



Manuel Rico Llopis
Economista. Grupo
Leopoldo Pons
✉
mrico@leopoldopons.com

¿Por qué superan los concursos de acreedores los clubes de fútbol profesionales españoles?

Why do Spanish football clubs success in their insolvency proceedings?

I. INTRODUCCIÓN

Con carácter general las empresas tienen una clara vocación de permanencia, pero no todas lo consiguen de forma indefinida, ya que durante su ciclo de vida éstas se enfrentan a diferentes situaciones críticas, y unas sobreviven y otras fracasan, se liquidan y desaparecen. La literatura clasifica en dos grandes grupos las causas que provocan la liquidación de una empresa (McKiernan, 2003; Trahms et al., 2013): a) externas o ajenas (por ejemplo, un cambio tecnológico o un incremento de la rivalidad entre competidores) y b) internas o propias (por ejemplo, errores estratégicos, recursos humanos, cultura organizacional, estructura organizativa, equipo directivo o una deficiente gestión financiera). El proceso mediante el cual una empresa intenta superar una situación crítica y evitar el fracaso se denomina *turnaround* (reflotamiento²) (Nueno, 1991). Frente a otras tipologías relacionadas con el rediseño de estructuras, el cambio estratégico, la innovación estratégica o la reingeniería de los negocios, el *turnaround* pretende transformar empresas poco rentables y con dificultades para sobrevivir, en otras competitivas y rentables. Las diferencias principales que podemos establecer entre el *turnaround*

Fecha de recepción y acuse de recibo: 23 de mayo de 2015. Fecha primera evaluación: 8 de septiembre de 2015.
Fecha de aceptación: 28 de octubre de 2015.



RESUMEN DEL ARTÍCULO

En el presente trabajo analizamos las razones que subyacen en el elevado éxito que presentan los concursos de acreedores de los clubes de fútbol. El escenario concursal español ha presentado unas tasas de fracaso muy elevadas (superiores al 90%), evidenciando notables debilidades en el mismo. Por el contrario, los clubes de fútbol han resuelto exitosamente sus situaciones de insolvencia legal en la gran mayoría de casos, y los resultados del estudio muestran que (i) una estructura financiera con menos concentración de crédito privilegiado especial (particularmente bancos con garantía real) que el resto de sociedades mercantiles y (ii) el apoyo sistemático que las administraciones públicas les han prestado (adhiriéndose incluso a propuestas de convenio), han posibilitado tales resultados. Ello, además, en un contexto en el que las administraciones públicas se han mostrado especialmente reticentes a prestar apoyo al resto de empresas insolventes, mientras sí lo hacían a otras (clubes de fútbol) que presentaban unos indicadores de gestión significativamente más pobres.

EXECUTIVE SUMMARY

In the present paper we analyze the reasons behind the high success rate in the football clubs insolvency proceedings. The Spanish insolvency scenario has shown elevated fail rates (higher than 90%), evidencing notable weaknesses. Conversely, football clubs have successfully overcome their legal insolvency situations in the great majority of cases, and the results of our paper prove that (i) a financial structure less concentrated in secured credits (particularly secured financial institutions) than the rest of firms, and (ii) the systematic support given by public administrations (voting in favor of their proposals) have provided such outcome. Additionally, this occurs in a context in which public administrations have shown their reticence to give support to the rest of insolvent firms, while others (football clubs) receive it even though they present poorer management indicators.

España es el país con mayor número de casos de insolvencia de clubes profesionales de toda Europa y, al mismo tiempo, registra una de las más altas tasas de reflotamiento

y esas otras acciones de cambio son el menor tiempo de reacción de que se dispone, y el mayor alcance y efecto organizacional que tiene (Schmitt y Raisch, 2013). Los procesos de *turnaround* constan de diferentes etapas y acciones que suelen establecerse en función de las causas que lo provocaron y del impacto del mismo (Robbins y Pearce, 1992). Para aquellas situaciones que, causa-efecto, se traducen en un estado de grave insolvencia financiera, el legislador instituyó el *concurso de acreedores* (Fernández, 2004). El objetivo principal del régimen concursal es la satisfacción de las deudas a los acreedores mediante dos soluciones alternativas (Aguiar-Díaz y Ruiz-Mallorquí, 2013): 1) la aprobación de un convenio (renegociación de deuda) o 2) la liquidación patrimonial (desaparición). Actualmente la eficacia y alcance del mismo en España es extraordinariamente heterogéneo y limitado³ (CreditReform, 2013; Van Hemmen, 2015).

En el ámbito económico-empresarial español, uno de los sectores que mejor refleja las debilidades y discrecionalidad de los concursos de acreedores es el de las Sociedades Anónimas Deportivas (en adelante SAD) en el que, entre otras, se encuentran los clubes de fútbol profesional. Algunas razones que lo evidencian son, por un lado, que España es el país con mayor número de casos de insolvencia de clubes profesionales de toda Europa (22 casos sobre un total de 33 clubes europeos) y, al mismo tiempo, registra una de las más altas tasas de reflotamiento (Storm y Nielsen, 2010) y, por otro, que mientras entre las sociedades mercantiles su eficacia es marginal (apenas un 7,5%) (Van Hemmen, 2015) en el de las SAD de clubes de 1ª y 2ª División, en 2014 esa tasa está alrededor del 90% (véase **Tabla 1**). Esos datos reflejan un llamativo fenómeno

Tabla 1. Resumen de las soluciones de concurso en función de la categoría

	CONVENIO	LIQUIDACIÓN	TOTAL	% ÉXITO	% FRACASO
1ª División	3	0	3	100,0	0,0
2ª División	17	2	19	89,5	10,5
Total	20	2	22	90,9	9,1

Fuente: Elaboración propia.

empresarial, y es que mientras que las SAD tienen unas altísimas probabilidades de salir exitosamente de una situación de insolvencia crítica, cualquier otro tipo de compañía no. Este aspecto es si cabe más sorprendente si tenemos en cuenta que las SAD no están amparadas en ninguna regulación específica en materia concursal.

La literatura económico-empresarial sugiere que en el reflotamiento de aquellas situaciones de crisis provocadas por fuertes desajustes financieros, es clave una rápida respuesta acompañada de la implementación de eficaces estrategias de reducción de costes y generadoras de liquidez (Robbins y Pearce, 1992; McKiernan, 2003). Sin embargo, de acuerdo a Shepherd y Rudd (2013) se podría pensar que esas no parecen ser las razones que explicarían el plus de supervivencia de los clubs de fútbol españoles (instalados en una permanente situación de crisis financiera) sino otras más relacionadas con el origen interno de la crisis y su influencia en el entorno.

Por todo ello, el objetivo de este trabajo es arrojar luz sobre las razones últimas por las que superan tantos concursos de acreedores los clubs de fútbol profesionales españoles y las diferencias observadas en clubs no concursados. Para ello vamos a comparar los estados financieros agregados de tres muestras, una formada por clubs de Primera y Segunda división que se acogieron al concurso de acreedores (2008-2015), una segunda formada por SAD de Primera y Segunda que no han estado en concurso de acreedores, y otra compuesta por sociedades similares en tamaño a éstos pertenecientes al ámbito mercantil, concursadas durante ese periodo. Las contribuciones del mismo evidencian unas particularidades en la estructura de activos y en la composición de los pasivos de los clubs que les permite superar en mayor medida esa situación; reclamando todo ello una revisión del actual marco legislativo concursal que implique a más partes en el proceso, preserve la competición deportiva y haga más viables a las sociedades mercantiles españolas.

PALABRAS CLAVE

Concurso de acreedores, club de fútbol, turnaround, ratios financieros, acreedores públicos.

KEY WORDS

Bankruptcy, football club, turnaround, financial ratios, public creditors.

2. LA LEGISLACIÓN DEL DEPORTE Y LA INSOLVENCIA EN EL FÚTBOL

2.1. La legislación española del deporte y la insolvencia

De acuerdo a autores como García y Rodríguez (2003) o Barajas y Rodríguez (2010), la legislación deportiva en España nace con la Ley 10/1990 del Deporte (en adelante LD), que regula la organización de las corporaciones deportivas y, en particular, articula la forma

societaria de Sociedad Anónima Deportiva (SAD).

La SAD está inspirada en el régimen general de las Sociedades Anónimas (SA), aunque incorpora algunas especificidades para adaptarse a la industria del deporte. De acuerdo a los datos del Consejo Superior del Deporte (CSD, 2015), se podría afirmar que a pesar del esfuerzo legislador, el fracaso de este modelo societario resulta evidente, por cuanto que durante este periodo (1999/2014) ha seguido manteniéndose un importante endeudamiento de los clubes de la LFP con las Administraciones Públicas (AAPP) (Hacienda, Seguridad Social, Diputaciones, Ayuntamientos, etc.), entidades financieras y otros proveedores. Esa situación es paradójica hasta el punto que suscita diferentes cuestiones como (Storm y Nielsen, 2012): ¿por qué el fútbol profesional funciona permanentemente al borde de la insolvencia sin llegar al colapso? A esa cuestión más general cabría añadirle alguna más específica como ¿por qué superan tantos concursos de acreedores los clubes de fútbol españoles?

