WACC de River Plate, fundamentalmente establecida a partir de la insignificante tasa de financiación con terceros que presenta Boca Juniors.*

Resulta decisiva, a la hora de establecer la valuación, para que la ventaja de River Plate, generada a partir de su mayor capacidad para generar flujo de fondos, se anule por completo.

- *Los valores determinados por el método de valuación por flujos de fondos descontados no difieren sustancialmente de los valores determinados por el método de valuación por comparables, en la variante que contempla al múltiplo ventas.*
- *De lo antedicho puede inferirse que los valores determinados están sujetos a una coyuntura dada (tasa de crecimiento esperada, WACC, etc.). Es posible entonces plantear escenarios en los cuales, modificaciones a los parámetros establecidos deriven en nuevos valores. Tales escenarios se desarrollan a continuación:*

Escenarios alternativos para la determinación de valores

Los valores determinados para Boca Juniors y River Plate de acuerdo al método de valuación por flujo descontado de fondos (ver páginas 20 y 21), están sujetos a una serie de supuestos. Es posible entonces plantear distintos escenarios a partir de considerar variantes en las principales variables, tales como:

- *Tasa de crecimiento perpetuo.*

Teniendo en cuenta la evolución prevista de ingresos y egresos para la industria en los próximos años y considerando el horizonte de largo plazo de los proyectos analizados, consideré que una tasa de 2% anual era adecuada para reflejar un posible crecimiento perpetuo.

Se pueden plantear escenarios donde la tasa anual de crecimiento perpetuo varíe desde 1% hasta 5%.

- *Tasa de financiación con terceros.*

En las conclusiones del presente trabajo se menciona a la tasa de financiación con terceros como un elemento decisivo a la hora de establecer el mayor valor

de Boca Juniors sobre River Plate, de acuerdo al método de valuación por flujo descontado de fondos. Es evidente tal conclusión si se considera que, de acuerdo al Anexo 11, Boca Juniors expone una tasa de financiación externa del 1,19% y River Plate expone una tasa de financiación del 7,94 %

Ahora bien, esta desigualdad en la financiación puede suponerse transitoria, considerando que tanto Boca Juniors como River Plate desarrollan sus actividades en el mismo mercado. Teniendo en cuenta lo antedicho, es posible plantear un escenario donde la financiación con terceros sea igualmente onerosa para Boca Juniors y River Plate.

Definidas las variables a considerar para el análisis de escenarios, procedo a proyectar en el siguiente cuadro, los valores determinados para Boca Juniors y River Plate :

Calculo de valores proyectados			
Supuestos : - Boca Juniors y River Plate mantienen la misma proporción de financiación con capital propio y de terceros - Boca Juniors y River Plate mantienen las mismas tasas de financiación (Columna River Plate 1) - River Plate se financian con terceros a la misma tasa que Boca Juniors (Columna River Plate 2) - La tasa de crecimiento perpetuo varía entre 1 y 5 %			
Si la tasa de crecimiento perpetuo es de :	El valor proyectado sería :		
	Boca Juniors	River Plate (1)	River Plate (2)
1%	59.487	55.415	68.938
2%	63.608	57.789	72.881
3%	68.269	60.652	77.740
4%	74.239	64.338	83.783
5%	80.783	69.004	91.303
Resumen :			
Concepto	Boca Juniors	River Plate (1)	River Plate (2)
Valor mínimo proyectado	59.487	55.415	68.938
Valor máximo proyectado	80.783	69.004	91.303
Valor promedio proyectado	69.277	61.440	78.929

Valores determinados en el cuerpo principal del trabajo.

Ahora bien, para que estos escenarios sean posibles es necesario que se produzcan importantes cambios, fundamentalmente para ayudar a lograr un crecimiento superior al 2% anual. Para que ello ocurra será necesario, al menos :

- *Racionalizar los costos. Adaptar la estructura de los entes a un esquema funcional que permita obtener eficiencia en los procesos con menor estructura.*
- *Establecer bases más sólidas de relación con el socio y con el simpatizante de las instituciones, con acciones tendientes a reforzar el lazo de fidelidad existente, en pos de la obtención de recursos constantes en áreas prácticamente no explotadas en la actualidad.*
- *Reforzar la posición negociadora de estas instituciones, fundamentalmente en aquello que se refiere a acuerdos por ingresos establecidos a largo plazo (televisión).*
- *Colaborar, desde un accionar directivo responsable, en la eliminación la violencia en los estadios.*

Los escenarios están planteados. ¿Cuál de ellos le parece a usted más adecuado?.

- *A priori, los valores determinados parecen bajos. Sobre todo si tenemos en cuenta que, por ejemplo, el Real Madrid de España pagó por los derechos federativos de Zinedine Zidane, jugador profesional francés, una suma superior a los 65 millones de dólares. Esta comparación, válida desde un punto de vista intuitivo, resulta técnicamente incorrecta porque se realiza entre activos heterogéneos y con contextos muy disímiles. La sensación que nos reclama un valor superior para Boca Juniors o River Plate esta basada en una imagen casi ideal de esos clubes, en la cual aparecen muy rentables, con administraciones adecuadas, en un contexto de industria creciente donde desarrollar sus actividades y e imponer condiciones por tratarse de los principales protagonistas de dicha industria en la Argentina*

Lo cierto es que esa imagen ideal está hoy muy lejana. Casi tan lejos como Europa lo está de Argentina. Hoy en día una comparación algo más precisa, si de intuición se trata, sería la que puede establecerse entre el valor determinado para Boca Juniors o River Plate y el valor por el cual fue adquirido el Manchester United hacia fines de la década de 1980: 18 millones de dólares, ya que, como quedo establecido en la introducción de este trabajo, las características del mercado inglés de fines de los `80 son bastante similares a las características del mercado argentino actual. De esta forma, los valores ya no parecen tan bajos.

- *El modelo de negocio de Boca Juniors no se sostiene con Transferencias de jugadores, sino que basa su operatoria en ingresos relacionados con el simpatizante (venta de entradas, abonos y otros). Por el contrario, River Plate sostiene su operatoria a través de las Transferencias de jugadores. Esta diferencia,*

considerando que el dinamismo de la industria del fútbol ha provocado importantes cambios en el último lustro, hace recomendable que la valuación de estas entidades sea revisada periódicamente.

- *Existen grandes áreas de negocios que aún no se encuentran explotadas por Boca Juniors y River Plate. Esta situación puede vislumbrarse hoy como una opción para el futuro. En el Apéndice adjunto a este trabajo realizo una introducción a este tema.*

Final del partido.

Un tiempo favorable a cada uno, parece un empate, aunque en realidad, se trata de un triunfo de aquellos que quieren que Boca Juniors y River Plate sean empresas manejadas profesionalmente, con la toma de decisiones racional como base para lograr un crecimiento.

Anexo 1

Estado de Resultados

Determinación de resultados

Unidad de negocio futbol

En miles de U\$S

Concepto

	Boca Juniors				River Plate			
	1998	1999	2000	2001	1998	1999	2000	2001
Futbol								
Ingresos								
Recaudaciones Torneos AFA	5.946	9.117	3.755	4.673			4.251	2.800
Torneos internacionales	1.538	1.771	9.936	11.581		5.319	4.880	4.857
Televisacion	5.842	5.270	7.038	7.945	23.537	6.600	6.612	7.016
Abonos a plateas y palcos	4.874	5.559	6.304	5.088	1.546	1.490	1.335	782
Eventos amistosos	3.585	5.414	2.753	3.912	1.457	1.412	1.200	847
Transferencias de jugadores	16.945	16.546	6.800	10.736	20.182	17.931	11.172	50.476
Cuotas de asociados	2.270	2.642	2.760	2.570	2.960	2.550	2.600	2.600
Publicidad y concesiones	9.817	9.405	8.653	9.862	10.463	18.015	11.856	9.252
Otros	47	2.500	2.500	590	75	72	47	40
Total	50.864	58.224	50.499	56.957	60.220	53.389	43.953	78.670
Egresos								
Remuneraciones y premios	11.816	22.643	15.172	19.373	34.045	26.132	30.801	23.709
Organización de torneos	3.729	5.318	9.567	9.606	3.422	1.167	2.419	2.794
Prestamo y transf. de jugadores	12.421	7.655	4.027	5.793	3.074	3.597	1.882	6.066
Gastos delegaciones	955	648	428	428	1.293	694	710	1.004
Gastos administ. y mant. (a)	6.170	7.970	7.440	7.454	8.393	8.751	10.410	10.979
Amortizaciones	6.836	6.262	6.321	6.812	7.350	8.252	8.874	8.844
Intereses	1.017	734	296	275	1.422	1.942	2.703	4.813
Gastos activados futb. Amateur	4.121	1.319	1.686	1.944	0	0	0	0
Otros	2.459	4.139	3.268	2.565	961	375	708	738
Total	49.524	56.688	48.205	54.250	59.960	50.910	58.507	58.947
Superavit / Deficit futbol	1.340	1.536	2.294	2.707	260	2.479	-14.554	19.723
Resto								
Ingresos	5.319	6.788	6.494	4.731	8.553	6.178	7.341	7.408
Egresos	6.006	8.705	6.401	6.536	7.203	7.769	8.649	8.280
Superavit / Deficit resto	-687	-1.917	93	-1.805	1.350	-1.591	-1.308	-872
Superavit / Deficit total	653	-381	2.387	902	1.610	888	-15.862	18.851
Ajustes (b)	4.121	1.319	1.686	1.944	0	0	-2.490	1.584
Resultado según eecc	4.774	938	4.073	2.846	1.610	888	-18.352	20.435

Notas :

(a) Se incluyen en la unidad de negocios fútbol la totalidad de gastos de mantenimiento y el 70 % de los gastos de administración.

