

**DICTAMEN EMITIDO A PETICIÓN DE GRUPO MUNICIPAL
SOCIALISTA DEL AYUNTAMIENTO DE ZARAGOZA**

EVALUACIÓN CRÍTICA DEL PLAN DE NEGOCIO ELABORADO POR IDOM CONSULTING,
ENGINEERING ARCHITECTURE, S.A.U., A PETICIÓN DE REAL ZARAGOZA S.A.D., SOBRE
EL QUE SE FUNDAMENTA LA ALEGACIÓN A LA MODIFICACIÓN PREVISTA EN EL PGOU DE
LA CIUDAD DE ZARAGOZA, EN RELACIÓN CON LA VIABILIDAD DEL PROYECTO DE
CONSTRUCCIÓN DEL NUEVO ESTADIO LA ROMAREDA

Manuel García-Ayuso Covarsí
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Sevilla

Juan Monterrey Mayoral
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Extremadura

Madrid, 23 de enero de 2023

INDICE

	PÁGINA
1. Antecedentes, objeto y alcance del Dictamen	3
1.1 Antecedentes	3
1.2. Objeto material y alcance del Dictamen	3
2. Soporte documental analizado	5
3. Análisis de las premisas, cálculos y conclusiones del modelo de negocio preliminar presentado por IDOM	5
3.1. Consideraciones preliminares	5
3.2. Presentación y evaluación crítica de las hipótesis y metodología empleada	5
3.3. Estimación del Modelo de Negocio Preliminar, una vez corregidos los errores incurridos por IDOM	18
4. Conclusiones y consideraciones finales	24
Breve reseña curricular de los autores del Dictamen	28

1. ANTECEDENTES, OBJETO Y ALCANCE DEL DICTAMEN

1.1 ANTECEDENTES

En los siguientes párrafos presentamos una sucinta descripción de los antecedentes de la cuestión que se ha sometido a nuestra consideración. El objeto de este apartado es facilitar la comprensión del contexto en el que se ha llevado a cabo nuestro análisis y que configura el marco en el que deben entenderse encuadradas las conclusiones a las que hemos llegado. Por tanto, el contenido de este epígrafe no es parte de la labor profesional desarrollada y no recoge, ni en todo ni en parte, las conclusiones alcanzadas.

Los hechos referidos a continuación no han sido objeto de análisis por nuestra parte, por lo que no debe considerarse que hayamos realizado interpretación alguna de los hechos acontecidos o que hayamos emitido una opinión sobre la actuación de las partes en conflicto.

El pasado 23 de diciembre de 2022, la sociedad mercantil "REAL ZARAGOZA S.A.D.", (en adelante el "RZSAD" o "el Club"), presentó ante el Servicio Jurídico de Ordenación y Gestión Urbanística del Excelentísimo Ayuntamiento de Zaragoza (en lo que sigue, "el Ayuntamiento de Zaragoza" o "el Ayuntamiento"), un escrito de alegaciones frente a la aprobación de la Modificación Aislada N.º 206 del Plan General de Ordenación Urbana de Zaragoza (en lo sucesivo, el "PGOU"), publicada en Boletín Oficial de la Provincia de Zaragoza el día 9 de diciembre del 2022.

Siendo el RZSAD usuario y explotador actual del Estadio de fútbol La Romareda (en lo que sigue, "el Estadio") y estando los terrenos sobre los que fue construido afectados por la citada modificación, presenta las alegaciones, estructura de la propuesta y documentación anexa:

- Solicitud de presentación y exposición de alegaciones.
- Propuesta de ordenación alternativa.
- Estudio preliminar elaborado por la consultora IDOM CONSULTING, ENGINEERING AND ARCHITECTURE, S.A.U., (en adelante, "IDOM" o "la Consultora").
- Escrituras de apoderamiento.

1.2. OBJETO MATERIAL Y ALCANCE DEL DICTAMEN

Con estos antecedentes, y de conformidad con el encargo recibido por parte del Grupo Municipal Socialista del Ayuntamiento de Zaragoza (en lo que sigue, "el GMSAZ"), el

trabajo que hemos desarrollado en calidad de expertos independientes ha tenido por objeto llevar a cabo una evaluación crítica del contenido del Modelo de Negocio Preliminar (en adelante, el “Modelo de Negocio” o “el MNP”) emitido por IDOM, que constituye el fundamento sustancial de las alegaciones presentadas por el RZSAD, con el fin de determinar si existen en él errores conceptuales, metodológicos o aritméticos que pudieran limitar la consistencia de sus conclusiones sobre:

- La no idoneidad económico-financiera de la concesión de uso de la parcela objeto de la modificación urbanística, cuyo plazo máximo legal sería 40 años.
- La idoneidad económico-financiera de la alternativa consistente en instrumentar el uso de la parcela pública por el RZSAD mediante un “Contrato de concesión de obras”, cuyo plazo máximo legal podría alcanzar los 75 años.

El Modelo de Negocio elaborado por IDOM incluye los siguientes apartados:

- Objeto y descripción de ambas alternativas temporales (40 años o 75 años).
- Metodología: análisis de los flujos de caja generados por la construcción del nuevo Estadio y por el aprovechamiento de los espacios terciarios.
- Presentación de hipótesis sobre escenario base.
- Resultados del modelo económico.
- Análisis de sensibilidad del modelo con deterioro de escenarios.
- Conclusiones.