De acuerdo a la Ley Concursal (Ley 22/2003, en adelante LC) el proceso concursal tiene como propósito el pago de las deudas a los acreedores, mediante dos soluciones alternativas: (1) una preferente, la aprobación de un convenio (reorganización de deuda) y (2) la liquidación del patrimonio social. Para favorecer este proceso, el principal efecto que tiene la declaración de concurso es la paralización temporal del pago de las deudas anteriores a la declaración, abonándose conforme a cualquiera de las dos soluciones señaladas. La única alusión que se hace en la LC a las situaciones de insolvencia de entidades deportivas está contenida en su Disposición Adicional (DA) 2ª bis, que trata de evitar desventajas en la competición, en este caso concreto producidas por la prevalencia de la LC sobre lo dispuesto en el art. 192^d del Reglamento de la Real Federación Española de Fútbol (RRFEF), remitiendo a las SAD a la regulación específica de su competición.

2.2. La situación financiera de los clubes españoles

Tal y como afirma Szymanski (2012), la insolvencia es un problema endémico del fútbol europeo cuyas causas derivan de diferencias de tradición, regulación y legislación. Así por ejemplo, mientras que para los clubes ingleses esa situación es más debida a *shocks* externos (descensos de categoría principalmente) que a dudosas prácticas directivas (fichajes de futbolistas que son financieramente



inasumibles), para el caso español sus causas parecen encontrarse en un abanico más amplio de razones, algunas de ellas de difícil justificación. Así, junto a las derivadas de unos malos resultados deportivos y estrategias de fichajes irracionales, habría que sumar el apoyo financiero de importantes acreedores que, bajo la creencia de que si el club mantiene la categoría, tarde o temprano podrán cobrar sus deudas, mantienen con vida a varios clubes técnicamente insolventes (Barajas y Rodríguez, 2010).

Para evaluar la situación de la deuda de la LFP se han observado los datos financieros agregados del periodo 2009/2014 (CSD, 2015). Aunque en términos generales se revela una cierta reducción en el volumen de deuda de la Primera y Segunda División españolas (véase **Tabla 2**), pasando de 3.415,1 millones de euros en la temporada 2009/2010 a 2.904,8 millones de euros en la 2013/2014, la deuda con las AAPP ha aumentado en términos relativos, situándose en torno al 20% de la deuda total de los clubes de Primera y el 40% de los clubes de Segunda.

Tabla 2. Composición del endeudamiento de los clubes profesionales (2009-2014)

% S/TOTAL DE LA CATEGORÍA	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014 ⁵
Deuda total 1ª	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Hacienda	14,9	15,9	17,0	23,3	19,9
Seguridad social	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
Total AAPP	15,1	16,1	17,4	23,7	20,4
Entidades de crédito	30,8	29,8	25,9	23,7	23,2
Otras deudas	54,1	54,8	56,7	52,6	56,4
Deuda total 2ª	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Hacienda	24,2	30,5	34,3	27,1	38,9
Seguridad social	1,7	1,6	1,7	2,3	2,2
Total AAPP	25,9	32,1	36,0	29,4	41,1
Entidades de crédito	7,7	12,8	16,3	9,4	16,1
Otras deudas	66,4	55,1	47,7	61,2	42,8
Total AAPP 1ª+2ª	16,7	18,2	19,8	24,2	23,8
Total deuda 1ª (mill €)	2.907,9	2.995,5	2.752,0	2.765,9	2.428,2
Total deuda 2ª (mill €)	507,2	456,0	417,3	284,1	476,6

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la muestra.

En este sentido, autores como Ascari y Gagnepain (2006) y Barajas y Rodríguez (2010) apuntan al apoyo que perciben los clubes españoles por parte de las AAPP como una particularidad no observada en el fútbol europeo. Este hecho ha llevado a que recientemente se esté impulsando la imposición de sanciones por parte de la UE a los gobiernos autonómicos y ayuntamientos españoles por las ayudas prestadas, concretadas en avales, aplazamientos de deuda, subvenciones y esponsorizaciones. Asimismo, la competición no escapa al establecimiento de medidas tales como el *Fair Play* Financiero (UEFA, 2012), que proveen de un marco de seguridad jurídica, al menos en las competiciones europeas.

3. LOS ACREEDORES CONCURSALES Y EL REFLOTAMIENTO DE LA EMPRESA

Uno de los determinantes clave que en el ámbito mercantil posibilitan una salida exitosa de un concurso de acreedores es la estructura financiera de la compañía concursada (la composición de los acreedores) (Franks y Sussman, 2005). Dichos acreedores pueden clasificarse en públicos y privados, y dentro de estos últimos en bancarios y comerciales. Ello es así porque las compañías concursadas someten a votación un convenio de pagos que deben aprobar sus acreedores, por lo que en última instancia la decisión de la continuidad de la compañía (siempre que no haya pedido la liquidación con anterioridad) dependerá de la voluntad de los mismos.

La influencia de los acreedores no parece depender de la actividad de la concursada sino de la naturaleza de sus activos y pasivos. Según Aguiar-Díaz y Ruiz Mallorquí (2013) existe una mayor posibilidad de éxito en el caso de que haya un predominio de las entidades financieras sobre los acreedores comerciales. No obstante, García-Posada y Mora-Sanguinetti (2012) apuntan al escaso interés de los acreedores con garantía real (principalmente entidades financieras) como causa de la baja tasa de *concuralidad* de las empresas españolas, dada la menor duración y coste del procedimiento de ejecución hipotecaria frente al concurso de acreedores. Esto último incorpora un matiz al trabajo de Aguiar-Díaz y Ruiz Mallorquí (2013), y es que las entidades financieras parecen proveer un mejor marco para soluciones de viabilidad, siempre que

no tengan sus deudas garantizadas, pues en caso contrario parecen acudir al procedimiento alternativo de la ejecución. Ello explicaría por qué algunos clubes con una elevada deuda financiera garantizada con activos tangibles han evitado las situaciones de concurso, aun siendo técnicamente insolventes.

En cuanto a las AAPP, quienes tienen un indudable papel en el éxito de los casos de insolvencia de clubes de fútbol debido al apoyo sistemático que han prestado en los años recientes, la teoría cuestiona su capacidad de participación activa en el procedimiento concursal. Thomàs (2011) destaca que el derecho de abstención general de que goza el crédito tributario establecido por el art. 164.4 LGT no puede extenderse a los créditos ordinarios y subordinados, quedando circunscrito al crédito privilegiado. En este sentido, el principio de indisponibilidad de los créditos públicos delimita la capacidad que tiene la Hacienda para suscribir convenios que, si bien está prevista legalmente, debe producirse previa autorización del organismo competente, motivo que podría explicar que el apoyo a unas determinadas empresas sea altamente discrecional y no se dé de forma generalizada en todos los procedimientos concursales. Lo anterior viene reforzado por los argumentos aportados en el trabajo de Carbajo (2014), que afirma que la administración tributaria, en las recientes reformas legislativas, ha intentado reforzar el papel de Hacienda en el concurso de acreedores, intentando mejorar su capacidad recaudatoria, por medio del aumento de los privilegios, haciendo prevalecer la ejecución singular frente al patrimonio del deudor y en contra de la *par conditio creditorum*, dejando de lado la viabilidad de las compañías concursadas.

Finalmente, se ha cuestionado si el apoyo de las administraciones públicas a un convenio con quitas y esperas tiene la consideración de “ayudas de estado”. No obstante, como indica Pulgar (2004), y atendiendo a lo dispuesto en la Decisión 2003/283/CE, de 27 de noviembre de 2002, la ayuda no se considerará prohibida cuando el convenio apoyado provea una mayor satisfacción que la liquidación, por lo que éste no parece ser un motivo de la escasa participación de las AAPP en los concursos.

En definitiva, se podría argumentar que si los clubes de fútbol presentan una estructura financiera significativamente distinta de las compañías mercantiles cabe esperar que frente a una situación de insolvencia los resultados fueran dispares.



4. EL ESTUDIO DE LAS SITUACIONES DE INSOLVENCIA DE CLUBES Y SOCIEDADES MERCANTILES

Para dar respuesta a las cuestiones planteadas sobre la supervivencia de las SAD nos hemos centrado en un ámbito concreto, los clubes de fútbol. Como variables de análisis se ha definido la solución del concurso (convenio o liquidación) y distintos indicadores financieros. Como fuente de información hemos empleado, por un lado, las cuentas anuales de los clubes de fútbol y, por otro, los edictos con información concursal publicados en el BOE. Como base del análisis, se han tomado los datos financieros del ejercicio previo al que el club fue declarado en concurso de acreedores.

La población del estudio son los 21 clubes españoles de 1ª y 2ª División que han estado o están declarados en concurso en mayo de 2015 (**Anexo I**), mientras que la muestra la conforman los 14 clubes de los que se pudieron obtener datos financieros (*). De forma similar a Boscá et al. (2008) o Barajas y Rodríguez (2010), hemos completado la información financiera disponible a través de otras fuentes como notas de prensa y artículos en los que se incluye información cualitativa (especialmente los términos y partes que votaron el convenio, los acuerdos particulares alcanzados con las administraciones y otros apoyos prestados por el sector público).

El análisis se ha efectuado en dos pasos. En un primer paso, se han tomado datos financieros de compañías mercantiles para compararlos con los clubes concursados. A fin de comparar y analizar la operativa económico-financiera de las SAD con otras sociedades mercantiles, y ante la amplitud de esa población y el tamaño de la muestra que estadísticamente se obtenía, con la consecuente imposibilidad económica y temporal para abordarla, optamos por el muestreo por conveniencia. Este método de muestreo no probabilístico nos permitió reducir los costes y simplificar la tarea de recogida de datos. Como resultado de ello se tomó una muestra formada por 14 sociedades concursadas durante 2008-2014, de similar tamaño a las SAD analizadas, y que pertenecen al sector/es industrial (4), comercial (5) y construcción (5).