(b) Detallados y analizados en Anexo 6.

- Fuente : estados contables presentados ante Inspección General de Justicia.

Anexo 2

Fondo Boca Juniors Fondo común cerrado

Antecedentes y características

En miles de U\$\$

Fecha de creación del fondo :	octubre de 1996
Objetivo principal :	Apreciación de los activos que constituyen su patrimonio. El fondo invertirá en los derechos patrimoniales emergentes de la eventual transferencia de jugadores profesionales de fútbol adquiridos por el Club Atlético Boca Juniors.
Descripción de la operatoria :	En caso de transferencia a otro club de fútbol, de aquel o aquellos jugadores respecto de los cuales el Fondo hubiere adquirido derechos eventuales (i) si el precio que se obtiene es mayor al precio que el Fondo pago por la cesión, el Fondo recupera el precio pagado por la cesión y la ganancia neta de la operación será repartida entre el Fondo y Boca Juniors, en partes iguales, (ii) si el precio que se obtiene es inferior o igual al que el Fondo pagó por la cesión, el precio corresponderá íntegramente al Fondo. Se entiende por ganancia neta la diferencia existente entre el precio de adquisición de los derechos eventuales pagados y el precio obtenido por la transferencia del jugador de que se trata neto de porcentajes como los establecidos en los artículos 214 y 213, inc. C) del reglamento general de la AFA u otros gastos inherentes.
Situación al 31 de julio de 2001 :	Los contratos de cesión entre Boca Juniors y el Fondo son los siguientes :

Nombre jugador profesional de futbol	% cedido por Boca Jrs.	Precio de la cesion
Barros Schelotto, Guillermo	100	1.608
Muñoz, Cristian	100	250
La Paglia, Osvaldo	79,8	1.482
Anrizzi, Martin	100	178
Villareal, Javier	50	833
Barijho, Daniel	100	1.782
Pereda Maruyama, Jose	100	612
Total		6.745

Con fecha 27 de julio de 2001 el Directorio de la Sociedad Gerente y Depositaria, solicitó a la Comisión Nacional de Valores, la liquidación anticipada del Fondo Boca Juniors.. Con fecha 30 de julio de 2001 la Comisión Nacional de Valores aprobó dicha liquidación

Análisis :

De lo expuesto hasta aquí puede inferirse que el fondo común bajo análisis no puede ser considerado como un activo comparable para obtener una valuación de un club de fútbol, debido a que:

- no explota un club de fútbol. Sus actividades son muy distintas a ello. Solo persigue la apreciación de un activo, como si se trataran títulos de una compañía.
- Se asemeja mucho más a la administración de una cartera de inversiones que a una empresa de la industria del deporte.

Fuente : Estados contables de Boca Juniors al 30/6/00 y 30/06/01, presentados ante Inspección General de Justicia

Anexo 3

Clubes británicos elegidos como comparables

Antecedentes y características

En miles de U\$S

Concepto	Boca	River	Manchester	Tottenham	Celtic (c)	Aston Villa	Newcastle	Sunderland	Leicester
Año de fundación (a)	1905	1901	1878	1882	1887	1874	1881	1879	1884
Ingreso al profesionalismo (a)	1931	1931	1885	1885	1897	1885	1889	1886	1988
Titulos obtenidos (a)									
- Campeonatos nacionales	17	26	14	2	37	6	5	6	0
- Copas nacionales	3	3	11	11	43	5	6	2	3
- Torneos continentales	6	4	4	1	1	2	0	0	0
- Torneos intercontinentales	2	1	1	0	0	0	0	0	0
Posición equipo en torneo actual (a)	3	2	6	8	1	3	4	16	17
Mejor posición en últimos 5 años (a)	Campeón	Campeón	Campeón	10	Campeón	5	2	7	8
Capacidad del estadio (a)	57.000	62.000	67.600	36.236	60.506	42.700	52.167	48.300	22.215
Ingresos promedio últimos 4 años (b)	54.136	59.058	166.669	63.375	53.399	50.133	67.539	49.650	38.109
Patrimonio neto según último EECC (b)	16.788	54.308	162.214	54.432	26.544	59.318	32.270	48.006	16.926

Nota :

a) Fuente : Website oficial Asociación del Fútbol Argentino (www.afa.org.ar) para clubes argentinos. Website oficial Premier League (www.fa-premier.com) para clubes ingleses y Website oficial Celtic Football Club(www.celticfc.co.uk)

b) Fuente: Estados contables presentados ante entidades de contralor.

c) El Celtic participa de la Liga de Futbol de Escocia. Durante el año en curso solicitó junto al Rangers participar de la Premier League de Inglaterra. El pedido fue denegado.

Anexo 4

Mapa de Ingresos

En miles de U\$S

	Boca	River	Clubes ing.	Manchester	Tottenham	Celtic	Aston Villa	Newcastle	Sunderland	Leicester
			(a)							
Entradas / abonos.Cachet.	21.452	9.794	193.543	59.277	30.542	28.427	17.947	29.887	17.062	10.401
Television	6.524	9.191	132.480	38.550	15.471	11.872	12.624	19.002	16.926	18.035
Publicidad	9.434	12.397	69.870	27.637	8.728	3.455	6.923	11.026	7.522	4.579
Catering	0	0	21.895	10.070	0	0	4.119	1.456	3.164	3.086
Merchandising	0	0	63.778	31.133	5.697	8.036	6.748	6.168	3.987	2.009
Transferencia de jugadores	12.757	24.940	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuotas de asociados	2.561	2.678	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros	1.409	59	7.305	0	2.937	1.609	1.772	0	987	0
Total	54.137	59.059	488.871	166.667	63.375	53.399	50.133	67.539	49.648	38.110

(a) Surge como promedio de los clubes ingleses considerados en este trabajo.

Fuente : Estados contables presentados ante organismos de contralor. En el caso de Boca Juniors y River Plate si consideraron los ingresos promedio de los últimos cuatro ejercicios fiscales. Para el resto se consideraron los ingresos promedio correspondientes a los últimos tres ejercicios fiscales.

Mapa de Ingresos

En % sobre el total

	Boca	River	Clubes ing.	Manchester	Tottenham	Celtic	Aston Villa	Newcastle	Sunderland	Leicester
Entradas / abonos.Cachet.	40%	17%	40%	36%	48%	53%	36%	44%	34%	27%
Television	12%	16%	27%	23%	24%	22%	25%	28%	34%	47%
Publicidad	17%	21%	14%	17%	14%	6%	14%	16%	15%	12%
Catering	0%	0%	4%	6%	0%	0%	8%	2%	6%	8%
Merchandising	0%	0%	13%	19%	9%	15%	13%	9%	8%	5%
Transferencia de jugadores	24%	42%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuotas de asociados	5%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros	3%	0%	1%	0%	5%	3%	4%	0%	2%	0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Anexo 5

Criterios contables utilizados

Análisis de diferencias entre clubes comparados

Detalle y explicación

<i>Diferencias de criterio entre :</i>	<i>Explicación conceptual de la diferencia</i>	<i>Análisis y definición de pasos a seguir</i>
Boca Juniors River Plate	<p><u>Activación o no de gastos incurridos en la formación de futbolistas juveniles.</u> A partir de los estados contables al 30/6/98 Boca Juniors decidió activar gastos directos incurridos en el desarrollo y formación del fútbol amateur (sueldos y cargas sociales del cuerpo tecnico, medicos, alquiler de canchas, alojamientos, etc.) Este criterio busca apropiar gastos con los posibles ingresos que en el futuro generarán los futbolistas que se encuentran en formación hoy, a través de prestamos o transferencias. El Club Atletico River Plate imputa los gastos de formación de futbolistas juveniles como resultado del ejercicio en que se devengan.</p> <p>Fuente : estados contables respectivos</p>	<p>El criterio adoptado por Boca Juniors puede discutirse a partir de la incertidumbre existente en cuanto a las reales posibilidades que existen sobre la llegada a profesional de los futbolistas juveniles actualmente en formación. Mas allá de esto, para poder realizar un análisis comparativo, los criterios de valuación y exposición contable de ambos clubes deben ser idénticos. Por tanto, procederé a ajustar el criterio a lo realizado por River, en razón de que esta claramente cuantificada la cifra activada por Boca Juniors.</p>
Clubes de Argentina Clubes de Gran Bretaña	<p><u>Situación ante el fisco en relación al impuesto a las ganancias.</u> La figura de asociación civil que caracteriza a las instituciones argentinas las coloca, por su inexistencia de afán de lucro, como sujetos exentos ante el impuesto a las ganancias. Por el contrario las instituciones británicas son sujetos alcanzados por el pago de dicho impuesto</p>	<p>Es indudable que para poder realizar un análisis comparativo, no pueden existir este tipo de diferencias entre las instituciones de ambos países. Por tanto procederé a ajustar la posición de los clubes argentinos, simulando que están alcanzados por el régimen de contribución al impuesto a las ganancias vigente.</p>

Anexo 6

Ajustes practicados sobre estados contables.

