

# PROYECTO SOSTENIBLE

*Una financiación racional y sostenible para los clubes*

***Comentarios a las observaciones del Presidente de La Liga***

## Resumen ejecutivo

---

1. Proyecto Sostenible **no es un planteamiento conceptual**. Al contrario, aplica una estructura común en el mercado, habitualmente empleada por cotizadas españolas, ligas y equipos norteamericanos. Cuenta con precios indicativos de prestigiosos bancos internacionales (incluso en forma de *Highly Confident Letter*). **Trasladar que esta propuesta no es viable, sin interesarse siquiera por sus detalles, es, simplemente, faltar a la verdad.**
2. Proyecto Sostenible **no precisa de garantías distintas a las ofrecidas por los clubes en el marco de la propuesta de CVC**. Su impacto económico es, sin embargo, muy diferente.
3. **Según el caso base de La Liga, nuestra propuesta es 15 veces más barata que la ofrecida por CVC, esto es, 12.000 millones de euros más barata.** Y es más barata en escenarios catastróficos, incluso si los derechos caen un 75%.
4. Se ridiculiza el escenario “optimista” expuesto por Proyecto Sostenible, señalando que es imposible que los derechos de La Liga crezcan 107 veces en los próximos 50 años. Sin embargo, **el dato contrastable y objetivo es que, en los últimos 30 años, su valor se ha multiplicado 88 veces, esto es, ha subido una media anual superior al 15%.** ¿Quién puede predecir el valor de los derechos en el año 2071, y máxime con las nuevas tecnologías, NFTs y Metaversos?
5. Es inaudito que, según el caso, se **induzca potencialmente a los clubes a actuar de manera fraudulenta frente a sus acreedores** con garantías sobre sus derechos audiovisuales.
6. **Es completamente falso que Proyecto Sostenible implique la transferencia de derechos audiovisuales a otra sociedad;** dichos derechos son, y seguirán siendo, propiedad de los clubes.
7. **Los clubes no se endeudan,** venden al financiador su derecho a cobrar una parte de sus ingresos audiovisuales de La Liga. Por ello, si descienden de segunda división no sufren impacto alguno ni tienen deuda que devolver.
8. La Liga debe crecer con sus propios medios y realizar las contrataciones que resulten necesarias para crecer sin perder su independencia y plena propiedad. **No es necesario malgastar 12.000 millones de euros para tener capacidad de crecer.**
9. **Es extraordinariamente preocupante que La Liga acometa una operación de esta relevancia y duración sin organizar un proceso abierto, competitivo y transparente.** Resulta inaudita la reacción del Presidente de La Liga a la presentación de Proyecto Sostenible, cuando tiene la obligación de tener en consideración cualquier opción que pueda ayudar a los clubes.
10. **Es falso que los clubes que no reciben el dinero de CVC no se ven afectados por el Proyecto Impulso.** Se les priva de derechos, se les obliga a ser partícipes de estructuras construidas en fraude de ley, en perjuicio de terceros y acreedores y en flagrante vulneración de la normativa aplicable. Se les obliga a compartir con un fondo de capital riesgo la propiedad y gobernanza de La Liga, en incumplimiento de la propia naturaleza jurídica de esta asociación. Cuestiones que deberán ser depuradas en los tribunales del orden que proceda.

## Observaciones de La Liga (i)

Madrid, 3 de diciembre de 2021

Estimados,

Ante la carta que habéis recibido remitida por el Real Madrid CF, Athletic Club y FC Barcelona en la que se traslada una hipotética oferta de financiación, al 2,5-3% de interés a 25 años, por parte de JP Morgan, Bank of America y HSBC queremos señalaros aspectos importantes que han de tenerse en cuenta para valorar correctamente el contenido de la misma:

- La carta recibida no es una propuesta ni vinculante, ni siquiera indicativa, de financiación por parte de los inversores finalistas. Es solo un planteamiento conceptual de una boutique que se llama Key Capital, que ya trabajó en el fracasado proyecto de *Superliga*, y no está firmada por los bancos ni por los inversores.
- En este sentido, en la primera página de la presentación, la nota al pie indica que *"ha contado con la colaboración e indicación de términos y condiciones por parte de un grupo de entidades financieras de reconocido prestigio y experiencia"*, pero no que sea un Term Sheet firmado por estas entidades, de hecho, no es un Term Sheet. No hay ningún compromiso por parte de Bank of America, J.P. Morgan o HSBC.
- Abundando en este aspecto, en la página 4 se dice que la financiación será en formato bono, lo que hace suponer que estas entidades financieras de reconocido prestigio están pensando en una financiación que habrá que estructurar y, posteriormente, ofrecer al mercado (estas entidades financieras no van a adquirir el bono), sin saber si existe interés o no y sin aclarar qué ocurre en el caso de que ese interés no exista.
- La alternativa está presentada de forma muy tendenciosa, pero, sobre todo, imprecisa financieramente. Comparan este planteamiento con la operación "Plan Impulso", cuando:
  - No es directamente comparable porque ésta es una operación de deuda y, por tanto, exige garantías (como indica la presentación) y el Plan Impulso es una operación de equity (capital) y, por tanto, el inversor corre el riesgo del negocio, vaya bien o vaya mal, sin garantías de devolución del principal.
  - En realidad, la estructura planteada gira en torno a una financiación "super senior", que recibe un derecho preferencial sobre los clubs ya que accede a los primeros euros generados por la comercialización de los derechos audiovisuales. No asume ni riesgo de negocio ni, en términos prácticos, riesgo financiero.

## Comentarios (i)

### • Proyecto Sostenible no es un planteamiento conceptual:

- Es una propuesta de financiación elaborada sobre la base de estructuras legales, eficientes, testadas y habituales en el mercado.
- Proyecto Sostenible ya ha recibido precios indicativos de los bancos citados en la propuesta (incluso en forma de *Highly Confident Letter*, documento habitual de este tipo de financiaciones en el que el banco confirma formalmente su interés y disposición por llevar a cabo la operación). Key Capital ha estructurado operaciones de financiación por un valor superior a 20.000 millones en los últimos 4 años.
- Los compromisos vinculantes podrán obtenerse cuando los clubs manifiesten su interés por trabajar en esta operación. Debemos recordar igualmente que la vinculación de CVC con el Proyecto La Liga Impulso y su ejecución depende del cumplimiento de diversas condiciones.

• **La financiación en formato y estructura bono** es extraordinariamente habitual y la que **mejores condiciones económicas puede ofrecer a los clubs**. Es la misma empleada por el Real Madrid en la financiación de su estadio y muy habitual en equipos y ligas norteamericanas, siendo empleada por un amplio número de compañías del Ibex-35 y demás cotizadas. No es nada novedoso.

### • Proyecto Sostenible no precisa de garantías distintas a las ofrecidas por los clubs en el marco de la propuesta a CVC pero su impacto en términos económicos es muy diferente:

- En **Proyecto Sostenible** el único recurso del financiador frente a los clubs será una porción de sus ingresos por derechos audiovisuales hasta alcanzar entre todos la cifra anual de la cuota fija acordada, 115 millones de euros; pagada dicha cantidad, cualquier importe adicional pertenece a los clubs.
- En la **propuesta de CVC**, si bien también detrae de los clubs un porcentaje de sus ingresos por derechos audiovisuales, la diferencia es que, en términos económicos, según el caso base, el importe total detruido por diversos conceptos será muy superior, en una cuantía variable y, además, por un monto ilimitado (15 veces más cara que Proyecto Sostenible).

• **Proyecto Sostenible sí es una financiación super senior, eso no es discutible. Y por ello es 15 veces más barata que la propuesta por CVC en su caso base.** Y es más barata en escenarios catastróficos, incluso si, por ejemplo, el valor de los derechos de La Liga cae un 60% (e incluso un 75%) con respecto a su valoración actual. Y es una financiación porque, además de ser más barata, es lo que la mayoría de los clubs necesitan, liquidez. Si, además, hay que contratar expertos que ayuden a La Liga a crecer, se debe hacer desde la libertad e independencia, sin tener las manos atadas por un inversor financiero.