Técnicamente la metodología aquí propuesta nos permite realizar la comparación entre muestras porque ambas están conformadas por casos que son relevantes, similares y adecuados (Zimmerman, 1997). Efectivamente, las SADs analizadas registran una tasa de



éxito similar a la de la población de 1ª y 2ª División (92,9 frente a 90,9%) mientras que el porcentaje de convenios aprobados en la muestra de sociedades mercantiles no difiere en demasía al registrado por su población (14,3 frente a 7,5%).

En segundo lugar, se han tomado los datos financieros de la temporada 2013/2014 de 14 clubes⁶ de Primera y Segunda que no han estado declarados en concurso de acreedores⁷, a fin de comprobar las principales diferencias con los clubes concursados. Dado que a los clubes no concursados les han afectado los mismos factores externos, son los indicadores internos los que mostrarán las divergencias en materia de gestión económica y financiera, que han llevado al primer grupo a ser declarado insolvente, y no al segundo.

De cada club y sociedad concursada se analizaron dos tipos de información: cualitativa y cuantitativa. Con la primera se evalúa si las AAPP habían votado a favor del convenio o si existían ayudas públicas al club/empresa. Con la segunda se estudian los estados financieros del ejercicio previo al que fueron declaradas en concurso de acreedores y que servirán de base del análisis. En línea con Beech et al (2010), para facilitar la lectura e interpretación de los datos éstos se integraron y transformaron en valores medios y porcentajes.

Para ambas muestras se han calculado diferentes ratios que nos van a permitir medir la solvencia financiera y de gestión económica de los clubes (**Tabla 3**). Por otro lado, se ha obtenido el peso que cada acreedor clave tiene sobre el pasivo total, de interés para el análisis.

Tabla 3. Principales ratios empleados en el análisis

RATIO	MAGNITUD A MEDIR	AUTOR
Inmovilizado material/Activo total	Composición del activo	Van Hemmen (2015)
Pasivo/Activo total	Solvencia	Amat (2008)
Gastos de personal/Ingresos operativos	Gestión económica	Barajas y Rodríguez (2010)
EBITDA ⁸ /Ingresos operativos	Gestión económica	Van Hemmen (2015)
Deuda con AAPP/Pasivo total	Composición del pasivo	Propia
Deuda laboral/Pasivo total	Composición del pasivo	Propia
Deuda financiera/Pasivo total	Composición del pasivo	Propia

Fuente: Elaboración propia.

Para contrastar la significatividad de las medias utilizamos el *t-test*, en el que el estadístico tiene una distribución *t* de Student si la hipótesis nula es cierta, y se aplica cuando el tamaño muestral es demasiado pequeño como para que el estadístico en el que está basada la inferencia esté normalmente distribuido (Hair et al, 1998).

5. LAS DIFERENCIAS DE SOLVENCIA Y GESTIÓN EN LOS CLUBES DE FÚTBOL Y SOCIEDADES MERCANTILES

En la **Tabla 4** se presentan de forma resumida los resultados de la comparativa⁹ entre clubes concursados y sociedades. De la lectura de la primera fila se desprende que los clubes de futbol tienen un 22,1% de inmovilizado material mientras que las sociedades mercantiles un 45,2%; o que respecto a la composición de la deuda, en los clubes el mayor porcentaje lo ostentan las AAPP (48,0%) y en las sociedades mercantiles concursadas las entidades financieras (69,1%). Además, también se desprende que la deuda laboral es muy superior en los clubes (9,8%) frente al 0,5% de las sociedades mercantiles, y que en todos esos casos las diferencias son significativas al 95%.

Tabla 4. Características de las empresas analizadas (Media %)

	CLUBES	SOCIEDADES	T-TEST
Inmovilizado material	22,1	45,2	-2,24**
Pasivo/Activo	201,1	80,4	3,07**
Gastos personal/Ingresos	139,7	17,4	6,00**
EBITDA/Ingresos	-82,2	0,1	-1,60***
Deuda AAPP	48,0 ¹⁰	2,2	10,29**
Deuda laboral	9,8	0,5	4,93**
Deuda EEFF	9,2	69,1	-14,13**

** , ***, significativos al 5% y 1% respectivamente.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra.

En cuanto a los ratios de gestión, se podría concluir que se observan graves deficiencias operativas especialmente en los clubes, dado que los gastos de personal suponen un 139,7% de los ingresos, frente al 17,4% de las sociedades mercantiles, y que el ratio de EBITDA sobre ingresos es significativamente inferior (-82,2 frente a 0,1%). Igualmente, los clubes de fútbol están más endeudados que

las sociedades concursadas (201,1 frente a 80,4%).

No parece lógico, por tanto, que a pesar de presentar unos indicadores de endeudamiento y gestión significativamente peores que los de sociedades mercantiles concursadas, los clubes tengan tasas de éxito superiores en casos de insolvencia. La principal diferencia observada es en la composición del pasivo que, como hemos indicado, resulta determinante en una solución exitosa del concurso de acreedores. Y en este caso el peso tan relevante que tienen las AAPP en los balances de los clubes ha resultado clave para su supervivencia, debido al apoyo que éstas han prestado, mientras que la predominancia del pasivo financiero (garantizado) en las sociedades mercantiles parece lastrar en cierto modo la probabilidad de salida del concurso.

En la **Tabla 5** se resumen las medidas de apoyo que las AAPP han dado a los 14 clubes que hemos analizado. Es destacable que mientras en esa tabla se listan las principales acciones, de la información extraída y analizada no hemos podido encontrar y constatar ninguna cuyo sujeto haya sido una sociedad mercantil.

Tabla 5. Resumen de medidas de apoyo de las AAPP a los clubes en concurso

CLUB	MEDIDAS DE APOYO
Albacete Balompié, S.A.D.	Acuerdo singular con hipoteca sobre el estadio
Córdoba Club de Fútbol, S.A.D.	Subvención cesión estadio, 29,5 M€
Deportivo Alavés, S.A.D.	La Diputación de Navarra votó a favor del convenio
Girona Fútbol Club, S.A.D.	Concedido aplazamiento y votación convenio
Hércules Club de Fútbol, S.A.D.	Adhesión Ayuntamiento Alicante (1,5 M€), convenio particular con AEAT
Levante Unión Deportiva, S.A.D.	Convenio particular con AEAT, FOGASA y TGSS, voto a favor del convenio
Rayo Vallecano de Madrid, S.A.D.	Convenio particular con AEAT
Real Betis Balompié, S.A.D.	Convenio particular con AEAT
Real Club Deportivo de la Coruña, S.A.D.	Convenio particular con AEAT
Real Club Deportivo Mallorca, S.A.D.	Subvención cesión estadio, 20,2 M€
Real Club Recreativo de Huelva, S.A.D.	Convenio particular con AEAT
Real Sporting de Gijón, S.A.D.	Convenio particular con AEAT
Real Valladolid Club de Fútbol, S.A.D.	Convenio particular con AEAT
Real Zaragoza, S.A.D.	Convenio particular con AEAT

Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en las Cuentas Anuales individuales.

En la **Tabla 6** se presentan los resultados comparativos de los distintos indicadores de solvencia, gestión y composición del pasivo de los clubes concursados y no concursados. Se observan diferencias en el volumen de deuda, significativamente superior en el caso de los clubes concursados (201,1% sobre activo por 62,5% en los clubes no concursados) y en los indicadores de gestión, significativamente mejores en los clubes no concursados. Por lo que respecta a la composición del pasivo, se observan diferencias en el volumen de deuda con AAPP (significativamente superior en los clubes concursados) y deuda financiera (significativamente en los clubes no concursados).

Tabla 6. Características de las empresas analizadas (Media %)

	CLUBES CONCURSADOS	CLUBES NO CONCURSADOS	T-TEST
Inmovilizado material	22,1	18,2	0,39
Pasivo/Activo	201,1	62,5	3,54**
Gastos personal/Ingresos	139,7	61,4	3,61**
EBITDA/Ingresos	-82,2	23,4	-2,01***
Deuda AAPP	48,0	8,3	10,62**
Deuda laboral	9,8	8,1	1,00
Deuda EEFF	9,2	20,2	-1,40***

** , ***, significativos al 5% y 1% respectivamente.
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la muestra.

De lo anterior, se puede deducir, por tanto, que los clubes insolventes lo son por problemas de una gestión significativamente peor que la de los clubes no concursados, así como por una asunción excesiva de deuda, que los ha expuesto a graves problemas financieros que desembocaron en el concurso de acreedores.

6. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos estudiado las razones de la extraordinaria eficacia de los concursos de acreedores de clubes de fútbol españoles. Por medio de la comparación de los balances integrados que tenían el año antes de entrar en concurso los clubes de fútbol concursados y no concursados y las sociedades mercantiles, hemos observado significativas diferencias en los ratios de estructura y gestión de las tres muestras. Específicamente, los clubes presentan

un menor grado de “tangibilidad” del activo y una peor gestión operativa. Como consecuencia de ello, existen diferencias en las estructuras de pasivo (predominan como acreedores las AAPP en los clubes) que posibilitan una solución exitosa del procedimiento de insolvencia.