Detalle y explicación

En miles de U\$S

Ejercicio fiscal 1998	Boca	River
Resultado neto ajust.		
Resultado neto s/eccc	1.340	260
Ajustes	-469	-91
Res. Neto ajustado	871	169
EBITDA		
Res. Neto ajustado	871	169
Impuestos	469	91
Intereses y res. Financ.	1.017	1.422
Amortizaciones y dep.	6.836	7.350
EBITDA	9.193	9.032

Ejercicio fiscal 1999	Boca	River
Resultado neto ajust.		
Resultado neto s/eccc	1.536	2.479
Ajustes	-538	-868
Res. Neto ajustado	998	1.611
EBITDA		
Res. Neto ajustado	998	1.611
Impuestos	538	868
Intereses y res. Financ.	734	1.942
Amortizaciones y dep.	6.262	8.252
EBITDA	8.532	12.673

Ejercicio fiscal 2000	Boca	River
Resultado neto ajust.		
Resultado neto s/eccc	2.294	-14.554
Ajustes	-803	5.094
Res. Neto ajustado	1.491	-9.460
EBITDA		
Res. Neto ajustado	1.491	-9.460
Impuestos	803	-5.094
Intereses y res. Financ.	296	2.703
Amortizaciones y dep.	6.321	8.874
EBITDA	8.911	-2.977

Ejercicio fiscal 2001	Boca	River
Resultado neto ajust.		
Resultado neto s/eccc	2.707	19.723
Ajustes	-947	-6.903
Res. Neto ajustado	1.760	12.820
EBITDA		
Res. Neto ajustado	1.760	12.820
Impuestos	947	6.903
Intereses y res. Financ.	275	4.813
Amortizaciones y dep.	6.812	8.844
EBITDA	9.794	33.380

PROMEDIO	Boca Juniors	River Plate
Resultado neto ajustado	1.280	1.285
EBITDA	9.108	13.027
EBIT	2.550	4.697

Nota :

Se considera un promedio de 4 ejercicios fiscales para lograr dos objetivos básicos:

- normalizar resultados
- trabajar con la tendencia que se manifiesta hacia el futuro considerando la evolución histórica correspondiente a años recientes.

Fuente : Estados contables presentados ante Inspección General de Justicia, modificados con los ajustes detallados en Anexo 5

Anexo 6 (continuación)

Ajustes practicados sobre estados contables.

Detalle y explicación

En miles de Libras

Ejercicio fiscal 1999	Manchester	Tottenham	Celtic	Aston Villa	Newcastle	Sunderland	Leicester
Resultado neto ajust.							
Resultado neto s/eicc	15.388	846	550	13.863	887	1.465	-6.180
Ajustes	1.807						
Res. Neto ajustado	17.195	846	550	13.863	887	1.465	-6.180
EBITDA							
Res. Neto ajustado	17.195	846	550	13.863	887	1.465	-6.180
Impuestos	7.023	447	0	6.293	486	0	0
Intereses y res. Financ.	-1.684	426	463	-931	0		0
Amortizaciones y dep.	15.200	10.221	7.216	8.500	16.700	7.600	5.500
EBITDA	37.734	11.940	8.229	27.725	18.073	9.065	-680

Ejercicio fiscal 2000	Manchester	Tottenham	Celtic	Aston Villa	Newcastle	Sunderland	Leicester
Resultado neto ajust.							
Resultado neto s/eicc	11.950	58	-3.956	-3.924	-15.544	418	529
Ajustes	1.300		1.629	1.384	2.232		
Res. Neto ajustado	13.250	58	-2.327	-2.540	-13.312	418	529
EBITDA							
Res. Neto ajustado	13.250	58	-2.327	-2.540	-13.312	418	529
Impuestos	4.838	-815	-2.029	-936	-3.380	0	87
Intereses y res. Financ.	-456	702	848	-554	-185	-50	378
Amortizaciones y dep.	18.132	12.793	8.331	11.883	20.842	7.635	5.539
EBITDA	35.764	12.738	4.823	7.853	3.965	8.003	6.533

Ejercicio fiscal 2001	Manchester	Tottenham	Celtic	Aston Villa	Newcastle	Sunderland	Leicester
Resultado neto ajust.							
Resultado neto s/eicc	14.940	-2.360	-8.123	-4	-8.854	3.011	-6.380
Ajustes			4.892				
Res. Neto ajustado	14.940	-2.360	-3.231	-4	-8.854	3.011	-6.380
EBITDA							
Res. Neto ajustado	14.940	-2.360	-3.231	-4	-8.854	3.011	-6.380
Impuestos	6.841	810	-3.067	142	0	0	0
Intereses y res. Financ.	-727	711	1.825	-290	3.728	507	549
Amortizaciones y dep.	18.132	12.800	10.732	11.880	16.442	8.129	8.484
EBITDA	39.186	11.961	6.259	11.728	11.316	11.647	2.653

Fuente : Estados contables presentados ante organismos de contralor, modificados con los ajustes detallados en Anexo 5.

Valuación de empresas
Boca Juniors vs. River Plate ¿Cuánto valen?

Anexo 6 (continuación)

Ajustes practicados a :	Año	Monto P(G)	Descripción de la partida	Motivo por el cual se ajusta
Boca Juniors - en Anexo 1 - en Anexo 6	1998	4.121	Activación de gastos correspondientes a la formación de futbolistas. (Ver Anexo 5)	Homogeneizar criterios contables con River Plate.
	1999	1.319		
	2000	1.686		
	2001	1.944		
	1998	469	Aplicación de alícuota vigente de impuesto a las ganancias sobre los resultados netos antes de impuesto. (Ver Anexo 5)	Homogeneizar criterios contables con clubes británicos (activos comparables)
	1999	538		
	2000	803		
	2001	947		
River Plate - en Anexo 1 - en Anexo 6	2000	-2.490	Resultado extraordinario: se genera en importes que el fisco argentino determino como no ingresados en concepto de aportes y contribuciones al Régimen de Seguridad Social por el período 1987 - 1995.	Normalizar resultados para permitir la comparación
	2001	1.584		
	1998	91	Aplicación de alícuota vigente de impuesto a las ganancias sobre los resultados netos antes de impuesto. (Ver Anexo 5)	Homogeneizar criterios contables con clubes británicos (activos comparables)
	1999	868		
	2000	-5.094		
	2001	6.903		
Manchester United	1999	-1.807	Resultado extraordinario: honorarios profesionales vinculados con la oferta recibida de BSkyB plc y su consideración por parte de la Comisión sobre Fusión y Monopolios	Normalizar resultados para permitir la comparación
	2000	-1.300	Resultado extraordinario: generado por la suspensión de un proyecto sobre seguro de vida y pensiones en el fútbol.	Normalizar resultados para permitir la comparación

Anexo 6 (continuación)

Ajustes practicados a :	Año	Monto P(G)	Descripción de la partida	Motivo por el cual se ajusta
Celtic	2000	-1.629	Resultado extraordinario: reestructuración que genero la extinción de contratos de trabajo de gran cantidad de empleados y su consiguiente costo no habitual	Normalizar resultados para permitir la comparación
	2001	-4.892	Resultado extraordinario generado por una pérdida en el valor de activos intangibles de carácter excepcional.	Normalizar resultados para permitir la comparación
Aston Villa	2000	-1.384	Resultado extraordinario generado por la demolición de edificios.	Normalizar resultados para permitir la comparación
Newcastle	2000	-2.232	Resultado extraordinario.	Normalizar resultados para permitir la comparación
Fuente : Estados contables presentados ante organismos de contralor respectivos.				

Anexo 7

WACC

Metodología conceptual a utilizar para su cálculo

$$\boxed{\text{WACC}} = \boxed{\text{Costo del Capital propio} \times \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Activo (a)}} + \text{Costo de Deuda} \times \frac{\text{Deuda}}{\text{Activo (a)}}}$$

donde,

$$\boxed{\text{Costo del Capital propio}} = \underbrace{\text{Tasa libre de riesgo}}_{Rf} + \underbrace{\text{Beta}}_B \times \underbrace{\text{Prima de riesgo}}_{(Rm - Rf)}$$

Elementos necesarios :

- Tasa libre de riesgo
- Factor de riesgo (beta)
- Prima de riesgo
- Tasa convenida con acreedores (costo de deuda)

Nota:

(a) El cálculo del WACC utiliza como dato el valor del activo. Ahora bien, el cálculo del valor del activo utiliza como dato el WACC. De esta forma, es necesario proceder a un cálculo iterativo que permita determinar los valores a utilizar a partir de sucesivas aproximaciones hasta que la referencia circular haya sido resuelta.

Fuente : Valuation (A. Damodaran) - Stern (New York University).