Nuestro análisis se limita exclusivamente a los aspectos económicos y financieros de las cuestiones sobre las que se nos ha requerido nuestra opinión profesional, al ser ésta nuestra área de experiencia.

El resto de este documento está estructurado como sigue. El epígrafe segundo describe el soporte documental que ha servido de base para el desarrollo de nuestro trabajo. En el apartado tercero presentamos los resultados de nuestra evaluación crítica del Modelo de Negocio Preliminar, identificando los errores conceptuales y metodológicos en los que ha incurrido IDOM, las inconsistencias existentes en su argumentación, que nos llevan a concluir la falta de fundamentación y validez de sus conclusiones y, consiguientemente, la inconsistencia de las alegaciones presentadas por el RZSAD. Por último, el apartado cuarto contiene una síntesis de nuestras conclusiones y algunas consideraciones finales.

2. SOPORTE DOCUMENTAL ANALIZADO

El trabajo que hemos desarrollado de conformidad con los términos del encargo recibido del GMSAZ, se ha basado en el siguiente soporte documental:

- Modelo de Negocio Preliminar elaborado por la consultora IDOM.
- Documento de alegaciones presentado por el RZSAD.
- Cuentas anuales de REAL ZARAGOZA, S.A.D. de las temporadas 2019/2020, 2020/2021 y 2021/2022.
- Información catastral de la parcela actual del Estadio.

Además, en el desarrollo de nuestro trabajo hemos tomado en consideración la literatura que constituye el cuerpo de doctrina más autorizado en el ámbito de la Administración de Empresas, la Economía Financiera y la Contabilidad.

3. ANÁLISIS DE LAS PREMISAS, CÁLCULOS Y CONCLUSIONES DEL MODELO DE NEGOCIO PRELIMINAR PRESENTADO POR IDOM

3.1. CONSIDERACIONES PRELIMINARES

Antes de abordar el análisis del Modelo de Negocio presentado por IDOM, queremos hacer constar, con el debido respeto profesional, la ausencia de fundamentación de los principales aspectos del contenido de su informe y, por tanto, de las afirmaciones, cálculos y conclusiones que se derivan del mismo.

Como seguidamente analizaremos, IDOM construye toda su argumentación financiera con base en una serie de premisas, algunas de las cuales resultan erróneas o son infundadas, lo que invalida por completo las conclusiones que alcanza.

3.2. PRESENTACIÓN Y EVALUACIÓN CRÍTICA DE LAS HIPÓTESIS Y METODOLOGÍA EMPLEADA

En la página 2 del documento, IDOM manifiesta que el objeto de su informe es *“presentar un avance preliminar del modelo de negocio del nuevo estadio de La Romareda para que el Real Zaragoza, SAD pueda presentar las alegaciones que estimo oportunas a la modificación del PGOU propuesta por el Ayuntamiento de Zaragoza...”*

Seguidamente, IDOM afirma que “no es objeto del informe hacer un análisis detallado del modelo de negocio ni un estudio exhaustivo de la viabilidad económico-financiera del nuevo Estadio, sino únicamente plantear las hipótesis generales para poder definir qué alternativa (concesión a 40 años o cesión de derecho de superficie a 75 años) permita mayor flexibilidad y más garantías de éxito para acometer el proyecto”.

En definitiva, la propia IDOM¹ precisa que, por no tratarse de un plan de negocio detallado, no pretenden emitir una opinión sobre si el proyecto analizado es o no rentable para sus inversores en función de la duración del mismo.

En nuestra opinión, ante dos alternativas de inversión excluyentes (concesión durante 40 años o cesión del derecho de superficie a 75 años), sólo es posible determinar cuál es la más rentable para los inversores si se lleva a cabo un análisis de los dos proyectos de inversión con el suficiente detalle como para determinar con rigor los flujos de caja futuros, dentro de un contexto de incertidumbre en el que, naturalmente, se enmarca toda previsión económico-financiera.

3.2.1. Hipótesis de partida del análisis: plazo temporal, inflación e impuestos

La consultora IDOM ha presentado como base fundamental del Modelo de Negocio el plazo de la cesión del suelo municipal por parte del Ayuntamiento de Zaragoza al RZSAD:

- Concesión a 40 años.
- Cesión de derecho de superficie a 75 años.

Sin entrar a valorar la forma jurídica del negocio ni las consecuencias legales que se derivarían de la aplicación de cada una de las dos alternativas posibles, podemos afirmar que **constituye un grave error sostener, como hace IDOM, que un mayor plazo del proyecto implica siempre una mayor garantía de éxito.** Una cesión del derecho de superficie por un plazo de 75 años lleva aparejadas ciertas ventajas para el cesionario, pero no implica, en modo alguno, que la rentabilidad de la inversión sea mayor, pues ello dependerá de la evolución futura de los flujos de caja que esa inversión sea capaz de generar.

IDOM asume en su trabajo las siguientes hipótesis:

- La inflación se mantendrá estable en el 2% a lo largo de la vida del proyecto.
- La tasa efectiva del impuesto sobre sociedades será el 25%.

¹ Como puede constatarse en sus páginas de Internet (<https://www.idom.com/actividad/>), IDOM es una consultora que presta servicios de ingeniería y arquitectura, sin que conste que tenga competencias en el área de la Economía, la Contabilidad o las Finanzas.