Comparando los datos de clubes concursados con los que no lo están, se desprende la existencia de una peor gestión económica (con especial énfasis en unos excesivos gastos de personal) y financiera (exceso de endeudamiento) que abocó a los primeros a una situación de insolvencia. Sin duda, el ajustar los gastos de personal al volumen de ingresos y adecuar el volumen de endeudamiento (significativamente superior con AAPP en los clubes no concursados) se erigen como las medidas necesarias para superar los procesos concursales.

Aunque nuestro trabajo no está exento de limitaciones derivadas de la muestra y los datos analizados, proporciona tres principales contribuciones: normativa, teórica y práctica.

Primero, sin una revisión del actual marco jurídico concursal la eficacia de los concursos entre las sociedades mercantiles seguirá siendo marginal. A este respecto, las recientes reformas de la Ley Concursal (Real Decreto-ley 4/2014, posteriormente Ley 17/2014 y el Real Decreto-ley 11/2014) han abogado por restar privilegios a ciertos acreedores con garantías en el concurso que, dada de su baja implicación en el proceso, bloqueaban situaciones de viabilidad económica real, aunque no a las AAPP. Bien es cierto que la Agencia Tributaria ha flexibilizado las condiciones en las que estaría dispuesta a votar a favor de los convenios, o a firmar acuerdos singulares, por medio de la Instrucción 3/2014, de 19 de noviembre. La discrecionalidad observada en las decisiones de las AAPP en los casos de insolvencia debería limitarse, proveyendo un marco legal en el que, como reclama el propio FMI (2015), las AAPP incrementaran su grado de implicación en los procesos de insolvencia, por medio de la poda de sus privilegios.

Segundo, la literatura sobre *turnaround* tradicionalmente ha enfatizado en aspectos principalmente internos (tiempo de reacción, equipo directivo, etc.) como los determinantes del éxito del proceso. Sin embargo, las características de las SAD y de la industria del deporte evidencian otros factores más externos de tipo socio-político, como es la discrecionalidad de las AAPP al prestar apoyo a empresas insolventes.



Tercero, desde un punto de vista de la práctica directiva, evidenciamos la existencia de significativas diferencias entre los clubes de fútbol no concursados, que presentan parámetros económico-financieros en valores considerados adecuados, y los clubes concursados, comparativamente peor gestionados. En particular, los indicadores analizados sugieren que los clubes concursados deben reducir los gastos de personal a niveles adecuados a sus ingresos y reducir su volumen de endeudamiento, en gran parte generado con las AAPP, que se erigen como acreedor clave de los procedimientos. Estos factores han sido tenidos en cuenta en la normativa federativa que impide la realización de fichajes en caso de que los gastos relevantes (personal y financieros principalmente) superen a los ingresos y que, en última instancia, debería servir para racionalizar en el largo plazo la gestión de los clubes.

ANEXO (I)

Anexo. Relación de clubes españoles concursados en 2004-14 y los analizados (*) según categoría, competición y estado procesal

CLUB	DIVISIÓN DECLARACIÓN	DATOS FINANCIEROS	TEMPORADA DECLARACIÓN	ESTADO PROCESAL
*Albacete Balompié, S.A.D.	2ª	Sí	2010/2011	Liquidación
*Córdoba Club de Fútbol, S.A.D.	2ª	Sí	2013/2014	Convenio
*Deportivo Alavés, S.A.D.	2ª	Sí	2010/2011	Convenio
*Levante Unión Deportiva, S.A.D.	2ª	Sí	2008/2009	Convenio
Málaga Club de Fútbol, S.A.D.	2ª	n.d.		Convenio
*Rayo Vallecano de Madrid, S.A.D.	2ª	Sí	2011/2012	Convenio
*Real Betis Balompié, S.A.D.	2ª	Sí	2011/2012	Convenio
Real Club Celta de Vigo, S.A.D.	2ª	n.d.		Convenio
*Real Club Deportivo Mallorca, S.A.D.	1ª	Sí	2010/2011	Convenio
Real Sociedad de Fútbol, S.A.D.	2ª	n.d.		Convenio
*Real Sporting de Gijón, S.A.D.	2ª	Sí	2008/2009	Convenio
*Real Valladolid Club de Fútbol	2ª	Sí	2011/2012	Convenio
*Real Zaragoza, S.A.D.	1ª	Sí	2011/2012	Convenio (PAC)
*Real Club Deportivo de la Coruña	1ª	Sí	2012/2013	Convenio
*Real Club Recreativo de Huelva	2ª	Sí	2010/2011	Convenio
Real Racing Club de Santander, S.A.D.	1ª	n.d.		Convenio
*Girona Fútbol Club, S.A.D.	2ª	Sí	2012/2013	Convenio
Granada Club de Fútbol, S.A.D.	2ª	n.d.		Convenio
*Hércules Club de Fútbol, S.A.D.	2ª	Sí	2010/2011	Convenio
Pontevedra Club de Fútbol, S.A.D.	2ª	n.d.		Convenio
Xerez Club Deportivo, S.A.D.	2ª	n.d.		Convenio

Fuente: Elaboración propia a partir de las distintas bases de datos consultadas.

BIBLIOGRAFÍA

- Aguiar-Díaz, I., y Ruiz-Mallorquí, M. V. (2013): "Conflicto entre acreedores y resolución del concurso en España", *Universia Business Review*, (39), 50-65.
- Amat, O. (2008) *Análisis Económico-Financiero*. Barcelona, Ediciones Gestión 2000.
- Ascarí, G., y Gagnepain, P. (2006): "Spanish Football", *Journal of Sports Economics*, (7), 76-89.
- Barajas, Á. y Rodríguez, P. (2010): "Spanish football clubs' finances: crisis and player salaries", *International Journal of Sport Finance*, 5(1), 52-66.
- Beech, J., Horsman, S., y Magraw, J. (2010). Insolvency events among English football clubs. *International Journal of Sports Marketing & Sponsorship*, 11(3), 236.
- Boscá, J. E., Liern, V., Martínez, A. y Sala, R. (2008): "The Spanish football crisis", *European Sport Management Quarterly*, 8(2), 165-177.
- Carbajo-Vasco, D. (2014) *Algunas cuestiones tributarias en los concursos de acreedores*. Instituto de Estudios Fiscales. Documento nº 12/2014.
- CreditReform (2013): *Corporate insolvencies in Europe 2012/2013*. CreditReform Economic Research Unit. http://www.creditreform.com/fileadmin/user_upload/CR-International/local_documents/Analysen/Corporate_Insolvencies_12_13.pdf [Consultado el 8 de mayo de 2015].
- CSD (2015): *Balance de la situación económico-financiera del fútbol español 1999/2014*. <http://www.csd.gob.es/csd/estaticos/noticias/BALANCE-FUTBOL-1999-2014-DEFINITIVO.pdf> [Consultado el 4 de mayo de 2015].
- Fernández, A. I. (2004): "La reforma concursal, ¿una reforma eficiente?", *Universia Business Review*, Nº 3, pp. 94-103.
- FMI (2015) *Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; And Statement by the Executive Director for Spain*. IMF Country Report No. 15/232. August 2015.
- Franks, J. y Sussman, O. (2005) "Financial Distress and Bank Restructuring of Small and Medium Size UK Companies". *Review of Finance*, 9: 65-96.
- García, J., y Rodríguez, P. (2003): "From sports clubs to stock companies: The financial structure of football in Spain, 1992–2001", *European Sport Management Quarterly*, 3(4), 253-269.
- García-Posada, M. (2013) *Insolvency institutions and efficiency: The Spanish case*. Banco de España. Documentos de trabajo nº 1302.
- García-Posada, M. y Mora-Sanguinetti, J. (2012) *Why do Spanish firms rarely use the bankruptcy system. The role of mortgage institution*. Banco de España. Documentos de trabajo nº 1234.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., y Black, W. C. (1998). *Multivariate data analysis*. New Jersey: Prentice-Hall.
- INE (2013): *Estructura y dinamismo del tejido empresarial en España. Directorio Central de Empresas (DIRCE) a 1 de enero de 2013*. 2 de agosto de 2013. <http://www.ine.es/prensa/np794.pdf> [Consultado el 3 de mayo de 2015].
- McKiernan, P. (2003): "Turnaround", en D. Faulkner y A. Campbell (2003). "The Oxford Handbook of Strategy: A Strategy Overview and Competitive Strategy: Corporate Strategy". Oxford University, New York, págs. 267-318.
- Nueno, P. (1991): "Reflotando la empresa: corporate turnaround", Deusto, Madrid.
- Pons (2015) *Inmersiones cuantitativas en el arancel de la Administración concursal*. El Derecho.
- Pulgar-Ezquerro, J. (2004) "El contenido dilatorio y remisario del convenio Concursal y las ayudas de Estado". *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, 2004, núm. 1.
- Robbins, D. y Pearce, J. (1992): "Turnaround: Retrenchment and Recovery", *Strategic Management Journal*, 13 (4), 287-309.
- Schmitt A y Raisch S. (2013): "Corporate Turnaround s: The Duality of Retrenchment and Recovery", *Journal of Management Studies*, 50(7): 1216-1244.
- Shepherd, N.G y Rudd, J. M. (2013): The Influence of Context on the Strategic Decision Making Process: A review of the Literature, *International Journal of Management Review*, 16(3), 340-364.