Anexo 8

FACTOR DE RIESGO (BETA)

Información sobre instituciones británicas

<u>Institución</u>	<u>Beta</u>
Manchester United	0,860
Tottenham Hotspur	0,452
Celtic	0,508
Aston Villa	0,380
Newcastle United	0,477
Sunderland	0,424
Leicester	0,532

Fuente : Website www.bloomberg.com (United Kingdom)

Anexo 9

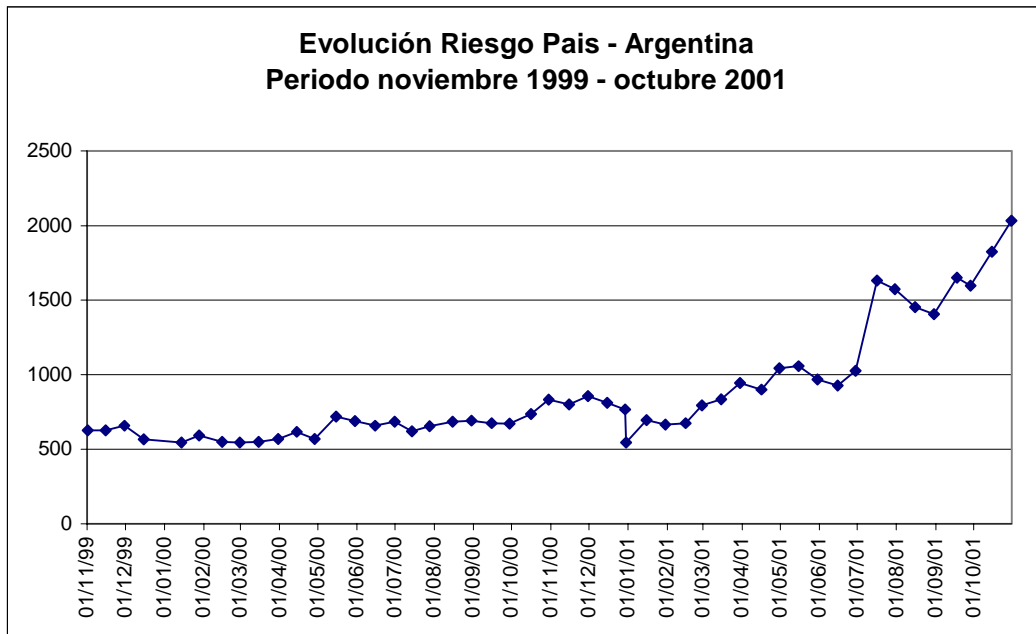
PRIMA DE RIESGO

A - Evolución prima de riesgo. Mercado vs. Libre de riesgo (EEUU)

Período histórico		Spread stocks - T. bonds	
desde	hasta	Aritmético	Geométrico
1928	2000	6,64%	5,59%
1962	2000	5,31%	4,52%
1990	2000	12,67%	8,91%

Fuente : Apuntes de Clase - Valuacion de empresas. Profesor Dapena. UCEMA (2000)

B - Evolución prima de riesgo país - Argentina



Analisis de evolución

Período		Valores		
desde	hasta	Minimo	Máximo	Promedio
nov-99	mar-01	544	855	670
mar-01	oct-01	899	2032	1335
nov-99	oct-01	544	2032	874

Fuente : Archivo diario Ambito Financiero (Buenos Aires, Argentina)

Anexo 10

Incidencia de factor de ajuste por riesgo - país Argentina

Determinación de tasas a aplicar en valuación de Boca Juniors y River Plate

Boca Juniors

Tipo de ingreso	% incidencia sobre total de Anexo 4	Ajuste riesgo país a aplicar	
		a cada actividad de Anexo 9	promedio ponderado
Entradas / abonos.Cachet.	40%	8,74%	3,50%
Television	12%	0,00%	0,00%
Publicidad	17%	8,74%	1,49%
Catering	0%	8,74%	0,00%
Merchandising	0%	8,74%	0,00%
Transferencia de jugadores	24%	0,00%	0,00%
Cuotas de asociados	5%	8,74%	0,44%
Otros	2%	8,74%	0,17%
Total	100%		5,60%

River Plate

Tipo de ingreso	% incidencia sobre total	Ajuste riesgo país a aplicar	
		a cada actividad	Promedio
Entradas / abonos.Cachet.	17%	8,74%	1,49%
Television	16%	0,00%	0,00%
Publicidad	21%	8,74%	1,84%
Catering	0%	8,74%	0,00%
Merchandising	0%	8,74%	0,00%
Transferencia de jugadores	42%	0,00%	0,00%
Cuotas de asociados	4%	8,74%	0,35%
Otros	0%	8,74%	0,00%
Total	100%		3,68%

Valuación de empresas
Boca Juniors vs. River Plate, ¿Cuánto valen?

Anexo 11

Costo de deuda

Determinación de tasas a aplicar en valuación de Boca Juniors y River Plate

Importes en miles de U\$\$

Año fiscal	Boca Juniors					River Plate				
	Deuda total			Intereses (a)	Tasa	Deuda total			Intereses (a)	Tasa
	Inicio	cierre	promedio			Inicio	cierre	promedio		
1998	61.565	49.632	55.599	1.017	1,83%	15535	29067	22301	1422	6,38%
1999	49.632	45.218	47.425	734	1,55%	29067	29983	29525	1942	6,58%
2000	45.218	48.292	46.755	296	0,63%	29983	48678	39331	2703	6,87%
2001	48.292	46.000	47.146	300	0,64%	48678	43065	45872	4813	10,49%
Promedio			49.231	587	1,19%			34257	2720	7,94%

(a) Total de resultados financieros según estados contables respectivos

Fuente : Estados contables respectivos, presentados ante Inspección General de Justicia.

Anexo 12

Ingresos por transferencia de derechos federativos de jugadores profesionales

Análisis

Representa el ingreso más importante para River Plate y el segundo en importancia para Boca Juniors. Para poder evaluar su posible evolución futura es necesario considerar:

Marco legal y reglamentario:

En julio de 2001, el congreso de la Federación Internacional de Fútbol Asociado (FIFA) reunido en Buenos Aires decidió efectuar una modificación en sus reglamentos en relación a la normativa que rige las transferencias de jugadores. De acuerdo a esta modificación, cualquier futbolista, mayor de 23 años, es dueño de sus derechos federativos una vez que se produce el vencimiento de su contrato con la institución en la cual se desempeña. En otras palabras, cualquier jugador profesional, mayor de 23 años, una vez vencido su contrato, puede arreglar condiciones para su fichaje con cualquier club sin que el club en el que se desempeñaba anteriormente tenga derecho a percibir ninguna suma indemnizatoria. Un efecto esperable de esta nueva reglamentación puede ser la pérdida de patrimonio de las instituciones. A continuación desarrollo los antecedentes y detalles de esta resolución, con ejemplos basados en casos reales.

Antecedentes

El 1 de octubre de 1993, el Tribunal de Justicia de la Unión, en respuesta a cuestiones planteadas por la Corte de Apelación de Lieja, dictaminó que:

- Si el contrato de un futbolista profesional expira y si el jugador es ciudadano de uno de los Estados miembros de la Unión Europea, el club no puede impedir al jugador la firma de un nuevo contrato con otro club en otro Estado miembro, ni tampoco puede obstaculizar la firma exigiendo al nuevo club el pago de una compensación por traspaso, formación o promoción.
- No se permiten limitaciones referentes a la nacionalidad de jugadores profesionales que sean ciudadanos de un Estado miembro de la Unión Europea en las competiciones que tengan lugar entre clubes de fútbol que organicen asociaciones y federaciones deportivas.
- No es posible basarse en la sentencia del Tribunal para las compensaciones ya abonadas o que sean pagaderas conforme a una obligación surgida con anterioridad, excepto para aquellas personas que hubieran iniciado acciones judiciales formulando un reclamo equivalente, según el derecho nacional aplicable.

Esta sentencia corresponde al llamado “Caso Bosman”, en alusión a una demanda presentada por Jean Marc Bosman contra el RC Liege (club belga), la Federación Belga de Fútbol y la Unión Europea de Fútbol Asociado (UEFA), en razón de que le era impedido su traspaso a un equipo francés.

Detalle de la resolución FIFA

En julio de 2001, durante el congreso realizado en Buenos Aires, la FIFA resolvió que a partir del 1 de setiembre de 2001 comenzara a regir una enmienda al reglamento de transferencias de jugadores profesionales, que establece que:

- Los jugadores cuyos contratos hayan llegado a su término legal tendrán derecho a trasladarse libremente a cualquier parte del mundo, sujetos a las disposiciones del punto siguiente, el cual trata la indemnización de formación

Anexo 12 (continuación)

- La indemnización por formación deberá pagarse hasta la edad de 23 años por el entrenamiento efectuado hasta los 21 años de edad, salvo cuando sea evidente que un jugador ha terminado su proceso de entrenamiento antes de cumplir los 23 años. La indemnización deberá pagarse cada vez que el jugador cambia de club, hasta que finaliza su entrenamiento y educación.

Ejemplos y aplicabilidad en distintas ligas

En Europa la práctica usual es firmar con los futbolistas un contrato que involucra varias temporadas y una vez vencido el mismo, negociar el traspaso del jugador u otorgar su libertad. Para evitar que jugadores importantes sean tentados para cambiar de club antes de la finalización de su contrato, en general se establecen cláusulas de rescisión de contratos con términos económicos muy onerosos. A partir del caso Bosman, las instituciones se han adaptado y han pagado el precio, en muchos casos, con el brusco descenso de su patrimonio y del valor de sus acciones.

En Argentina, la práctica usual es distinta, ya que a la hora de firmar un contrato, se establece la duración del mismo y automáticamente se establece el derecho de la Institución de una renovación automática por dos temporadas más.

Esto provoca que cualquier jugador, antes de obtener la propiedad de sus derechos federativos deba esperar un lapso de dos años sin contrato.

En la práctica es muy difícil que esto suceda, pero se da. El caso más importante de la última temporada correspondió a Roberto Bonano, quien obtuvo la propiedad de sus derechos federativos en junio de 2001, luego de dos años sin contrato con River Plate y luego fichó con el Barcelona de España.

De acuerdo a la nueva reglamentación, por ser Bonano mayor de 23 años, no corresponde a River Plate reclamar indemnización alguna.