## Observaciones de La Liga (ii)

- Los números mostrados pretenden distorsionar el mensaje comparando la inversión actual de los Fondos CVC con el agregado del cash flow acumulado en 50 años asumiendo hipótesis de crecimiento agresivas e ignorando el valor temporal del dinero.
  - Cuando calculan los escenarios de negocio, y comparan Plan Impulso vs Plan Sostenible, lo hacen con 3 posibles "CVC, Positivo y Pesimista". En el escenario optimista, asumen un crecimiento anual acumulado del 10%, lo que supondría que, en 50 años, los derechos de TV de LaLiga serían de más de 193.000 millones de euros. ¡Eso significaría que los derechos de televisión de los clubes de LaLiga se habrían multiplicado por 107 veces, mientras que el PIB, en ese mismo período de 50 años, se habrá multiplicado por 3,4 veces!
  - 
  - En este imposible escenario optimista, CVC ganaría 168.639 millones de euros, ¡pero eso significaría que los clubes habrían ingresado 1.875.595 millones de euros! ¡Casi 2 billones (españoles) de euros! ¡El 20% del PIB actual de nuestro país!!
  - Esta comparación descalifica por sí sola cualquier otro aspecto de este informe, porque no es un análisis serio de posibles alternativas, se trata solo de un intento de destruir el futuro de la competición y los clubes para poder desarrollar su proyecto de Superliga.
- El planteamiento presentado es una operación de financiación a la que muchos clubes, que tienen pignorados sus derechos de tv, no podrían adherirse porque el dinero recibido tendría que dedicarse a cancelar la deuda actual y no podrían implementar ninguna inversión que suponga un crecimiento para el Club.
  - La operación alternativa está sujeta al consentimiento individual de todos y cada uno de los acreedores de los clubes. La de CVC no porque los Fondos CVC aportan capital a LaLiga y ésta, a su vez, traslada el dinero a los clubes a través de financiación participativa subordinada a todos los acreedores. La estructura del Proyecto Impulso es completamente compatible con la situación de partida de todos los clubes.
  - La operación planteada implica transferir el 100% de los derechos audiovisuales a otra sociedad que tiene un derecho preferencial. No se explica quién la va a gestionar. No hay referencia alguna al Gobierno Corporativo de la nueva entidad.
  - Los clubes pierden el control de sus derechos durante 25 años.

## Comentarios (ii)

- **Un simple dato: el valor de los derechos de La Liga en los últimos 30 años se ha multiplicado 88 veces y ha subido más de un 15% al año ¿Quién puede predecir el valor de los derechos en el año 2071, y máxime con las nuevas tecnologías, NFTs y Metaversos?** Eso es lo que compra CVC por 2.000 millones, el 11% de ese potencial crecimiento durante 50 años.
- **La mención a la Superliga es absurda.** La única condición pactada por FC Barcelona y Real Madrid en el proyecto de la Superliga es precisamente que su participación en dicha competición fuera plenamente compatible con su continuidad en las competiciones nacionales, como todos ya conocen a día de hoy. Es simplemente una alternativa a las competiciones de la UEFA, que se menciona en este contexto en un mero acto de populismo.
- **Es inaudito que, según el caso, el Presidente de La Liga induzca potencialmente a los clubes a actuar de manera fraudulenta frente a sus acreedores con garantías sobre sus derechos audiovisuales:**
  - Manifiesta que Proyecto Impulso puede llevarse a cabo sin que los clubes recaben el consentimiento de acreedores que cuenten con garantías sobre sus derechos audiovisuales. No es cierto e induce a confusión. La estructura de la operación con CVC incluye una cesión implícita pero indiscutible de ingresos audiovisuales a CVC (al trasladar a este fondo un porcentaje de dichos ingresos durante 50 años) y, por tanto, realizarla sin el consentimiento de los acreedores con derechos sobre dichos ingresos es un esquema fraudulento.
  - La necesidad de consentimiento de los acreedores es indubitadamente necesaria en ambos proyectos en los mismos términos, con la diferencia de que Proyecto Sostenible es transparente y no induce a los clubes a actuar fraudulentamente, con la responsabilidad que ello conlleva.
- **Es completamente falso que Proyecto Sostenible implique la transferencia de derechos audiovisuales a otra sociedad, porque dichos derechos son, y seguirán siendo propiedad de los clubes:**
  - Lo único que los clubes transmiten a SPV, de manera conjunta, es el derecho económico a cobrar la cuota anual acordada con cargo a los ingresos por derechos audiovisuales que corresponden a los clubes que participan en el proyecto.
  - Por ello, los clubes mantienen intactos sus derechos de gobernanza y gestión, sin que resulte necesaria alteración alguna del régimen de gobierno corporativo de La Liga, manteniendo en todo momento los derechos bajo su control y propiedad.