3.2.2. Volumen de inversión

IDOM considera (página 3) que el volumen de inversión total ascenderá a 139,1 millones de euros, con el siguiente calendario y distribución:

Tabla 1
Montante total de la inversión y plazos de realización según IDOM

Inversiones		Años			
	TOTAL	1	2	3	4
Estadio	120.000.000	30.000.000	30.600.000	31.212.000	31.836.240
Terclaro					
Superficie	22.500				
Coste	850			9.948.825	10.147.802
	19.125.000				

Fuente: Modelo de Negocio Preliminar de IDOM.

Con relación al volumen de la inversión vinculada al Estadio, **IDOM no aporta el estudio económico que lo sustenta, por lo que no es posible valorar si la inversión de 120 millones de euros es necesaria para acometer el proyecto.**

El análisis de la viabilidad de un proyecto de inversión tiene como punto de partida la determinación del importe total de la inversión que es necesario realizar en el momento inicial y en los diferentes ejercicios a lo largo de los cuales se desarrolla el negocio.

La viabilidad de un proyecto se cifra en la capacidad del negocio para generar unos flujos de tesorería netos que permitan a la entidad la recuperación del importe total invertido, generando un excedente que constituya una retribución suficiente por el riesgo asumido al ejecutar el proyecto.

A igualdad de flujos de tesorería netos futuros, cuanto menor sea el importe de la inversión, mayor será la rentabilidad (viabilidad) del proyecto, y viceversa.

Obviamente, para un mismo volumen de inversión, cuanto mayor sea la cuantía de los flujos netos de tesorería generados por el proyecto y cuanto antes se generen, mayor será su rentabilidad.

Así pues, en ausencia de una justificación detallada de esa inversión, cualquier análisis es puramente conjetural, dada la imposibilidad de verificar su razonabilidad.

En su informe, IDOM no aporta justificación alguna que permita dar respuesta a las siguientes cuestiones:

- ¿Por qué la inversión total asciende a 120 millones de euros? ¿Qué soporta dicha cuantía?
- ¿Existen los mejores aprovechamientos de cada partida que forman parte del presupuesto de inversión?

Asumiendo, con fines meramente dialécticos que 120 millones de euros fueran el montante de la inversión necesaria para la realización del proyecto, resulta evidente que **IDOM ha incurrido en un error que afecta a la globalidad del modelo planteado**: la superficie terciaria considerada por la consultora es de 22.500 metros cuadrados.

El error de IDOM a la hora de determinar los metros cuadrados que se destinarán a uso terciario queda patente a la vista del propio documento de alegaciones presentado por el RZSAD, en el que se expresa que:

La ordenación de esa nueva Parcela 28.22 determina que pase a estar delimitada por las Calles Luis Bermejo y Convento de Jerusalén y los Paseos de Isabel la Católica y Eduardo Ibarra.

A la nueva parcela se le asigna una superficie máxima edificable de 67.899,30 m², resultante de la suma de 47.399,30 m². (1m²/1m², según establece el artículo 8.1.13.2 del PGOU), más 20.500,00 m². edificables de los actuales 40.500,00 m². de usos terciarios de la suprimida Área de Intervención G28/2. Del total de la edificabilidad así asignada a esta parcela, 67.899,30 m², deberá destinarse al menos en el 51% al uso deportivo (al nuevo estadio de fútbol La Romareda) y el resto a los siguientes posibles usos terciarios: residencia comunitaria, hotelero, comercial, oficinas, terciario recreativo, espectáculos y servicios.

A tenor de lo reflejado en el escrito de alegaciones del RZSAD en cumplimiento de la modificación del PGOU objeto de alegación, la superficie destinada a usos terciarios sería del 49% sobre el total de edificabilidad, lo cual supondría 33.270 m², superficie muy superior a los 22.500 m² considerados por IDOM. Dado que en el proyecto se contempla el arrendamiento de un 80% de la superficie real de uso terciario, partiendo de 33.270 m² se tendría una superficie arrendable de 26.616 m², que, a un precio medio estimado de 132 euros por m², generaría unos ingresos de 3.512.864 euros, frente a los 2.376.000 euros considerados por IDOM (un 47,9% más).

Este error invalida por completo los cálculos realizados por IDOM en relación con las rentas que el RZSAD percibiría por el arrendamiento de la superficie destinada a usos terciarios y, por tanto, también invalida las conclusiones de la Consultora en relación con la viabilidad del proyecto.

3.2.3. Estimación de los ingresos

IDOM considera que el nuevo Estadio alcanzará su máximo rendimiento en un plazo de 5 años tras la finalización de su construcción, que tendrá una duración de 4 años. Por su parte, la Consultora asume que se necesitarían 10 años para alcanzar el máximo rendimiento de las zonas comerciales (superficie para uso terciario).