Fuente :

Antecedentes : http://europa.eu.int/comm/sport/key_files/circ/b_bosman_es.html

Resolución FIFA : Website oficial FIFA (www.fifa.com)

Entonces, la cuestión aquí es que efecto puede tener esto en los ingresos que por este concepto perciben Boca Juniors y River Plate. La respuesta es que, si bien en teoría esta reglamentación podría llegar a descapitalizar mortalmente a los clubes, en la práctica el efecto será casi nulo, debido a lo siguiente:

- La práctica usual de celebración de contratos en el ámbito de la Asociación del Fútbol Argentino (AFA) establece un período de un año de contrato con otros dos años de renovación automática a opción del club. Es posible que con la nueva reglamentación la cantidad de años de contrato se extienda. Por allí pasa la clave.
- La modificación tiene efectos para futbolistas mayores de 23 años. En los últimos años ha aumentado la demanda por talentos cada vez más jóvenes. En el futuro, la mayoría de los futbolistas que expongan condiciones técnicas para jugar en Europa (único mercado capaz de generar ingresos por transferencias importantes para Boca Juniors o River Plate) ya se encontrarán jugando en Europa a la edad de 23 años.

Evolución del mercado de transferencias argentino y mundial

En el Anexo 13 se detalla una revisión de las principales operaciones de transferencias de jugadores. Su análisis permite ver la evolución de los mercados de transferencias de Argentina y Europa y permite realizar las siguientes conclusiones:

- Si bien se nota una tendencia creciente a nivel mundial en las operaciones de transferencias de jugadores (31 de las 37 principales operaciones de la historia se desarrollaron en las últimas tres temporadas^{vi}), las cifras correspondientes a la mejor transferencia de cada año producida por Boca Juniors o River Plate, no verifica tendencia creciente desde 1997.
- La explicación a lo antedicho debe buscarse en el distinto peso relativo que tienen las ligas europeas y la liga argentina en la consideración de los europeos. Las cifras de las transferencias más importantes se verifican en jugadores que han probado su eficacia en Europa. En el Anexo 14 se detalla una comparación que permite apreciar claramente este concepto.
- Los jugadores argentinos son respetados y requeridos por la demanda europea, que reconoce su talento y predisposición al juego. Su presencia entre las operaciones de transferencia más importantes es evidente. Resulta decisivo para este reconocimiento los grandes rendimientos individuales registrados en los últimos años, que se traducen en la obtención de títulos por equipos que confían en futbolistas argentinos. Esto asegura que en el futuro mediato seguirá manifestándose una generosa demanda europea de jugadores profesionales del mercado argentino.

Situación actual planteles de Boca Juniors y River Plate.

Históricamente, los ingresos por transferencia han resultado más importantes en River Plate que en Boca Juniors. El Anexo 15 da cuenta de ello.

La pregunta es que puede suceder en el futuro. Ambos equipos cuentan con jugadores con gran cotización o proyección, tales como Riquelme, Barros Schelotto, Delgado, Burdisso, Córdoba en Boca Juniors o D'Alessandro, Ortega, Yepes, Cardetti, Maximiliano López en River Plate. La aparición de nuevos valores es incesante. Puede pensarse entonces que Boca Juniors podrá equiparar a River Plate en este tipo de ingresos. Dos circunstancias dificultan tal equiparación, a saber:

- De acuerdo a sus estados contables al 30/06/2001, Boca Juniors ha cedido derechos federativos de futbolistas profesionales por un monto superior a U\$S 6 millones. También ha cedido el 50% del excedente que el precio de venta tenga por sobre los precios de compra de los activos que componen la cifra ya mencionada. (Ver Anexo 2).
- El único jugador de Boca Juniors que puede superar los 20 millones de dólares en valor de venta (Juan Román Riquelme) está a 19 meses de lograr ser propietario de sus derechos federativos, lo que dificulta enormemente el cierre de una operación de venta en condiciones favorables al club, a medida que el tiempo transcurre.

Conclusión :

Es factible que se sigan produciendo operaciones pero es improbable que se produzca un gran incremento en los precios de venta de derechos federativos. La tendencia sería hacia la estabilidad, en un contexto en el cual los ingresos por transferencia de derechos federativos de jugadores profesionales seguirían siendo un poco más importantes en River Plate que en Boca Juniors.

Anexo 13

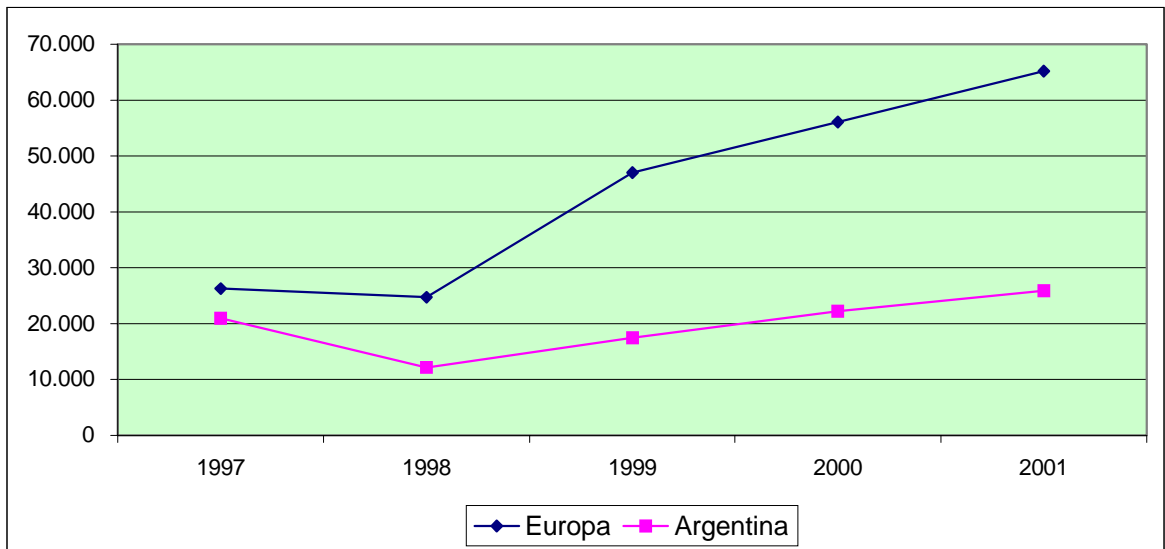
Transferencia de jugadores
Comparación entre mercado nacional e internacional
Importes en miles de U\$S

Europa

Año	Jugador	Principal Operación		Precio
		Vendedor	Comprador	
1997	Ronaldo	Barcelona	Inter	26.300
1998	Vieri	Atl. Madrid	Lazio	24.700
1999	Vieri	Lazio	Inter	47.000
2000	Figo	Barcelona	Real Madrid	56.100
2001	Zidane	Juventus	Real Madrid	65.160

Argentina

Año	Jugador	Principal Operación		Precio
		Vendedor	Comprador	
1997	Salas	River	Lazio	21.000
1998	Ortega	River	Valencia	12.130
1999	Cordoba	San Lorenzo	Inter	17.500
2000	Samuel	Boca	Roma	22.250
2001	Saviola	River	Barcelona	25.850



Fuente : Archivo Diario La Nación (Buenos Aires - Argentina).

Anexo 14

Transferencia de jugadores
Comparación entre mercado nacional e internacional
Importes en miles de U\$S

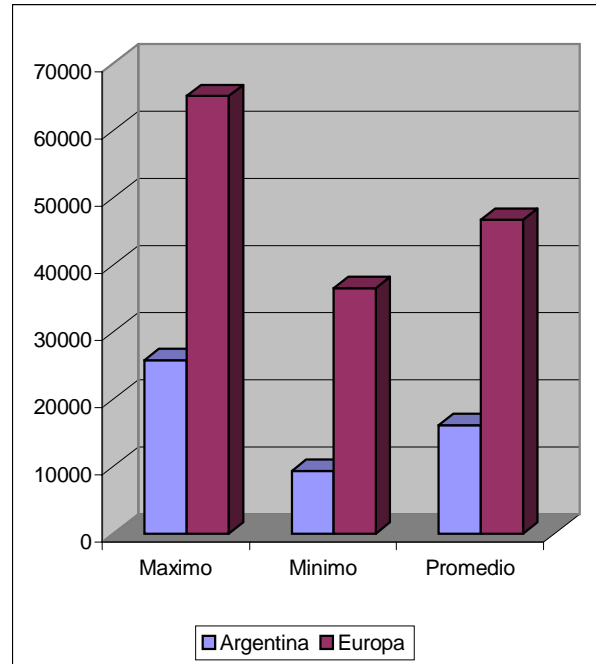
Principales 10 transferencias

Club Vendedor Argentino

Jugador	Comprador	Importe
Saviola	Barcelona	25.850
Samuel	Roma	22.250
Salas	Lazio	21.000
Aimar	Valencia	20.000
Cordoba	Inter	17.500
Angel	Aston Villa	12.500
Ortega	Valencia	12.130
Abreu	La Coruña	11.500
Maradona	Barcelona	9.600
Gallardo	Monaco	9.360

Club Vendedor Europeo

Jugador	Comprador	Importe
Zidane	Real Madrid	65.160
Figo	Real Madrid	56.100
Crespo	Lazio	54.160
Vieri	Inter	47.000
Buffon	Juventus	45.500
Rui Costa	Milan	42.500
Mendieta	Lazio	41.200
Thuram	Juventus	40.000
Veron	Manchester	39.340
Anelka	Anelka	36.600