## Observaciones de La Liga (iii)

- El proyecto presentado no tiene en cuenta situaciones y supuestos de gran relevancia como qué ocurre con la deuda de un club que desciende o desaparece, qué capacidad tienen de participar los clubes que ascienden, qué ocurre si el valor de los derechos televisivos baja o si la operación afecta solo al negocio audiovisual o impacta de alguna manera en el resto del negocio, entre otras muchas cuestiones.

No entendemos cómo pueden pretender que una iniciativa tan poco trabajada se presente como una alternativa plausible frente a un proyecto como LaLiga Impulso, fruto de muchos meses de trabajo en conjunto para diseñar una operación que aporta estabilidad y visión a largo plazo, y que ha sido aprobada de forma unánime en la Comisión Delegada del pasado 1 de Diciembre. En el Proyecto Impulso no existe ninguna implicación para los clubs en caso de caída del negocio ya que CVC invierte a largo plazo con una visión industrial y el único foco del proyecto estará en el desarrollo comercial de la competición.

La estructura de cuentas de participación del Proyecto Impulso ha sido diseñada con el asesoramiento de firmas del máximo prestigio y reputación, es una estructura sólida, sin fisuras, que posibilita la incorporación de CVC como socio, asumiendo riesgo de equity. Por cierto, utilizada por un Club firmante de la Carta

LaLiga Impulso no es un proyecto de financiación. LaLiga Impulso tiene por objetivo incorporar un socio industrial con amplia experiencia en España y en el sector de derechos deportivos que aporte capital a largo plazo y experiencia industrial contrastada para ayudar a LaLiga y a sus clubs a crecer globalmente en un momento de grandes retos e incertidumbres para la industria. LaLiga y los clubs seguirán teniendo control absoluto de todos los aspectos deportivos, mientras que incorporan a los Fondos CVC como socio para el desarrollo de todos los aspectos comerciales, incluyendo el crecimiento internacional, presencia digital, refuerzo de marca, captura y tratamiento de datos o refuerzo de las estructuras de gestión. Todo ello poniendo a los fans en el centro del proyecto. Es un proyecto cuya ambición es desarrollar al máximo el potencial comercial de LaLiga e incrementar el valor de la competición, un proyecto de crecimiento de la mano de un socio que corre riesgo en la operación, comprometido por lo tanto con el éxito de la misma, que además de capital aporta gran experiencia en el ámbito deportivo y tecnológico, habiendo trabajado junto con clubs y federaciones en proyectos de características similares.

Por el contrario, la alternativa planteada es una operación financiera exenta de proyecto industrial. Una inyección de dinero sin un plan de inversión, ni compromisos adquiridos, ni mecanismos de supervisión, en definitiva, sin un plan coordinado que beneficie a todas las partes. Sin estrategia y coordinación, la inyección de dinero tiene el riesgo de convertirse en inflación del sistema y no en

## Comentarios (iii)

- **Los clubs no se endeudan** con nuestra propuesta, es decir, no asumen deuda como tal, siendo la SPV la única que asume deuda con los inversores. Los clubs lo que hacen es transmitir, de manera colectiva, a la SPV una porción de sus ingresos por derechos de TV de La Liga, por importe total anual de 115 millones, a cambio de un pago que reciben íntegramente el primer año por importe de 2.000 millones.
- Los clubs solo ven minorados sus ingresos en tanto que mantengan derechos audiovisuales de La Liga (es decir, jueguen en 1ª o 2ª división). En consecuencia, **si descienden de segunda división no tienen ningún impacto ni deuda que devolver.**
- En relación con la cuestión sobre qué ocurre si baja el valor de los derechos televisivos, **incluso si el valor de los derechos baja un 60% con respecto a su valor actual, Proyecto Sostenible sigue siendo más competitivo financieramente que la propuesta de CVC.**
  - Además, la propuesta de CVC señala expresamente que su retribución se ajustará al alza si el valor de los derechos cae sobre la base de ciertos parámetros. De ser el caso, **los derechos de La Liga tendrían que caer más del 75% para que nuestra propuesta fuera peor que la de CVC. Incomparable.**
- El problema no es el uso de la figura de “cuentas de participación”, que es una fórmula mercantil reconocida por el ordenamiento jurídico. La irregularidad en este punto consiste en que **La Liga acude a las “cuentas en participación” y al concepto de “gastos de comercialización” de manera artificiosa, con el fin de eludir de manera fraudulenta que La Liga no es el propietario de los derechos audiovisuales, sino un mero comercializador de los mismos, siendo los clubs los dueños. Por eso es absurdo señalar que La Liga vale miles de millones de euros, cuando son los clubs los únicos dueños del activo que sustenta dicha valoración, y no La Liga.**
- La estructura del Proyecto La Liga Impulso adolece de **graves irregularidades jurídicas estructurales** que comprometen seriamente a sus participantes, algunas de las cuales ya fueron enunciadas en la carta remitida por los 3 clubs.
- **La Liga debe realizar las contrataciones necesarias para crecer con sus propios medios, sin renunciar a su independencia, sin perder la plena propiedad de su negocio y sin que los clubs hipotequen su futuro económico.**
  - Si La Liga busca un socio industrial, no se entiende proponer contratar a un inversor financiero cuyos gestores anunciaron públicamente su intención de desligarse del Proyecto La Liga Impulso en un plazo máximo de "8 a 10 años" y trasladar su posición a otro inversor.
  - Su propuesta para "impulsar" el fútbol español consiste en contratar expertos y esa es una función que debe liderar La Liga por acuerdo de sus asociados y en libertad de contratación.