- Söderman, S. (2013): *Football and management, comparisons between sport and enterprise*, Palgrave Macmillan, Chippenham
- Storm, R. K., y Nielsen, K. (2012): "Soft budget constraints in professional football", *European Sport Management Quarterly*, 12(2), 183-201.
- Szymanski, S. (2012): "Insolvency in English professional football: Irrational Exuberance or Negative Shocks?" Working Paper N° 12-02, International Association of Sports Economics and North American Association of Sports Economics.
- Thomàs-Puig, P. (2011) *La posición de la administración tributaria y el crédito tributario en el proceso concursal*, Getafe, La Ley.
- Trahms C.A., Ndofo H.A. y Sirmon D.G. (2013): "Organizational Decline and Turnaround : A Review and Agenda for Future Research", *Journal of Management*, 39(5): 1277-1307.
- UEFA (2012): Procedural rules governing the UEFA Club Financial Control Body. http://www.uefa.org/MultimediaFiles/Download/Tech/uefaorg/General/01/85/85/25/1858525_DOWNLOAD.pdf [Consultado el 8 de mayo de 2015].
- Van Hemmen (2015): *Estadística Concursal – Anuario 2014*. Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España. Septiembre de 2015.
- Zimmerman, D. (1997) "A note on Interpretation of the Paired-Samples t Test". *Journal of Educational and Behavioral Statistics*. 22 (3): 349-360.

NOTAS

1. Autor de contacto: Departamento de Dirección de Empresas "Juan J. Renau"; Universitat de València; Avda. Los Naranjos s/n; 46022, Valencia; España.
2. Hemos preferido mantener ambos conceptos, *turnaround* y reflotamiento, y emplearlos indistintamente para así referirnos mejor al conjunto de acciones que implementa una organización cuando hace frente a una situación tal que la supervivencia de la misma se ve gravemente amenazada.
3. Prueba de ello son los 7.000 casos sobre 300.000 desapariciones de empresas según el INE (2013) y una tasa de "concuralidad" de 24 empresas por cada 10.000 existentes, muy inferiores a los casos de Europa y EEUU, con un promedio de 70 de cada 10.000 (CreditReform, 2013).
4. Que establece la obligación, [...] *de tener cumplidas íntegramente, o debidamente garantizadas, sus obligaciones contraídas y vencidas con futbolistas, técnicos y con otros clubes*.
5. Las fuertes variaciones experimentadas en la temporada 2013/2014 se explican, principalmente, por el descenso de categoría de varios clubes que tenían un elevado volumen de deuda (Real Zaragoza, Deportivo de la Coruña y Real Mallorca).
6. Aquí se excluyen a Real Madrid, Barcelona, Athletic de Bilbao y Atlético Osasuna, por operar en un régimen distinto al de las SAD.
7. Se incluye al Real Oviedo, S.A.D., que con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley Concursal estuvo declarado en Suspensión de Pagos, situación que posteriormente superó.
8. Acrónimo de *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*. Este indicador ha sido utilizado por Pons (2015) como aproximación a los flujos de caja que una sociedad insolvente genera durante el concurso.
9. No obstante, en línea con las sugerencias de la Comisión de las Comunidades Europeas incluidas en el Libro Blanco del Deporte (2007) debemos notar al lector que la industria del deporte tienen sus propias especificidades y, por ello, hay que de ser cautos en la interpretación de los ratios (Söderman, 2013).
10. El sesgo de nuestra muestra hacia clubes de fútbol en Segunda División (10 de 14) hace que la proporción de deuda de las Administraciones públicas sea todavía más elevada que en el global del fútbol profesional (tabla 2).





Manuel Rico Llopis
Economista. Grupo
Leopoldo Pons
✉
mrico@leopoldopons.com

Why do Spanish football clubs success in their insolvency proceedings?

¿Por qué superan los concursos de acreedores los clubes de fútbol profesionales españoles?

70



Francisco Puig Blanco¹
University of Valencia
✉
francisco.puig@uv.es

I. INTRODUCTION

In general, firms are born to live permanently, but not all of them achieve an indefinite duration. During their life cycle firms may face a variety of critical situations, some will survive and others will not, which will be liquidated and disappear. Literature classifies in two big groups the causes which lead to a firm's liquidation (McKiernan, 2003; Trahms et al., 2013): a) External (such as a technological change or an increase in rivalry among competitors) and b) Internal (such as strategic mistakes, human resources, organizational culture, internal structure, executive team or deficient financial management).

The process through which a firm tries to overcome a critical situation and avoid failure is called *turnaround* (Nueno, 1991). Opposite to other typologies related to structural redesign, such as strategic change, strategic innovation or business reengineering, turnaround process aim is to transform low-profitable firms, which have difficulties to survive, into profitable and competitive firms. The main differences that could be established between turnaround and those other actions are the shorter reaction time available, and the wider scope and organizational effect that the turnaround holds (Schmitt and Raisch, 2013). Turnaround processes consist of three stages and actions that are usually based on the causes that provoked it and its impact (Robbins and Pearce, 1992). For those situations that, cause-effect, lead to financial distress and insolvency, the Spanish



EXECUTIVE SUMMARY

In the present paper we analyze the reasons behind the high success rate in the football clubs insolvency proceedings. The Spanish insolvency scenario has shown elevated fail rates (higher than 90%), evidencing notable weaknesses. Conversely, football clubs have successfully overcome their legal insolvency situations in the great majority of cases, and the results of our paper prove that (i) a financial structure less concentrated in secured credits (particularly secured financial institutions) than the rest of firms, and (ii) the systematic support given by public administrations (voting in favor of their proposals) have provided such outcome. Additionally, this occurs in a context in which public administrations have shown their reticence to give support to the rest of insolvent firms, while others (football clubs) receive it even though they present poorer management indicators.

RESUMEN DEL ARTÍCULO

En el presente trabajo analizamos las razones que subyacen en el elevado éxito que presentan los concursos de acreedores de los clubes de fútbol. El escenario concursal español ha presentado unas tasas de fracaso muy elevadas (superiores al 90%), evidenciando notables debilidades en el mismo. Por el contrario, los clubes de fútbol han resuelto exitosamente sus situaciones de insolvencia legal en la gran mayoría de casos, y los resultados del estudio muestran que (i) una estructura financiera con menos concentración de crédito privilegiado especial (particularmente bancos con garantía real) que el resto de sociedades mercantiles y (ii) el apoyo sistemático que las administraciones públicas les han prestado (adhiriéndose incluso a propuestas de convenio), han posibilitado tales resultados. Ello, además, en un contexto en el que las administraciones públicas se han mostrado especialmente reticentes a prestar apoyo al resto de empresas insolventes, mientras sí lo hacían a otras (clubes de fútbol) que presentaban unos indicadores de gestión significativamente más pobres.

legislator created the *concurso de acreedores* - legal insolvency proceeding (Fernández, 2004). The main purpose of the insolvency regime is honoring the creditor’s debts by means of two alternative solutions (Aguiar-Díaz and Ruiz-Mallorquí, 2013): 1) the approval of a schedule of payments (*convenio* or debt reorganization) or 2) assets liquidation (disappearance). Currently, the efficiency and importance of the *concurso* in Spain is extraordinarily heterogeneous and limited² (CreditReform, 2013; Van Hemmen, 2015).

In the Spanish economical and corporate environment, one of the industries that best reflects the insolvency regime’s weaknesses and its discretionary nature is that of the *Sociedades Anónimas Deportivas* (SAD) – Public limited sports companies – among which we can find the professional football clubs. There are some reasons that illustrate that. On one hand, Spain is the country in which a higher number if insolvent professional clubs exist (22 cases out of 33 European clubs) and, at the same time, it registers one of the highest success rates of insolvency cases (Storm and Nielsen, 2010). On the other, whereas the success rate in the firms sector is marginal (barely 7.5%) (Van Hemmen, 2015) in Spanish football clubs of First and Second Division, success rate is around 90% (see **Table 1**). This data show a significant fact: while SAD have very high probabilities to successfully exit an insolvency situation, any other sort of company does not. This aspect is even more surprising taking into account that SAD are not protected by any specific insolvency legislation.

Economical and corporate literature suggests that turnaround processes of critical situations provoked by severe financial imbalances require a fast answer along with an implementation

Spain is the country in which a higher number if insolvent professional clubs exist and, at the same time, it registers one of the highest success rates of insolvency cases

Table 1. Insolvency solutions according to Division

	REORGANIZATION	LIQUIDATION	TOTAL	% SUCCESS	% FAILURE
First Division	3	0	3	100.0	0.0
Second Division	17	2	19	89.5	10.5
Total	20	2	22	90.9	9.1

Source: Own elaboration.

of effective strategies focused on cost reduction and liquidity generation (Robbins and Pearce, 1992; McKiernan, 2003). However, according to Shepherd and Rudd (2013), those do not seem to be the reasons behind the high success rate among Spanish football clubs (permanently in financial distress), and may exist other reasons related to the internal origin of the crisis and the club's influence in the social environment.

Thus, the main intention of this paper is to shed light on the last reasons for the Spanish football clubs success in their insolvency processes, and the differences observed between them and the non-insolvent clubs. For that purpose, we compare the aggregated financial statements of three samples; the first one consists of insolvent clubs of the Spanish First and Second Divisions (2008-2015), a second one made by non-insolvent clubs from the First and Second Divisions, and a third consisting of similar insolvent firms from different economic industries. The contributions of the paper prove some particularities in insolvent club's assets and liabilities structures, which allow them to overcome better that situation, which poses the need of a revision on the current insolvency regime, trying to involve the shareholders, preserving the sport competition and making the Spanish firms more viable.