En su estudio, IDOM contempla 9 líneas de negocio, que aportarían los siguientes ingresos potenciales:

a) Socios y abonados. Alcanzando un máximo de 30.000 socios por temporada (frente a los 25.728 actuales), a un precio medio de 250 euros por abono (actualmente es de 186,46 euros) y el nuevo Estadio aportaría unos ingresos adicionales por este concepto de 3.165.861 euros anuales:

Ingresos diferenciales por incremento en precio del abono:

$$(250 \text{ euros} - 186,46 \text{ euros}) \times 25.728 \text{ socios} = 2.097.861 \text{ euros.}$$

Ingresos diferenciales por incremento en número de abonados:

$$(30.000 - 25.728) \times 250 \text{ euros} = 1.068.000 \text{ euros.}$$

b) Ingresos zona VIP y hospitality. IDOM estima un incremento hasta las 1.000 plazas VIP a un precio medio de 2.500 euros por año, frente a las 4 plazas vendidas en la última temporada a un precio medio de 2.000 euros. Esta línea de negocio aportaría unos ingresos adicionales de 2.492.000 euros:

$$(1.000 - 4) \times 2.500 \text{ euros} + 4 \times (2.500 \text{ euros} - 2.000 \text{ euros}) = 2.492.000 \text{ euros.}$$

c) Venta de entradas. Con esta línea de negocio se obtendrían unos ingresos diferenciales de 4.919.079 euros, como resultado de incrementar el número de entradas vendidas por partido, desde las 1.198 actuales, hasta las 5.000, en cada uno de los 25 partidos que IDOM considera que se jugarían en cada temporada en el nuevo Estadio. Además, la Consultora asume que, con la construcción del nuevo Estadio, el precio promedio de la entrada podría pasar de los 23,57 euros actuales, a una media de 45,00 euros.

Ingresos diferenciales por aumento en número de entradas:

$$(5.000 - 1.198) \times 45 \text{ euros} = 171.090 \text{ euros} \times 25 \text{ partidos} = 4.277.250 \text{ euros.}$$

Ingresos diferenciales por aumento en el precio de las entradas:

$$(45 \text{ euros} - 23,57 \text{ euros}) \times 1.198 = 25.673 \text{ euros} \times 25 \text{ partidos} = 641.829 \text{ euros.}$$

d) Ingresos por visitas al Estadio. IDOM estiman un mínimo de 5.200 visitas anuales a un precio medio por visita de 5 euros, por lo que esta línea de negocio aportaría unos ingresos diferenciales de 26.000 euros:

$$5.200 \text{ visitas} \times 5 \text{ euros} = 26.000 \text{ euros.}$$

e) Museo. Las visitas al museo que se pretende crear, aportarían unos ingresos adicionales de 26.000 euros:

$$5.200 \text{ visitas} \times 5 \text{ euros} = 26.000 \text{ euros.}$$

f) Zonas Comerciales. IDOM considera una superficie alquilable del 80% de la superficie construida (unos 18.000 m²). A razón de 132 euros por m² se generarían unos ingresos de 2.376.000 euros anuales:

$$18.000 \text{ m}^2 \times 132 \text{ euros/m}^2 = 2.376.000 \text{ euros.}$$

Como ya hemos apuntado, la Consultora ha incurrido en un evidente error al estimar la superficie total alquilable para usos terciarios, cuya superficie, según el propio escrito de alegaciones del RZSAD, alcanzaría los 26.613 m²:

$$26.613 \text{ m}^2 \times 132 \text{ euros/m}^2 = 3.512.864 \text{ euros.}$$

g) Naming. Del acuerdo que se espera suscribir con el patrocinador que dará nombre al Estadio, se espera percibir 1.000.000 euros anuales. Aunque IDOM menciona este concepto como ingresos potenciales del proyecto, no lo incluye en el cálculo de los flujos de caja esperados.

h) Eventos. La Consultora estima que del alquiler de espacios para eventos se pueden obtener unos ingresos de 96.000 euros, como resultado de la celebración de 24 eventos anuales a precio de 4.000 euros por evento. €. Este concepto, aunque se menciona como ingresos potenciales, no se incluye en el cálculo de los flujos de caja esperados.

$$24 \text{ eventos anuales} \times 4.000 \text{ euros/evento} = 96.000 \text{ euros.}$$

i) Macro eventos. En el Modelo de Negocio se asume que cada año se celebrarían 4 eventos de gran magnitud, por cada uno de los cuales se ingresarían, en promedio, 150.000 euros, lo que generaría unos ingresos anuales de 600.000 euros. Nuevamente, aunque IDOM menciona este concepto como ingresos potenciales del proyecto, no los incluye en el cálculo de los flujos de caja esperados:

$$4 \text{ macro eventos anuales} \times 150.000 \text{ euros} = 600.000 \text{ euros.}$$

En definitiva, de acuerdo con el modelo propuesto por IDOM, el proyecto de inversión podría generar unos ingresos anuales de 14.700.940 euros, tal como muestra la tabla 2 siguiente:

Tabla 2

Detalle de los ingresos que, según el Modelo de Negocio elaborado por IDOM, cabría esperar del proyecto de inversión que se propone acometer el RZSAD

	Situación actual	Nuevo estadio	Diferencia	Ingreso medio	Ingreso diferencial
Socios	25.728	30.000	4.272	250	3.165.861
Zona VIP	4	1.000	996	2.500	2.492.000
Tour	0	5.200	5.200	5	26.000
Entradas	1.198	5.000	3.802	45	4.919.079
Zonas comerciales	0	18.000	18.000	132	2.376.000
Museo	0	5.200	5.200	5	26.000
Patrocinio nombre					1.000.000
Alquiler para eventos	0	24	24	4.000	96.000
Macroeventos	0	4	4	150.000	600.000
Número de partidos	25			Total	14.700.940
Inflación	2%				
Precio medio abono actual	168,46 €				
Precio medio entradas actual	23,57 €				
Precio medio VIP actual	2.000,00 €				

Fuente: Modelo de Negocio Preliminar de IDOM.