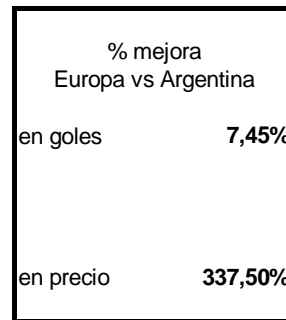
Caso Batistuta

Campaña

	partidos jug.	goles	Ratio
En Argentina	133	77	0,5789
En Italia	291	181	0,6220

Transferencias

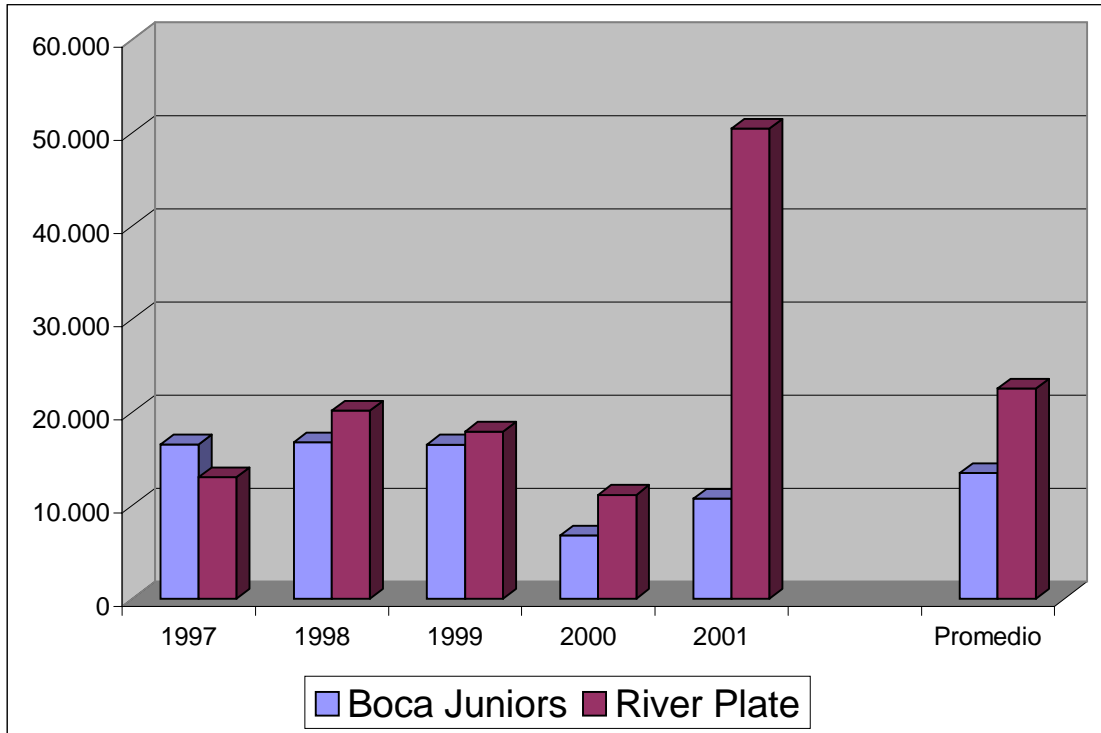
Comprador	Vendedor	Importe
Fiorentina	Boca	8.000
Roma	Fiorentina	35.000



Fuente : Archivo Diario La Nación (Buenos Aires - Argentina)

Anexo 15

Ingresos por transferencia de jugadores
Comparación entre Boca Juniors y River Plate
Importes en miles de U\$S



Fuente : Estados contables respectivos, presentados ante la Inspección General de Justicia.

Anexo 16

**Capacidad ocupada de estadios
Premier League Inglaterra. Temporada actual**

Club	Total	Capacidad Ocupada	Ocupada %
Arsenal	38.500	38.023	98,76%
Aston Villa	42.700	32.137	75,26%
Blackburn Rovers	31.367	25.504	81,31%
Bolton Wanderers	27.879	24.496	87,87%
Charlton Athletic	21.000	20.857	99,32%
Chelsea	42.449	39.529	93,12%
Derby County	33.597	28.539	84,95%
Everton	40.260	34.135	84,79%
Fulham	19.250	16.359	84,98%
Ipswich Town	22.700	22.404	98,70%
Leeds United	40.204	39.799	98,99%
Leicester City	22.215	18.995	85,51%
Liverpool	45.365	44.126	97,27%
Manchester United	67.600	67.547	99,92%
Middlesbrough	35.049	28.316	80,79%
Newcastle United	52.167	51.190	98,13%
Southampton	32.000	29.319	91,62%
Sunderland	48.300	47.157	97,63%
Tottenham Hotspur	36.236	34.669	95,68%
West Ham United	27.000	26.430	97,89%
Promedio	36.292	33.477	92,24%

Fuente : Website oficial de la Premier League (www.fifa-premier.com)

Anexo 17

**Poder adquisitivo de simpatizantes en Argentina
Comparación con otros mercados**

DATOS

Total Gasto de Consumo		Ingreso medio por hogar por mes	
Naturaleza	% s/ total	Concepto	Importe
Alimentos y bebidas	34,02	Ciudad Bs. As.	
Indumentaria y calzado	7,22	norte	2.001,04
Vivienda	12,76	centro	1.461,79
Equipamiento y funcionamiento	6,77	sur	915,79
Gastos para la salud	8,58	total ciudad	1.446,67
Transporte y comunicaciones	13,90	Provincia Buenos Aires	
Turismo	1,97	1er. Cordon	935,65
Equipos de audio, TV y otros	0,85	2do.cordon	491,25
Esparcimiento	2,69	total	736,76
Otros bienes	2,52		
Educacion	3,71		
Bienes y servicios diversos	5,01		
Total	100,00		

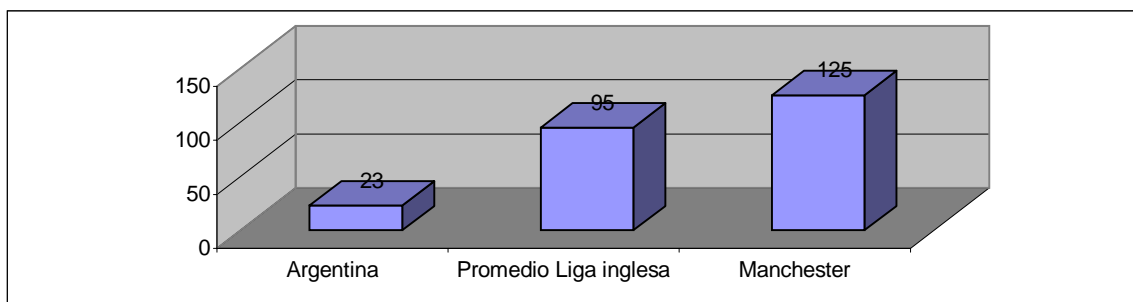
Fuente : INDEC Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares - Archivo Diario Clarin (Buenos Aires)

CALCULO

Suponiendo que la totalidad del gasto de esparcimiento se gasta en fútbol y que el ingreso de cada hogar es igual al total de gastos de cada hogar,

Lugar	% gasto	Total gasto	Gasto en futbol mensual
Ciudad de Buenos Aires	2,69	1.446,67	38,92
Provincia de Buenos Aires	2,69	736,76	19,82
Promedio			22,98

COMPARACION



Fuente: presentación Gerardo Leon - UCEMA - Setiembre 2000

Anexo 18

Ingresos por publicidad
Comparación entre mercado nacional e internacional
Importes en miles de U\$S

a- Publicidad en camiseta

Club	Sponsor	Importe anual	Observaciones
Boca Juniors	Quilmes	3.500	Los importes se han mantenido constantes en las ultimas renovaciones. No es razonable esperar un aumento sustancial en este aspecto. La situación del mercado argentino se ha estancado
River Plate	Quilmes	3.000	
Manchester United	Vodafone	20.000	A junio de 2001, comienzo del actual torneo, el 25 % de los equipos no tiene publicidad en la camiseta por considerar insuficiente el monto que ofrecen los auspiciantes. Salvo Boca Juniors o River Plate, ningun club argentino percibe mas de 700 por año.
Arsenal	Sega	20.000	
Bayern Munich	Opel	15.000	
Bayer Leverkusen	Bayer	10.000	

Fuente: Archivo Diario Clarin (Buenos Aires - Argentina)

b- Contrato con indumentaria

Club	Sponsor	Importe anual	Observaciones
Boca Juniors	Nike	3.000	A ser renovado. Boca pretende hasta 5000 por año. Negocia con Umbro, pero parece dificil elevar la cifra actual.
River Plate	Adidas	3.000	A ser renovado. Muy dificil que se logre un aumento Situación del mercado : importante estancamiento
Manchester United	Nike	32.631	Acuerdo estrategico período 2002-2015

Fuente: Archivo Diario Clarin (Buenos Aires - Argentina)

c- Publicidad estática

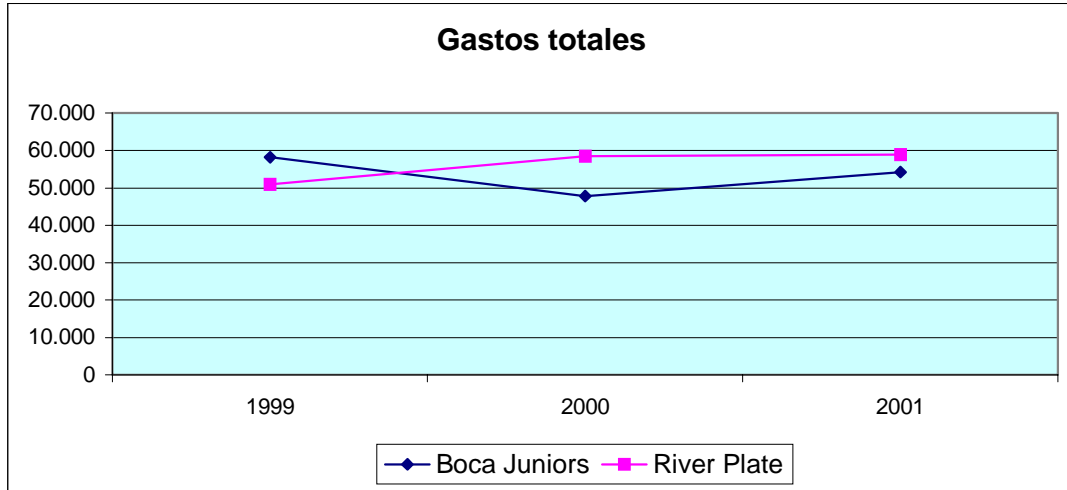
Tanto Boca Juniors como River Plate han concesionado la explotación de la publicidad estática en el estadio, a cambio de un ingreso fijo asegurado.
El ingreso por este concepto en ambos clubes esta en alrededor de 1000, y se ha mantenido estable en los últimos años
No es razonable esperar un aumento significativo en este rubro.