## Observaciones de La Liga (iv)

creación de valor, es decir, en un alivio financiero a corto plazo que puede resultar en un empobrecimiento de los clubes en el medio plazo.

Por todo esto, el proyecto llamado “Proyecto Sostenible”, no es ni lo uno ni lo otro, es un intento más de romper el consenso y generar incertidumbre con el único objetivo de continuar salvaguardando los intereses egoístas de unos pocos frente al beneficio común de la mayoría. Y lo hacen, enviando una carta que no es vinculante ni contiene un plan trabajado ni definido, intentando confundir a los clubes como si no fuesen entidades gestionadas de manera profesional y con capacidad para analizar propuestas de negocio. Es evidente cual es su único objetivo.

Los clubes firmantes del llamado “Proyecto Sostenible” intentan descarrilar el Proyecto Impulso, cuyo impacto en los derechos audiovisuales no les afecta, proponiendo una alternativa que ellos mismos tampoco van a tomar ya que su interés es capital y no deuda.

No olvidemos que la carta viene liderada por el presidente del Real Madrid que hace escasamente seis meses declaraba que estábamos “arruinados”, que nuestros partidos no eran interesantes y que era inevitable que los derechos audiovisuales de nuestra competición bajaran. El objetivo de esta carta, como entonces, no es otro que generar incertidumbre en este caso para afectar a la operación que votamos el próximo día 10

Atentamente,



Javier Tebas Medrano  
Presidente de LaLiga

## Comentarios (iv)

• Al margen de responsabilidades legales que deberán ser depuradas en el foro oportuno, resulta **extraordinariamente preocupante que La Liga pretenda acometer una operación de este calado, relevancia y duración sin organizar un proceso abierto, competitivo y transparente que maximice las condiciones económicas para los clubes.**

• **Resulta inaudita la reacción del Presidente de La Liga a la presentación de Proyecto Sostenible**, propuesta que mejora extraordinariamente las condiciones ofrecidas a los clubes. En tiempo récord, sin analizar sus detalles ni plantear cuestión alguna, se ha dedicado a denostar el proyecto y a todos sus promotores faltando groseramente a la verdad. Debemos recordarle al Presidente de La Liga que, como gestor al servicio de todos los clubes, a los que se debe sin excepción, **tiene la obligación de tener en consideración y explorar cualquier opción que pueda ayudar a los clubes de La Liga.**

• **Es falso que los clubes que deciden no recibir el dinero de CVC no se ven afectados por el Proyecto Impulso. Rigurosamente falso.** Se les priva contra su voluntad de derechos de los que son propietarios a cambio de una “indemnización” estructurada como “gasto de comercialización adicional”. Como miembros de La Liga, se les obliga a ser partícipes de estructuras artificiosas construidas en fraude de ley, en perjuicio de terceros y acreedores, en flagrante vulneración del RD-Ley 5/2015 y que, además, ponen en peligro la estabilidad financiera de todos los clubes, participen o no. Se les obliga a compartir con CVC propiedad, gobernanza y gestión de actividades de La Liga, en incumplimiento de la propia naturaleza jurídica de esta asociación. **Cuestiones todas ellas de tal gravedad que obligarán a la adopción de las medidas legales, del orden que procedan, para la protección de sus legítimos intereses.**

# PROYECTO SOSTENIBLE

*Una financiación racional y sostenible para los clubes*

***Comentarios a las observaciones del Presidente de La Liga***