En su análisis de la viabilidad del proyecto, IDOM dice haber tomado en consideración únicamente los flujos de tesorería adicionales que el RZSAD generaría a partir de la realización de las inversiones proyectadas. Así pues, la Consultora evalúa la viabilidad del proyecto comparando el montante total que sería necesario invertir en las obras de reforma del Estadio y el desarrollo de las zonas destinadas a usos terciarios, con los flujos de tesorería adicionales (diferenciales) que el Club podría generar a partir de esas inversiones.

Consiguientemente, IDOM excluye de sus cálculos los ingresos y gastos (y, por tanto, los flujos de tesorería netos) que el RZSAD registra actualmente y seguiría registrando a lo largo de todo el horizonte a lo largo del cual se extendería el proyecto de inversión.

A nuestro juicio, la Consultora ha incurrido en un evidente error metodológico al adoptar este enfoque en el desarrollo de su trabajo. Ello es así porque la evaluación de la rentabilidad de la inversión debe llevarse a cabo desde la perspectiva del RZSAD, considerando el impacto que el proyecto podría tener **en la totalidad de los flujos de caja** (positivos y negativos) que actualmente se generan en el desarrollo normal de la actividad del Club.

En el caso de los ingresos por el arrendamiento de las zonas comerciales, el planteamiento de IDOM es coherente. Obviamente, si a día de hoy no se generan ingresos por el arrendamiento de la superficie de uso terciario y, como consecuencia de la inversión proyectada, será posible obtener rentas por el alquiler de espacios comerciales, es obvio que ese nuevo ingreso (adicional o diferencial), debe contemplarse como una fuente de recuperación de la inversión.

No obstante, IDOM ha ignorado que determinados desembolsos que actualmente realiza el RZSAD en el desarrollo normal de su actividad no se producirán si el proyecto se lleva a cabo o, en su caso, no implicarán un desembolso adicional por encima del contemplado por la Consultora en sus cálculos.

Así, por ejemplo, IDOM estima los gastos de mantenimiento en 1,5 millones de euros anuales (un 1,25% de la inversión total requerida), ignorando que el RZSAD viene incurriendo en gastos de mantenimiento de sus actuales instalaciones, que obviamente no se sumarían a los proyectados por la Consultora, una vez reformado el Estadio.

Por otra parte, no parece razonable esperar que el RZSAD realice inversiones en inmovilizado (lo que en el análisis de proyectos de inversión se suele denominar inversiones en estructura o *capex*), puesto que la renovación de los elementos más relevantes se producirá como consecuencia del desarrollo del proyecto objeto de análisis.

Algo parecido cabe decir en relación con los gastos de personal estimados para los días de partido, los restantes gastos de personal o los gastos asociados a la contratación de suministros y servicios exteriores, en los que el RZSAD viene incurriendo actualmente y que, obviamente, no representarían un desembolso adicional al considerado por la Consultora.

Ciertamente, si los rendimientos positivos del proyecto permiten al RZSAD amortizar, en parte, o en su totalidad, las deudas que el Club tiene actualmente, ello se traduciría en un significativo ahorro de costes financieros.²

Resulta evidente que la generación de bases imponibles negativas en los primeros años de desarrollo del proyecto permitiría al RZSAD reducir las cuotas a pagar del Impuesto sobre Sociedades, al compensarlas con las bases imponibles positivas generadas en el resto de sus actividades.

² En la temporada 2021/2022 los gastos financieros ascendieron a 709.767 euros y, según el presupuesto para la temporada 2022/2023, la previsión era de 716.000 euros.

A pesar de ello, en el desarrollo de nuestro trabajo hemos tomado como referencia las cifras contenidas en el informe de IDOM, con el fin de determinar si, una vez corregidos los errores incurridos por la Consultora y sin alterar la perspectiva de su análisis, cabría afirmar que la viabilidad de la inversión y su rentabilidad quedarían aseguradas en un horizonte temporal de 40 años. De ser así, habría que concluir que, si se hubiera adoptado una perspectiva global, tomando en consideración el impacto de la inversión en el conjunto de la actividad del RZSAD, la viabilidad del proyecto estaría garantizada aun considerando un plazo menor.

La tabla 3 reproduce parcialmente los ingresos considerados por IDOM para la realización de sus cálculos.

Tabla 3
Ingresos diferenciales estimados por IDOM para los primeros 10 años tras la ejecución del proyecto constructivo

Año	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Ramp-up zonas comerciales									
Ingresos	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Cálculo de posibles ingresos diferenciales Ramp-up	20%	40%	60%	80%	100%					
Incremento de socios	655.365	1.393.147	2.139.164	2.809.263	3.709.311	3.783.497	3.859.167	3.936.350	4.015.077	4.095.379
Zona VIP	539.424	1.100.543	1.683.833	2.290.020	2.919.775	2.973.171	3.037.734	3.093.489	3.160.459	3.223.668
Tour	5.629	11.432	17.568	23.893	30.463	31.072	31.691	32.328	32.974	33.634
Entradas	1.064.914	2.172.414	3.323.628	4.520.580	5.763.454	5.878.754	5.996.329	6.116.256	6.238.581	6.363.353
Zonas comerciales	257.185	524.639	802.729	1.091.711	1.391.931	1.705.724	2.027.432	2.363.406	2.712.008	3.073.600
Museo	5.629	11.432	17.568	23.893	30.463	31.072	31.691	32.328	32.974	33.634
	2.558.207	5.218.742	7.934.676	10.859.159	13.845.423	14.406.291	14.984.050	15.579.156	16.192.074	16.823.276

Fuente: Modelo de Negocio Preliminar de IDOM.