Anexo 19

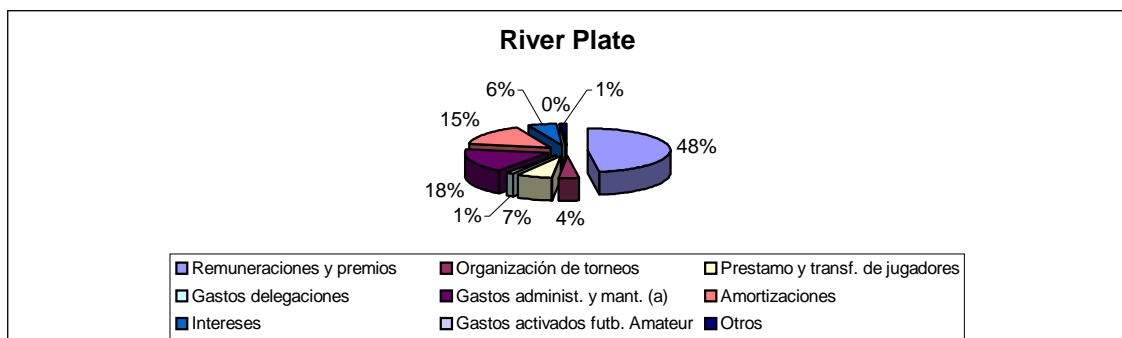
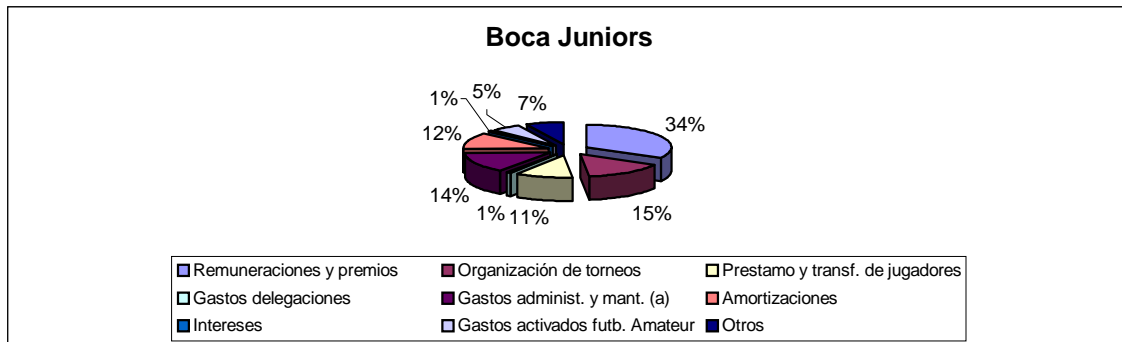
Egresos

Evolución últimos tres ejercicios fiscales

Importes en miles de U\$S



Composición gasto. Promedio últimos tres años



Fuente : Estados contables respectivos, presentados ante Inspección General de Justicia

Anexo 20

Remuneración, premios y otras contribuciones a jugadores y técnicos. Fútbol profesional Análisis. Composición y evolución.

Importes en U\$S

Tal como puede observarse en el Anexo 1, es el rubro con mayor incidencia sobre el total de egresos. Considerando un promedio de los últimos tres ejercicios fiscales, este rubro representa el 34% del total de egresos de Boca Juniors y el 48 % del total de egresos de River Plate. Se compone fundamentalmente de tres conceptos :

a) Monto anual asegurado por contrato (prima o similares)

Desde 1990 hasta 1997, River Plate obtuvo 7 campeonatos a nivel nacional y 3 Copas internacionales. Se trata quizás de su era más prolífica en cuanto a éxitos deportivos se trata.

Por otra parte, se verifica en esta etapa una gran escalada en el importe de las transferencias de jugadores al exterior. Tanto triunfos y el ya mencionado aumento de cotizaciones de futbolistas generaron una gran presión salarial con el objeto de aumentar el monto anual asegurado por contrato, en parte como recompensa por los triunfos, en parte como compensación por la recotizaciones y en parte para mantener la motivación en el futuro, ya sea para permanecer en la institución como para seguir obteniendo triunfos.

Lo antedicho genero un importante crecimiento del monto asegurado anual para cada futbolista llegando a registrar un promedio anual para el plantel de alrededor de U\$S 600.000 por jugador por año, con topes en un monto cercano a los U\$S 750.000.

Estas cifras no se correspondían con la posibilidad que tiene River Plate de generar ingresos. Esto motivó que a partir de 1999, los dirigentes llevaran adelante una importante presión para lograr un descenso en los montos asegurados anuales por contrato, con el objetivo de encuadrarlos en el presupuesto económico anual.

Los montos asegurados anuales por contrato disminuyeron en general, con topes fijados en los U\$S 500,000. El caso de Boca Juniors es similar pero con un desarrollo temporal distinto. En el período 1998-2001, el club obtuvo 3 campeonatos nacionales y 3 campeonatos internacionales, en uno de los ciclos más exitosos de su historia. La presión de los futbolistas con el objeto de obtener mejores remuneraciones comenzó a fines de 1999, pero ha sido controlada por las autoridades del club. En la actualidad los montos están en una escala similar a la señalada para River Plate.

No es factible que se produzcan aumentos o reducciones significativas en el futuro inmediato.

b) Sueldos

Los futbolistas ganan sueldos de U\$S 5.000 promedio por mes, con topes de hasta U\$S 7.000. De los tres conceptos que componen su remuneración es el menos significativo.

Se ha mantenido constante en los últimos años y no es razonable esperar que se produzcan cambios importantes en el futuro.

c) Premios

Es el único concepto variable de los tres que componen la remuneración de los futbolistas.

Los premios se determinan en función de los ingresos generados y en general representan un porcentaje sobre dicho ingreso. (p.e. "40 % del total percibido por cachet y televisión por pasar a la siguiente ronda del torneo").

Las proporciones entre los premios y los ingresos generados se han mantenido constantes durante los últimos años es de esperar que esto continúe siendo así.

Fuente: estimaciones propias realizadas en base a contratos e informaciones periodísticas consultadas.

Anexo 21

Evolución de amortizaciones e inversiones

Plantel profesional

Importes en U\$S

Boca Juniors

	1999	2000	2001	Promedio	
				ult. 3 años	ult. 2 años
Inversiones (a) (b)	7.053	9.708	3.190	6.650	6.449
Amortizaciones	6.262	6.321	6.812	6.465	6.567

River Plate

	1999	2000	2001	Promedio	
				ult. 3 años	ult. 2 años
Inversiones (a)	5.052	9.221	7.827	7.367	8.524
Amortizaciones	8.252	8.874	8.844	8.657	8.859

Notas :

General **Propongo considerar el promedio de los últimos dos años.**

- (a) No se consideran las inversiones en Bienes de Uso, debido a que :
- gran parte de dichas Inversiones tienen por objeto instalaciones utilizadas para otros deportes
 - las destinadas al futbol, de ser consideradas, implicaría la necesidad de considerar aumentos en los ingresos en idénticas proporciones al menos ya que se trata de obras con gran posibilidad de recupero de la inversion (p.e. Construcción de palcos, estacionamientos, etc.)

- (b) Neto de gastos activados incorrectamente. Ver Anexo 5

Fuente : Estados contables respectivos, presentados ante Inspección General de Justicia.

Anexo 22 Cálculo tasa de crecimiento

- *Calculo*

$$\text{Crecimiento esperado} = \text{Tasa de reinversion} \times \text{Retorno de capital}$$

$$\text{Tasa de reinversion} = \frac{\text{Inversion} - \text{Depreciacion} + \text{Variacion capital de trabajo}}{\text{EBIT} (1-t)}$$

$$\text{ROC} = \frac{\text{EBIT} (1-t)}{\text{Capital invertido}}$$

$$\text{Crecimiento esperado} = \frac{\text{Inversion} - \text{Depreciacion} + \text{Variacion capital de trabajo}}{\text{Capital invertido}}$$

Crecimiento esperado =	$\frac{\text{Aumento Activo} - \text{Aumento Pasivo Corriente}}{\text{Capital invertido}}$
-------------------------------	--

Boca Juniors	1997	1998	1999	2000	2001	Promedio
Activo	74.893	63.513	58.718	64.179	63160	
Pasivo corriente	36.801	27.810	28.048	32.138	31113	
Aumento del activo	-	11.380	- 4.795	5.461	- 1.019	-2933
Aumento del pasivo corriente	-	8.991	238	4.090	- 1.025	-1422
Capital invertido		13.881	13.500	15.887	16788	15014
Tasa de crecimiento esperado		-0,1721	-0,3728	0,0863	0,0004	-10,06%
River Plate						
Activo	65262	80423	82207	82550	97373	
Pasivo corriente	12811	27685	26888	43113	39549	
Aumento del activo		15161	1784	343	14823	8028
Aumento del pasivo corriente		14874	-797	16225	-3564	6685
Capital invertido	49727	51336	52224	33872	54308	47935
Tasa de crecimiento esperado		0,0056	0,0494	-0,4689	0,3386	2,80%

Anexo 22

Calculo de tasa de crecimiento

- Análisis

Boca Juniors presenta una tasa negativa, originada en los importantes ajustes practicados a sus estados contables (ver Anexo 6). Sin embargo, la tendencia indica que Boca Juniors se mantuvo con crecimiento cero en los dos últimos años.