2. SPORTS LEGISLATION AND INSOLVENCY IN FOOTBALL

2.1. Spanish legislation on sport and insolvency

According to authors such as García and Rodríguez (2003) or Barajas and Rodríguez (2010), the Spanish sports legislation was born with the Law 10/1990 (*Ley del Deporte*), which regulates the sports companies' organization and, in particular, creates the corporate form of *Sociedad Anónima Deportiva* (SAD).

The SAD proceeds from the general regime of the *Sociedades Anónimas* (SA) – Public Limited Companies – although it has some specifications in order to adapt to sports industry. Attending to the *Consejo Superior del Deporte* data (CSD, 2015), it results clear that the failure of this model is evident, for during this period (1999-2014) clubs from the Spanish *Liga* (LFP) have held an important level of indebtedness with public administrations (AAPP) (taxes, social security, municipalities, etc), financial institutions and other suppliers. This situation becomes paradoxical to the point that many questions arise, such as (Storm and Nielsen, 2012): Why professional football permanently works on the verge of insolvency without collapsing?

KEY WORDS

Bankruptcy, football club, turnaround, financial ratios, public creditors.

PALABRAS CLAVE

Concurso de acreedores, club de fútbol, turnaround, ratios financieros, acreedores públicos.

To that general question we could add some more specific such as, why do Spanish football clubs overcome so many insolvency proceedings?

According to the *Ley Concursal* (Law 22/2003, LC), the insolvency process has as its main purpose honoring the creditor's debts by means of two alternative solutions: (1) a preferential one, the approval of a *convenio* (debt reorganization) and (2) the firm's assets liquidation. In order to favor this process, the *concurso's* main effect is the standstill of debts whose origin is placed before the insolvency declaration. The debts are subsequently paid according to whichever of the two indicated solutions. The only allusion made in the Law to sports companies' insolvency is situated in the Additional Disposition n. 2 bis, which intends to avoid disadvantages in the competition produced by the prevalence of the LC over the article 192³ of the *Reglamento de la Real Federación Española de Fútbol* (RREF), giving priority to the specific regulation of the SAD.

2.2. The financial situation of the Spanish clubs

As Szymanski (2012) puts, insolvency is an endemic problem of European football, whose foundations proceed from differences in tradition, regulation and legislation. For instance, whereas for English football clubs this situation is due to external shocks (division relegation mainly) more than doubtful management practices (signing players which are financially unsustainable for the club), for the Spanish case there are some other varied reasons, often unjustifiable. Thus, along with reasons related to bad sports results and irrational signing strategies, the financial support of important creditors, which, under the belief that if the club remains in the same division, will have their debts repaid, keep alive some clubs technically defaulted (Barajas and Rodríguez, 2010).

To assess the situation of the LFP debt, aggregated financial data of the period 2009/2014 (CSD, 2015) have been extracted. Although, in general terms, there is a debt volume reduction both in the Spanish First and Second Divisions (see **Table 2**), from 3,415.1 million euros in season 2009/2010 to 2.904,8 million euros in season 2013/2014, debt with AAPP has increased in relative terms, weighting 20% of total debt of First Division clubs and 40% for Second Division ones.

In this sense, authors like Ascari and Gagnepain (2006) and Barajas and Rodríguez (2010) point to the support that Spanish clubs receive by AAPP as a non-observed particularity in the European football.



Table 2. **Composition of professional clubs' indebtedness (2009-2014)**

% OVER DIVISION	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014^s
Total debt First Division	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Taxes</i>	14.9	15.9	17.0	23.3	19.9
<i>Social Security</i>	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
Total AAPP	15.1	16.1	17.4	23.7	20.4
Financial Institutions	30.8	29.8	25.9	23.7	23.2
Other debts	54.1	54.8	56.7	52.6	56.4
Total debt Second Division	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>Taxes</i>	24.2	30.5	34.3	27.1	38.9
<i>Social Security</i>	1.7	1.6	1.7	2.3	2.2
Total AAPP	25.9	32.1	36.0	29.4	41.1
Financial Institutions	7.7	12.8	16.3	9.4	16.1
Other debts	66.4	55.1	47.7	61.2	42.8
Total AAPP 1st + 2nd	16.7	18.2	19.8	24.2	23.8
Total debt 1st (mil. €)	2,907.9	2,995.5	2,752.0	2,765.9	2,428.2
Total debt 2nd (mil. €)	507.2	456.0	417.3	284.1	476.6

Source: Own elaboration.

This fact has led to the penalization by the EU to some Spanish autonomic governments and municipalities because of the helping measures given, such as guarantees, debt deferral, subventions or sponsorships. Likewise, the competition does not escape to the appliance of measures such as Financial Fair Play (UEFA, 2012), which provide a secure legal framework, in European competitions at least.

3. CREDITORS AND TURNAROUND PROCESS

One of the key factors that provide a successful exit of an insolvency process is the financial structure of the distressed firm (creditors' distribution) (Franks and Sussman, 2005). Such creditors may be classified in public and private, and the second group may be divided into financial and commercial creditors. The reason behind this is that the insolvent firms submit a proposal of payments, which must be approved by their creditors. Thus, in last instance, the decision of the continuity of the company (provided that the firm had not filed for liquidation) depends on their will.

The influence of creditors does not seem to depend on the insolvent firm's activity, but in its assets' nature. According to Aguiar-Díaz and Ruiz-Mallorquí (2013), there is a higher probability of success when financial institutions have a predominant weight over commercial creditors in the firm's liabilities. However, García-Posada and Mora-Sanguinetti (2012) point to the lack of interest of secured creditors (mainly financial institutions) as a reason that explains the low rate of legal insolvency among Spanish firms, given the shorter duration and lower cost of the foreclosure in front of the insolvency process. The last point adds a hint to Aguiar-Díaz and Ruiz-Mallorquí (2013) ideas, which is that financial institutions seem to provide a better framework for viability solutions, provided that their debts are not secured. On contrary, if they hold secured debts, they will prefer the alternative process of foreclosure. That could explain why some clubs holding a high level of financial secured debt have avoided the insolvency process, even though they are technically insolvent.

Regarding the AAPP, who undoubtedly play a key role in the success of insolvent clubs due to their systematic support given in recent years, theory questions his legal capacity for actively participating in the process. Thomàs (2011) highlights that the general abstention right for the tax credits, established by the article 164.4 LGT, cannot be extended to unsecured and subordinated credits, and it must remain limited to its privileged part. In this sense, the unavailability principle that prevails in the public credits, limits the *Hacienda* (tax office) to give support to proposals of payments. While this legal capacity is provided by the law, it is subject to authorization of the competent organization, and that may be the reason for the highly discretionary support given to some companies and not to all of them. The previous idea is reinforced by the arguments provided by Carbajo (2014), who asserts that the tax office has strengthened its role in the insolvency process through the recent law reforms, trying to improve its collecting capacity by increasing its own privileges. This is achieved by the prevalence of the singular enforcement on the debtor's assets against the *par condition creditorum* principle, thus ignoring the insolvent firm's viability.

Finally, whether AAPP's support to proposals containing debt releases or deferring is considered "State aid" or not, has been questioned. However, as Pulgar (2004) puts, and regarding the Decision 2003/283/CE, 27th November, 2002, the aid will not be prohibited when the approved proposal provides a better satisfaction

than the liquidation, therefore this does not seem to be the reason of the bare participation of AAPP in the insolvency proceedings.

In conclusion, it could be argued that if football clubs hold a significantly different financial structure than the other companies, it may be expected that results of the process will differ.

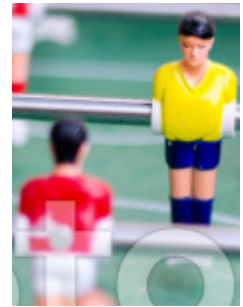
4. THE STUDY OF THE INSOLVENCY PROCESS IN FOOTBALL CLUBS AND FIRMS

In order to give an answer to the questions about the SAD's survival, we have focused on a particular scope, the football clubs. As variables for the analysis, we have defined the insolvency solution (reorganization or liquidation) and some varied financial indicators. As information source, we have used, on one hand, the annual accounts of the clubs and, on the other, the public insolvency edicts from the BOE. As base of the analysis, we have taken financial data from the previous year to insolvency.

The population of the study is the 21 Spanish clubs from the First and Second Division that have been declared legally insolvent in May 2015 (**Annex I**), while the sample is composed by the 14 clubs from which we were able to obtain their financial data (*). In a similar way to Boscá et al. (2008) or Barajas and Rodríguez (2010), we have completed the available financial information from other sources, such as press releases and articles containing qualitative information (in particular, the terms and creditors who voted the proposals, particular agreements with AAPP and other kind of measures of support from the public sector).

The analysis has been made in two steps. In the first step, financial data from firms have been taken in order to compare them with insolvent clubs' ones. To compare and analyze the SAD's financial and economical operative with other firms, given the large size of the population and the subsequent selected sample (with the consequent economic and temporal inability to undertake it), we opted by a convenience sampling method. This non-probabilistic sampling permitted us to reduce costs and simplify the data-collecting task. As a result, the sample was composed by 14 insolvent firms during 2008-2014, similar in their size to the analyzed SAD, from industry (4), commercial (5) and construction (5) sectors.