Aunque posteriormente nos referiremos a esta cuestión, debemos adelantar aquí que el volumen de ingresos estimados por IDOM está claramente afectado por la incorrecta contabilización que la Consultora hace de los metros cuadrados destinados a uso terciario. La edificabilidad terciaria, como se ha explicado, no son 22.500 m², sino 33.270 m² y, por lo tanto, asumiendo como válida la proporción entre metros construidos y metros posibles que propone IDOM (asume que se construirían 18.000 m² de los 22.500 m² posibles), los metros construidos para uso terciario serían realmente 26.613 m², generando unos ingresos potenciales de 3.512.864 euros anuales. La diferencia con respecto a las estimaciones realizadas por IDOM es de 1,13 millones de euros anuales, lo que, en un periodo de 40 años, supone una infravaloración de los ingresos totales (nominales) superior a los 58,1 millones de euros.

Evidentemente, esta cifra tan significativa de ingresos no considerados afecta de manera determinante al análisis de la viabilidad de la inversión, invalidando, como ya hemos indicado, los resultados obtenidos por IDOM.

3.2.4. Estimación de gastos

- a) **Gastos de mantenimiento.** IDOM estima que los gastos de mantenimiento ascenderán al 1,25% del coste de construcción del Estadio (120.000.000 euros), si bien **no aporta desglose alguno que permita conocer qué cantidad corresponde a cada tipo de gasto incluido en esta rúbrica, ni en qué se basa para determinar que estos gastos supondrán el 1,25% sobre los 120.000.000 euros, esto es, 1.500.000 euros por año.**

Entendemos que, salvo que exista un estudio exhaustivo que justifique la razonabilidad del importe estimado para esta y otras partidas de gastos consideradas en el modelo, que ciertamente no ha sido aportado como sustento de las cifras consideradas por IDOM y que, por tanto, desconocemos, estas cantidades no son más que simples presunciones, sin aparente fundamento, que nuevamente limitan la consistencia de los resultados del estudio realizado por la Consultora.

- b) **Explotación de partidos.** IDOM asume un gasto incremental de 90.000 euros por día de partido en el nuevo Estadio. Partiendo de la base de que en él se jugarán 25 partidos por temporada, el incremento del gasto por este concepto ascendería a 2.250.000 euros anuales, con un crecimiento del 2% anual por efecto de la inflación estimada. Nuevamente, se trata de una asunción sin sustento empírico ni justificación documental. **De hecho, parecería que se tratase de un error de redacción y que, en realidad, lo que IDOM propone es un incremento de este capítulo de gastos en 90.000 euros anuales y no por partido. De hecho, los cálculos realizados por la Consultora así lo indican.** En cuanto a los gastos marginales estimados para el resto del año, los cifra en 30.000 euros anuales para **servicios y suministros** y en 66.500 euros anuales de **gastos de personal** (estos importes serían coherentes con un incremento de los gastos en día de partido de 90.000 euros año y no de 2.250.000 euros anuales como se menciona en el informe IDOM).
- c) **Canon municipal.** La Consultora incluye en sus cálculos el pago de un canon municipal de 500.000 euros por año, equivalente al 2,5% del valor de la superficie edificable para uso terciario (2,5% de 19.125.000 euros).
- d) **Amortización contable.** Este concepto de gasto, si bien no representa una salida de caja, afecta al cálculo del Impuesto sobre Sociedades, por lo que es necesaria su consideración. Se establece como hipótesis que la totalidad de la inversión se amortizará en 40 años o en 75 años, dependiendo de la duración final de la concesión. **IDOM comete un nuevo error al no incluir la amortización de la totalidad de la inversión en los plazos supuestos de concesión/cesión de 40 o 75 años, plazos tras los que retornarían los activos al Ayuntamiento de Zaragoza y, por tanto, tendrían valor 0 para el RZSAD.**

Si bien el modelo está sustentado en ingresos y costes diferenciales, la realidad es que en la actualidad el RZSAD no tiene amortizaciones significativas del Estadio, toda vez que no es de su propiedad, sino que lo usa en arrendamiento. Si el RZSAD realiza una inversión nueva, inexistente en la actualidad en su patrimonio, independientemente de la financiación, al tratarse de una concesión/cesión de uso, el plazo de amortización total de la inversión debe coincidir con el plazo de reversión, esto es, 40 o 75 años, según estimaciones del modelo de IDOM.

Este error afecta de forma significativa a la estimación de la rentabilidad proyectada. Al no considerar la Consultora esta magnitud, no está teniendo en cuenta que este gasto, si bien no detrae tesorería, minorra la cuantía de resultados de la sociedad y, consiguientemente, el importe del Impuesto sobre Sociedades a liquidar, impactando directamente en la tesorería resultante, que se ve incrementada de manera notable.