Teniendo en cuenta que los criterios contables se mantendrán en el futuro, considero factible que esta tendencia de crecimiento cero se mantenga durante el período de proyección del EBIT considerado en este trabajo (cinco años).

River Plate presenta una evolución muy irregular, motivada fundamentalmente en la irregularidad del concepto en el cual basa su modelo de negocio : la transferencia de jugadores. Considero que la tasa promedio de los últimos cuatro ejercicios fiscales es un parámetro normalizado, que resulta adecuado para proyectar el crecimiento del EBIT por el período considerado en este trabajo (cinco años).

Entonces :

Tasa de crecimiento a utilizar para la proyección del crecimiento del EBIT de Boca Juniors : 0%

Tasa de crecimiento a utilizar para la proyección del crecimiento del EBIT de River Plate : 2,8%

APENDICE

Utilización de opciones en los clubes de fútbol

Una opción es un derecho para comprar (vender) un activo en algún momento dentro de un tiempo predeterminado por un precio determinado. Es un derecho pero no constituye una obligación. Si al momento de expiración de la opción, ésta no resulta conveniente, puede dejarse expirar.

La pregunta que surge es : ¿cómo pueden aplicarse las opciones reales en los clubes de fútbol?

Es posible comenzar respondiendo que para que exista una opción es necesario que exista una oportunidad de inversión. Si esta oportunidad envuelve un grado de incertidumbre, las opciones constituyen una herramienta viable, ya que otorgan gran flexibilidad para decidir.

Veamos entonces que tipo de oportunidades aparecen hoy en el contexto en que desenvuelven sus operaciones los clubes de fútbol.

Oportunidad 1: el mercado de transferencia de jugadores profesionales.

Un club argentino adquiere los derechos federativos de un jugador profesional, los revaloriza a través de la actuación de dicho profesional en el club y luego vende los derechos federativos a un club europeo en un monto superior al invertido.

Hemos descripto una oportunidad de negocio para un club de fútbol, que puede ser enmarcada dentro de la variante de ejercicio de una opción.

En los últimos años se han producido operaciones muy exitosas en este campo. En dichas operaciones se verificó lo siguiente:

- Los jugadores cuyos derechos federativos fueron adquiridos se encontraban en edad juvenil (inferior a 23 años), en plena etapa de desarrollo de sus capacidades futbolísticas, habiéndose destacado en clubes o mercados sin proyección internacional.
- Los clubes argentinos adquirentes de los derechos federativos tienen gran proyección y prestigio a nivel internacional.
- La venta al club europeo se produce luego de no menos de 18 meses de actuación en el club argentino, y habiéndose destacado el futbolista no solo en este club sino también en su Selección Nacional.

A continuación se presentan tres casos muy exitosos que caracterizan esta operatoria:

Jose Marcelo Salas

Inversión efectuada

- precio de compra (a)	3.564	sep-96
- remuneraciones (estimadas)	1.000	sep-97
	1.000	may-98
- total invertido (VPN al momento de la venta)	6.355	may-98

Ingreso obtenido por venta (a) 21.000 may-98

Rentabilidad de la operación

importe	14.645
porcentaje	230,45%

Walter Samuel

Inversión efectuada

- precio de compra (a)	1.928	ago-97
- remuneraciones (estimadas)	500	ago-98
	700	ago-99
	800	jun-00
- total invertido (VPN al momento de la venta)	4.764	jun-00

Ingreso obtenido por venta (a) 22.250 jun-00

Rentabilidad de la operación

importe	17.486
porcentaje	367,04%

Juan Pablo Angel

Inversión efectuada

- precio de compra (a)	2.550	jul-98
- remuneraciones (estimadas)	700	ago-99
	1.000	dic-00
- total invertido (VPN al momento de la venta)	5.103	dic-00

Ingreso obtenido por venta (a) 6.250 dic-00

Rentabilidad de la operación

importe	1.147
porcentaje	22,48%

Nota :

(a) Fuente : Archivo Diario La Nación (Buenos Aires - Argentina).

Estas operaciones no fueron planteadas como una opción en el momento en que River Plate (Salas o Angel) o Boca Juniors (Samuel) adquirieron los derechos federativos. Sin embargo, este tipo de operatoria se puede sistematizar y plantearse como una opción real. Para lograrlo, en lugar de adquirir los derechos federativos de los jugadores, habría que adquirir un derecho a comprar estos derechos federativos en el futuro. La forma de hacerlo es mediante una operación de préstamo de jugadores. De esta forma quedaría claramente planteada una opción:

- El precio que se paga por el derecho de opción es el precio del pase a préstamo.
- El precio de la opción se fija en el momento de concretar el préstamo para ser ejercida la opción al finalizar el período de préstamo.
- El ejercicio o no de la opción dependerá de cuanto se revaloricen los derechos federativos del jugador, por encima del precio de ejercicio de la opción.

Ejemplo: River Plate incorporó a préstamo hasta junio de 2002 al jugador profesional Esteban Cambiasso por U\$S 500.000, proveniente del Real Madrid de España, con opción a compra a la fecha de expiración del préstamo por U\$S 8 millones de dólares. Si River Plate recibe por Cambiasso ofertas que compensen lo invertido (precio del préstamo, remuneraciones del jugador, comisiones, etc.) y otorguen algún beneficio, seguramente el club ejercerá la opción.

Las mayores dificultades para que estas operaciones resulten exitosas se verifican en:

- Fijación del precio de la opción y del precio de ejercicio de la opción : en el mercado futbolístico actual estos precios se determinan sin seguir ningún patrón lógico de comportamiento económico esperado.
- La revalorización del jugador, que depende en gran parte , por tratarse de un deporte colectivo, del desempeño y trascendencia que logre un equipo.

Oportunidad 2: actividades económicas rentables no explotadas por un club de fútbol

Esta es otra variante para plantear una opción real. No se trataría de una opción de espera como la anterior, sino de una opción de abandono. Puede describirse de la siguiente manera:

Existe una actividad X que no se encuentra explotada o se encuentra sub-explotada por el club. Un inversor tiene un plan para obtener rentabilidad con la explotación de dicha actividad, basada en un plan de desarrollo a implementar.

El problema esta en la incertidumbre existente acerca de la real posibilidad de desarrollo de tal actividad en el futuro.

Bien, la opción podría plantearse de esta manera: el inversor asegura por contrato a la institución percibir un monto fijo anual durante 10 años a cambio de los derechos de explotación de la actividad X . Se plantea en el contrato una cláusula que permita dejar sin efecto el vínculo inversor- club al cabo de 2 años si la actividad explotada no alcanza un monto determinado de facturación.

A continuación se detalla un cuadro acerca del grado de desarrollo de las distintas fuentes de ingresos de los clubes de fútbol argentino, en comparación con clubes de otros mercados.

GRADO DE DESARROLLO

	Argentina	Brasil	Italia	Inglaterra
Transferencia de jugadores				
Recaudaciones, Cuotas sociales, Abonos				
Publicidad y concesiones				
Derechos de television				
Merchandising				

Referencias



Las mayores dificultades para que estas operaciones resulten exitosas se verifican en:

- Bajo poder adquisitivo del simpatizante medio en Argentina, lo cual resulta gravitante si se considera que las actividades con escaso grado de desarrollo lo tienen como “cliente” a dicho simpatizante.
- Condiciones muy poco favorables en Argentina para un emprendimiento relacionado con venture capital.

Notas finales

ⁱ Fuente : presentación del Dr. Gerardo Leon – Universidad del CEMA (UCEMA). Setiembre 2000

ⁱⁱ Fuente : Valuation por Aswath Damodaran – New York University.

ⁱⁱⁱ Fuente : The dark side of the valuation – Aswath Damodaran – Marzo 2000

^{iv} Fuente: Yahoo finance (<http://bonds.yahoo.com/rates.html>)

^v Fuente: Estados contables de Manchester United al 30 de junio de 2000 presentados ante la autoridad de contralor.

^{vi} Fuente: Archivo Diario La Nación – Buenos Aires (Argentina)

^{vii} Fuente: Artículo periodístico Financial Times (Londres) 13 de agosto de 2001.

Bibliografía y artículos consultados:

- Valuation por Aswath Damodaran – New York University
- The dark side of the valuation – Aswath Damodaran – Marzo 2000
- Using APV: A better tool for valuing operations – Timothy A. Luerhman – Harvard Business Review
- The options approach to capital investment – Avinash K. Dixit / Robert S. Pindyck – Harvard Business Review.
- Investment opportunities as real options: Getting started on the numbers – Timothy A. Luerhman – Harvard Business Review.
- Disciplined decisions: aligning strategy with the financial markets – Martha Amram / Nalin Kulatilaka – Harvard Business Review.
- How much is flexibility worth? – Thomas E, Copeland / Philip T. Keenan – The McKinsey Quarterly 1998 Number 2
- The promise and peril of Real Options – Aswath Damodaran – New York University