Technically, the proposed methodology allows us to make a comparison between samples because both of them are composed of relevant, similar and adequate cases (Zimmerman, 1997). Indeed,



the analyzed SAD register a similar success rate to the First and Second Divisions' population (92.9 to 90.9%), while the percentage of reorganized firms does not differ too much from the population's (14.3 to 7.5%).

In second place, we have taken financial data of 14 First and Second Division clubs⁵ from the season 2013/2014, which have not been declared insolvent⁶, in order to compare them to insolvent clubs. Given that non-insolvent clubs have worked in the same business environment, and they have been subject to the same external factors, internal indicators will show the difference in financial and economic management, which have finally lead to the insolvency of the first ones and not the second ones.

From each insolvent club and firm we have analyzed two sort of information: qualitative and quantitative. The first one helps us to assess if the AAPP had voted favorably to the proposal or if they have given financial support to the club/firm. The second is used to study the financial statements from the previous year to the insolvency, which constitutes the base of the analysis. In line with Beech et al. (2010), the data were integrated and transformed into average values and percentages in order to facilitate its reading and interpretation.

For both samples, we have calculated several ratios, which measure the financial solvency and economic management of the clubs (**Table 3**). On the other hand, key creditors' weight over total liabilities has been obtained, which results interesting for the analysis.

Table 3. Main ratios used for the analysis

RATIO	MAGNITUDE	AUTHOR
Tangible assets/Total assets	Assets' composition	Van Hemmen (2015)
Liabilities/Total assets	Solvency	Amat (2008)
Wage expenses/Operative revenue	Economic management	Barajas and Rodríguez (2010)
EBITDA ⁷ /Operative revenue	Economic management	Vam Hemmen (2015)
AAPP's debt/Liabilities	Liabilities' composition	Own
Labour debt/Liabilities	Liabilities' composition	Own
Financial debt/Liabilities	Liabilities' composition	Own

Source: own elaboration.

To contrast the significance of the average measures, we use the t-test, in which the test statistical has a t-Student distribution if the null hypothesis is true, and it is usually applied when the sample is too small to consider that the test statistical value in which the inference is based is normally distributed (Hair et al, 1998).

5. THE DIFFERENCES IN MANAGEMENT AND SOLVENCY OF FOOTBALL CLUBS AND FIRMS

In **Table 4** are summarized the results of the comparison⁸ between insolvent clubs and firms. From the reading of the first row, we can conclude that football clubs have a 22.1% of tangible assets, while firms a 45.2%; regarding its debt composition, the predominant creditor in clubs are AAPP (48.0%), while in firms are the financial institutions (69.1%). Moreover, labor debt is much higher in clubs (9.8%) than the 0.5% of firms. In all the before mentioned cases the differences were significant at 95%.

Table 4. Insolvent firms and clubs characteristics (Average %)

	CLUBS	FIRMS	T-TEST
Tangible assets	22.1	45.2	-2.24**
Liabilities/Total assets	201.1	80.4	3.07**
Wage expenses/Operative revenue	139.7	17.4	6.00**
EBITDA/Operative revenue	-82.2	0.1	-1.60***
AAPP's debt/Liabilities	48.0 ⁹	2.2	10.29**
Labour debt/Liabilities	9.8	0.5	4.93**
Financial debt/Liabilities	9.2	69.1	-14.13**

** ,***, significantly at 5% and 1% respectively.
 Source: Own elaboration based on the sample data.

Regarding the management ratios, we conclude that severe operative deficiencies are observed in clubs, given that wage expenses represent a 139.7% of revenue, in front of 17.4% of firms. Likewise, EBITDA over revenue is significantly inferior (-82.2 to 0.1%), and clubs are more indebted than firms are (201.1 to 80.4%). Therefore, it does not seem logical that, despite of having significantly worse indebtedness and management indicators than insolvent firms, clubs have higher success rates. The main difference between the samples is shown in the liabilities composition which, as we noted

before, it is determining to overcome the insolvency situation. In this case, AAPP's weight in the clubs' balance sheet has been a key to their survival, due to AAPP's support, while the predominance of (secured) financial liabilities in firms seems to burden the probability of success. In **Table 5**, AAPP's support measures given to the 14 analyzed clubs are summarized. We highlight that, while in this table are shown the main actions for clubs, we were not able to find or verify the existence of similar measures for firms.

Table 5. **AAPP's support measures for clubs**

CLUB	SUPPORT MEASURES
Albacete Balompié, S.A.D.	Singular proposal and mortgage on the stadium
Córdoba Club de Fútbol, S.A.D.	Subvention for cession of stadium 29.5 M€
Deportivo Alavés, S.A.D.	Navarra's Diputación voted favourably to the proposal
Girona Fútbol Club, S.A.D.	Debt deferring and voting favourably to the proposal
Hércules Club de Fútbol, S.A.D.	Alicante's Municipality adhesion (1.5 M€), and singular proposal for AEAT
Levante Unión Deportiva, S.A.D.	Singular proposal for AEAT, FOGASA y TGSS, and voting favourably to the proposal
Rayo Vallecano de Madrid, S.A.D.	Singular proposal for AEAT
Real Betis Balompié, S.A.D.	Singular proposal for AEAT
Real Club Deportivo de la Coruña, S.A.D.	Singular proposal for AEAT
Real Club Deportivo Mallorca, S.A.D.	Subvention for cession of stadium, 20.2 M€
Real Club Recreativo de Huelva, S.A.D.	Singular proposal for AEAT
Real Sporting de Gijón, S.A.D.	Singular proposal for AEAT
Real Valladolid Club de Fútbol, S.A.D.	Singular proposal for AEAT
Real Zaragoza, S.A.D.	Singular proposal for AEAT

Fuente: Own elaboration based on the annual accounts information.

In **Table 6** we show the compared results for the same solvency, management and liabilities' composition indicators for insolvent and non-insolvent clubs. We observe both differences among debt volume, significantly superior in insolvent clubs (201.1% of total assets to 62.5% for non-insolvent) and in management indicators, significantly better for non-insolvent clubs. Regarding the liabilities' composition, we observe differences on AAPP's debt volume (significantly higher in insolvent clubs) and financial debt (significantly higher for non-insolvent clubs).

Table 6. Insolvent and non-insolvent clubs characteristics (Average %)

	INSOLVENT	NON-INSOLVENT	T-TEST
Tangible assets	22.1	18.2	0.39
Liabilities/Total assets	201.1	62.5	3.54**
Wage expenses/Operative revenue	139.7	61.4	3.61**
EBITDA ¹⁰ /Operative revenue	-82.2	23.4	-2.01***
AAPP's debt/Liabilities	48.0	8.3	10.62**
Labour debt/Liabilities	9.8	8.1	1.00
Financial debt/Liabilities	9.2	20.2	-1.40***

** ,***, significantly at 5% and 1% respectively.
Source: Own elaboration based on the sample data.

According to the analyzed data we can conclude that insolvent clubs are so because they are significantly worse managed than non-insolvent, as well as holding an excessive debt volume, which have exposed them to severe financial distress that finally led them to the insolvency process.

6. CONCLUSIONS

In this paper we have studied the reasons for the extraordinary efficacy of the insolvency processes among the Spanish football clubs. By means of the comparison of their integrated balance sheets from the year before the insolvency declaration of insolvent and non-insolvent clubs and insolvent firms, we have observed significant differences among the financial structure and management ratios on the three samples. Specifically, clubs present a lesser degree of “asset tangibility” and a worse economic management. As a consequence, there are differences in the liabilities’ structure (predominance of AAPP in clubs) that provide a successful exit of the insolvency situation.

Comparing insolvent clubs to those no-insolvent, the existence of a worse economic (especially because of the excessive wage expenses) and financial mismanagement (high indebtedness) is deduced from the data, which explains why the first group became bankrupt. With no doubt, the adjustment of wages to revenue volume and the reduction of debt are the most significant measures in order to overcome the insolvency proceedings.

Although our work is not exempt of limitations derived from the sample and the data, it provides three main contributions: normative, theoretical and practical.

In first place, without a revision of the current insolvency legal framework, the efficacy of the proceedings among firms will keep being marginal. In this regard, recent legal reforms on the *Ley Concursal* (*Real Decreto-ley 4/2014*, after *Ley 17/2014* and *Real Decreto-ley 11/2014*) have advocated for reducing privileges of certain secured creditors which, given their low implication on the process, used to block viability solutions, excluding the AAPP. Though, it is true that the tax office has increased flexibility conditions under which will be disposed to vote in favor of payment proposals or reaching a singular agreement of payment, by means of the Instruction 3/2014, 19th of November. The discretionary decisions observed on AAPP involving insolvency cases should be limited, providing a legal framework in which, as the IMF (2015) claims, AAPP increase their implication in insolvency cases by cutting their privileges.

Second, turnaround literature has traditionally emphasized on internal aspects (time of reaction, managerial team, etc) as determining factors of the success. However, the SAD and sports industry particularities show some other external factors, related to social and political issues such as AAPP's discretionary behavior when supporting insolvent companies.

Third, from the managerial practical view, we demonstrate the existence of significant differences among non-insolvent clubs, which present economical and financial parameters considered appropriate, and insolvent clubs, comparatively worse managed. In particular, the analyzed indicators suggest that insolvent clubs should reduce their wage expenses to a suitable revenue level and reduce their indebtedness, generated mainly with AAPP, a key creditor in their proceedings. The last factors have been taken into account in the federative regulation which forbids the signing of players in case of relevant expenses (wages and financial) exceed revenues, and in last instance, this regulation should serve right to rationalize management in clubs in the long term.