- e) **Gastos financieros.** IDOM incluye en esta rúbrica los intereses devengados por la financiación del 80% del valor total del proyecto que, como exponemos en el apartado siguiente, consiste en un préstamo a 40 o 75 años (en función de la duración de la inversión), con un interés del 10% anual.
- f) **Impuestos.** El tipo impositivo aplicado es del 25% sobre el beneficio generado cada año. Dado que, como posteriormente se mostrará, durante los primeros años del proyecto se obtiene un resultado antes de impuestos negativo, esto generaría unos créditos fiscales que podrían compensar bases imponibles positivas futuras, reduciendo, así el flujo de caja negativo que supone el pago del impuesto de los ejercicios con beneficios y, consiguientemente, mejorando la rentabilidad de la inversión. **En un nuevo error manifiesto, IDOM no considera el efecto que este crédito fiscal tiene sobre los flujos de caja calculados, alegando que, dado que el RZSAD tiene otras actividades que generan beneficios, las pérdidas del proyecto de los primeros años se compensarían con los beneficios aportados por estas actividades. Resulta evidente que este proceder de la Consultora es incongruente con el planteamiento de su análisis, pues únicamente considera los flujos de caja diferenciales del proyecto, premisa sobre la que construye toda su argumentación financiera.**

3.2.5. Modelo de Negocio Preliminar basado en las hipótesis planteadas por IDOM

IDOM presenta de forma abreviada los resultados de rendimiento y rentabilidad en los dos escenarios temporales planteados, 40 años y 75 años, que mostramos en la tabla 4.:

Según estos resultados, para un periodo de 40 años, la inversión se acometería siempre que la rentabilidad exigida por el RZSAD al proyecto fuese inferior al 2,65%, dado que este porcentaje es la tasa de descuento que hace cero el valor actual de los flujos de caja

netos que el proyecto genera (VAN). Para un plazo de la inversión de 75 años, sin embargo, la rentabilidad esperada sería del 5,71%, con un plazo de recuperación de 30 años, rentabilidad que parece estar más ajustada a las exigencias del inversor según manifiesta en su escrito de alegaciones. Esto sería así, insistimos, si no existiera el grave error cometido en el análisis del uso de superficie terciaria, al haberse obviado una cantidad importante de los ingresos esperados.

Tabla 4

Supuesto 1: Hipótesis planteadas por IDOM

	40 AÑOS	75 AÑOS
TIR	2,65%	5,71%
VAN		
Tasa de descuento		
2%	9.431.935,00 €	186.005.826,62 €
3%	-4.306.790,20 €	97.110.344,12 €
4%	-14.095.145,76 €	45.178.942,07 €
5%	-21.038.424,75 €	14.203.953,54 €
6%	-25.921.576,71 €	-4.614.077,06 €
7%	-29.305.629,24 €	-16.212.806,43 €
Periodo de retorno	31 años	30 años

Fuente: Modelo de Negocio Preliminar de IDOM.

Seguidamente, la Consultora ha llevado a cabo un análisis de la sensibilidad de los resultados del modelo ante una hipotética subida del coste de inversión del 10% y una minoración en el volumen de socios finales del club, desde los 30,000 inicialmente considerados hasta 28.000.

Bajo el supuesto de que el coste de la inversión se elevase un 10%, el proyecto presentaría una rentabilidad del 0,93% para un plazo de 40 años y del 4,85% para 75 años, tal como muestra la tabla 5. Lógicamente, la consistencia de esta conclusión también está decisivamente afectada por el error incurrido en la estimación de los ingresos.

En el escenario hipotético de que se redujese el número de socios finales del club, la rentabilidad a 40 años se elevaría hasta el 1,78% y, si la duración del proyecto se incrementase hasta los 75 años, alcanzaría el 5,26% (tabla 6).

Tabla 5

Supuesto 2: Sensibilidad de los resultados del modelo ante un incremento del 10% en la inversión

	40 AÑOS	75 AÑOS
TIR	0,93%	4,85%
VAN		
Tasa de descuento		
2%	-15.255.010,40 €	149.721.590,12 €
3%	-24.989.359,96 €	69.866.099,48 €
4%	-31.668.293,02 €	23.850.693,44 €
5%	-36.167.403,06 €	-3.096.145,35 €
6%	-39.105.840,08 €	-19.064.968,86 €
7%	-40.923.944,53 €	-28.575.682,24 €
Periodo de retorno	37 años	35 años

Fuente: Modelo de Negocio Preliminar de IDOM.

Tabla 6

Supuesto 3: Sensibilidad de los resultados del modelo ante un descenso de los abonados, pasando de 30.000 a 28.000.

	40 AÑOS	75 AÑOS
TIR	1,78%	5,26%
VAN		
Tasa de descuento		
2%	-3.068.065,00 €	160.638.179,56 €
3%	-14.294.667,95 €	79.779.758,81 €
4%	-22.166.039,68 €	32.855.051,52 €
5%	-27.631.218,99 €	5.112.058,01 €
6%	-31.362.871,82 €	-11.544.253,80 €
7%	-33.840.695,81 €	-21.646.623,17 €
Periodo de retorno	34 años	32 años

Fuente: Modelo de Negocio Preliminar de IDOM.