ANNEX (I)

Annex. Spanish Insolvent football clubs during the period 2004-14 and analyzed clubs (*) according to their division and stage of the process

CLUB	DIVISION	FINANCIAL DATA	SEASON	STAGE
*Albacete Balompié, S.A.D.	2nd	Yes	2010/2011	Liquidation
*Córdoba Club de Fútbol, S.A.D.	2nd	Yes	2013/2014	Reorganization
*Deportivo Alavés, S.A.D.	2nd	Yes	2010/2011	Reorganization
*Levante Unión Deportiva, S.A.D.	2nd	Yes	2008/2009	Reorganization
Málaga Club de Fútbol, S.A.D.	2nd	n.d.		Reorganization
*Rayo Vallecano de Madrid, S.A.D.	2nd	Yes	2011/2012	Reorganization
*Real Betis Balompié, S.A.D.	2nd	Yes	2011/2012	Reorganization
Real Club Celta de Vigo, S.A.D.	2nd	n.d.		Reorganization
*Real Club Deportivo Mallorca, S.A.D.	1st	Yes	2010/2011	Reorganization
Real Sociedad de Fútbol, S.A.D.	2nd	n.d.		Reorganization
*Real Sporting de Gijón, S.A.D.	2nd	Yes	2008/2009	Reorganization
*Real Valladolid Club de Fútbol	2nd	Yes	2011/2012	Reorganization
*Real Zaragoza, S.A.D.	1st	Yes	2011/2012	Reorganization
*Real Club Deportivo de la Coruña	1st	Yes	2012/2013	Reorganization
*Real Club Recreativo de Huelva	2nd	Yes	2010/2011	Reorganization
Real Racing Club de Santander, S.A.D.	1st	n.d.		Reorganization
*Girona Fútbol Club, S.A.D.	2nd	Yes	2012/2013	Reorganization
Granada Club de Fútbol, S.A.D.	2nd	n.d.		Reorganization
*Hércules Club de Fútbol, S.A.D.	2nd	Yes	2010/2011	Reorganization
Pontevedra Club de Fútbol, S.A.D.	2nd	n.d.		Reorganization
Xerez Club Deportivo, S.A.D.	2nd	n.d.		Reorganization

Source: Own elaboration based on different sources.

REFERENCES

- Aguiar-Díaz, I., y Ruiz-Mallorquí, M. V. (2013): "Conflicto entre acreedores y resolución del concurso en España", *Universia Business Review*, (39), 50-65.
- Amat, O. (2008) *Análisis Económico-Financiero*. Barcelona, Ediciones Gestión 2000.
- Ascarí, G., y Gagnepain, P. (2006): "Spanish Football", *Journal of Sports Economics*, (7), 76-89.
- Barajas, Á. y Rodríguez, P. (2010): "Spanish football clubs' finances: crisis and player salaries", *International Journal of Sport Finance*, 5(1), 52-66.
- Beech, J., Horsman, S., y Magraw, J. (2010). Insolvency events among English football clubs. *International Journal of Sports Marketing & Sponsorship*, 11(3), 236.
- Boscá, J. E., Liern, V., Martínez, A. y Sala, R. (2008): "The Spanish football crisis", *European Sport Management Quarterly*, 8(2), 165-177.
- Carbajo-Vasco, D. (2014) *Algunas cuestiones tributarias en los concursos de acreedores*. Instituto de Estudios Fiscales. Documento nº 12/2014.
- CreditReform (2013): *Corporate insolvencies in Europe 2012/2013*. CreditReform Economic Research Unit. http://www.creditreform.com/fileadmin/user_upload/CR-International/local_documents/Analysen/Corporate_Insolvencies_12_13.pdf [Consultado el 8 de mayo de 2015].
- CSD (2015): *Balance de la situación económico-financiera del fútbol español 1999/2014*. <http://www.csd.gob.es/csd/estaticos/noticias/BALANCE-FUTBOL-1999-2014-DEFINITIVO.pdf> [Consultado el 4 de mayo de 2015].
- Fernández, A. I. (2004): "La reforma concursal, ¿una reforma eficiente?", *Universia Business Review*, Nº 3, pp. 94-103.
- FMI (2015) *Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Spain*. IMF Country Report No. 15/232. August 2015.
- Franks, J. y Sussman, O. (2005) "Financial Distress and Bank Restructuring of Small and Medium Size UK Companies". *Review of Finance*, 9: 65-96.
- García, J., y Rodríguez, P. (2003): "From sports clubs to stock companies: The financial structure of football in Spain, 1992–2001", *European Sport Management Quarterly*, 3(4), 253-269.
- García-Posada, M. (2013) *Insolvency institutions and efficiency: The Spanish case*. Banco de España. Documentos de trabajo nº 1302.
- García-Posada, M. y Mora-Sanguinetti, J. (2012). *Why do Spanish firms rarely use the bankruptcy system. The role of mortgage institution*. Banco de España. Documentos de trabajo nº 1234.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., y Black, W. C. (1998). *Multivariate data analysis*. New Jersey: Prentice-Hall.
- INE (2013): *Estructura y dinamismo del tejido empresarial en España. Directorio Central de Empresas (DIRCE) a 1 de enero de 2013*. 2 de agosto de 2013. <http://www.ine.es/prensa/np794.pdf> [Consultado el 3 de mayo de 2015].
- McKiernan, P. (2003): "Turnaround", en D. Faulkner y A. Campbell (2003). "The Oxford Handbook of Strategy: A Strategy Overview and Competitive Strategy: Corporate Strategy". Oxford University, New York, págs. 267-318.
- Nueno, P. (1991): "Reflotando la empresa: corporate turnaround", Deusto, Madrid.
- Pons (2015) *Inmersiones cuantitativas en el arancel de la Administración concursal*. El Derecho.
- Pulgar-Ezquerria, J. (2004) "El contenido dilatorio y remisario del convenio Concursal y las ayudas de Estado". *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, 2004, núm. 1.
- Robbins, D. y Pearce, J. (1992): "Turnaround: Retrenchment and Recovery", *Strategic Management Journal*, 13 (4), 287-309.
- Schmitt A y Raisch S. (2013): "Corporate Turnaround's: The Duality of Retrenchment and Recovery", *Journal of Management Studies*, 50(7): 1216-1244.
- Shepherd, N.G y Rudd, J. M. (2013): The Influence of Context on the Strategic Decision Making Process: A review of the Literature, *International Journal of Management Review*, 16(3), 340-364.
- Söderman, S. (2013): *Football and management, comparisons between sport and enterprise*, Palgrave Macmillan, Chippenham

- Storm, R. K., y Nielsen, K. (2012): "Soft budget constraints in professional football", *European Sport Management Quarterly*, 12(2), 183-201.
- Szymanski, S. (2012): "Insolvency in English professional football: Irrational Exuberance or Negative Shocks?" Working Paper N° 12-02, International Association of Sports Economics and North American Association of Sports Economics.
- Thomàs-Puig, P. (2011) *La posición de la administración tributaria y el crédito tributario en el proceso concursal*, Getafe, La Ley.
- Trahms C.A., Ndofor H.A. y Sirmon D.G. (2013): "Organizational Decline and Turnaround : A Review and Agenda for Future Research", *Journal of Management*, 39(5): 1277-1307.
- UEFA (2012): *Procedural rules governing the UEFA Club Financial Control Body*. http://www.uefa.org/MultimediaFiles/Download/Tech/uefaorg/General/01/85/85/25/1858525_DOWNLOAD.pdf [Consultado el 8 de mayo de 2015].
- Van Hemmen (2015): *Estadística Concursal – Anuario 2014*. Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España. Septiembre de 2015.
- Zimmerman, D. (1997) "A note on Interpretation of the Paired-Samples t Test". *Journal of Educational and Behavioral Statistics*. 22 (3): 349-360.

NOTES

1. Contact author: Departamento de Dirección de Empresas "Juan J. Renau"; University of Valencia; Avda. Los Naranjos s/n; 46022, Valencia; Spain.
2. The 7.000 legal insolvency cases over 300.000 firms disappearances according to INE (2013) and an insolvency rate of 24 firms out of 10.000, which is much lower than Europe and USA cases – with an average of 70 firms out of 10.000 are a good evidence for this (CreditReform, 2013).
3. Which establishes the obligation, [...] *of having completely fulfilled, or properly guaranteed their due debts with players, staff or other clubs.*
4. Strong variations in season 2013/2014 are explained, mainly, by the relegation of some clubs that held high debt volume (Real Zaragoza, Deportivo de la Coruña y Real Mallorca).
5. Real Madrid, Barcelona, Athletic de Bilbao and Atlético Osasuna have been excluded because of the different legal regime to which they are subject.
6. Real Oviedo, S.A.D. is included, even though it was declared insolvent, but in a different legal regime than the current (*Suspensión de Pagos*). The club succeeded that situation.
7. Acronym of Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization. This indicator has been used by Pons (2015) as an approximation of the cash flows generated by an insolvent firm during the process.
8. However, in line with the suggestions of CEE included in the Sports White Book (2007), we must note to the reader that the sports industry has its own particularities, and that is why one has to be cautious with the ratios interpretation (Söderman, 2013).
9. The bias towards Second Division clubs (10 out of 14) makes that proportion of AAPP's debt is even higher than in the overall professional football (table 2).
10. Acronym of *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*. This indicator has been used by Pons (2015) as an approximation of the cash flows generated by an insolvent firm during the process.