En síntesis, en nuestra opinión, como consecuencia de la gravedad y relevancia de los errores incurridos por IDOM en la elaboración de su informe de evaluación de la viabilidad del proyecto que el RZSAD se propone acometer, sus premisas, resultados y conclusiones deben rechazarse por inconsistentes, y en modo alguno deberían constituir la base para adoptar una decisión por parte del Ayuntamiento de Zaragoza en relación con el plazo necesario para la recuperación de la inversión.

3.3. ESTIMACIÓN DEL MODELO DE NEGOCIO PRELIMINAR, UNA VEZ CORREGIDOS LOS ERRORES INCURRIDOS POR IDOM

Una vez identificados los errores que hemos documentado en el trabajo realizado por IDOM, hemos llevado a cabo una evaluación de la viabilidad del proyecto de inversión planteado por el RZSAD, cuyos resultados presentamos a continuación.

3.3.1. Volumen de ingresos anuales, una vez corregidos los metros cuadrados destinados al uso terciario

La tabla 7 refleja los ingresos que el proyecto generaría, si se considera la superficie correcta destinada a usos terciarios como base para la estimación de las rentas de arrendamiento que percibiría el RZSAD (asumiendo como válidos el resto de los parámetros contemplados por IDOM).

Las cantidades sombreadas en la tabla son las que hemos corregido en este punto con relación a las propuestas por IDOM. Cabe recordar que, aunque en su informe, la Consultora menciona la posibilidad de generación de ingresos por patrocinio, así como por la celebración eventos y macroeventos, finalmente no los considera para calcular los flujos de caja anuales.

Como puede apreciarse, la cifra total a la que ascenderían los ingresos diferenciales resultantes de la inversión se elevaría hasta los 15.838.305 euros frente a los 14.700.940 propuestos por IDOM, lo que representa un aumento del 7,74%.

Tabla 7

Ingresos totales del proyecto de inversión resultantes de la consideración de la cifra correcta de metros cuadrados de superficie terciaria en arrendamiento

	Situación actual	Nuevo estadio	Diferencia	Ingreso medio	Ingreso diferencial
Socios	25.728	30.000	4.272	250	3.165.861
Zona VIP	4	1.000	996	2.500	2.492.000
Tour	0	5.200	5.200	5	26.000
Entradas	1.198	5.000	3.802	45	4.919.079
Zonas comerciales	0	26.616	26.616	132	3.513.366
Museo	0	5.200	5.200	5	26.000
Patrocinio nombre					1.000.000
Alquiler para eventos	0	24	24	4.000	96.000
Macroeventos	0	4	4	150.000	600.000
Número de partidos	25			Total	15.838.305
Inflación	2%				
Precio medio abono actual	168,46 €				
Precio medio entradas actual	23,57 €				
Precio medio VIP actual	2.000,00 €				

Fuente: Elaboración propia a partir de las alegaciones del RZSAD y del Informe de IDOM.

3.3.2. Importe total de la inversión necesaria

Según el informe de IDOM la inversión total necesaria del proyecto asciende a 139.125.000 euros, que obtienen de sumar el coste de construcción del nuevo Estadio (120.000.000 euros) y el coste de la edificación de la superficie para usos terciarios incorporada, 22.500 m² a razón de 850 euros el m² (19.125.000 euros). Dado que la superficie terciaria total a construir es de 33.270 m², entendemos que la diferencia entre esta superficie y los 22.500 m² considerados por IDOM está incluida en el presupuesto de construcción del Estadio.

Como resultado de lo anterior, la inversión total requerida para el desarrollo del proyecto ascendería a 129.125.000 euros, con el siguiente detalle:

<u>Inversión:</u>	139.125.000
Estadio (euros):	120.000.000
Terciario:	19.125.000
Superficie (m ²):	22.500
Coste (euros/m ²):	850

3.3.3. Estimación correcta del gasto en concepto de canon municipal

Dado que IDOM estima el importe del canon municipal como el 2,50% del valor de la inversión en superficie para uso terciario, el gasto por este concepto será el que mostramos a continuación:

<u>Gastos</u>	<u>Anual</u>
Mantenimiento ³	1.500.000
Explotación partidos	90.000
Servicios y suministros	30.000
Personal	66.500
Canon municipal	478.125

³ Al estimarse este gasto con base en el coste de construcción del Estadio (1,25% anual) y no verse afectado por el coste de construcción de la zona de uso terciario, hemos asumido que su importe no varía con respecto al planteamiento de IDOM.

3.3.4. Flujos de caja anuales derivados de todos los ingresos y gastos esperados, así como de los flujos de inversión y operaciones de financiación consideradas, durante un plazo de 40 años

La tabla 8 presenta los flujos de caja diferenciales que cabría esperar del proyecto, una vez corregidos los errores incurridos por IDOM a los que hemos hecho referencia en las secciones anteriores de este documento.

Los flujos caja netos acumulados, considerando una duración del proyecto de 40 años, ascendería a 197,66 millones de euros, que, actualizados a una tasa de descuento del 5,0% como posible rentabilidad exigida al proyecto por el RZSAD (rentabilidad que nos parece adecuada para este tipo de inversiones) aportarían un valor de 30,28 millones.

En la tabla 8 recogemos un análisis de sensibilidad de valor actualizado de los flujos de caja netos en función de la tasa de descuento empleada.

La tasa interna de rendimiento (TIR) que ofrece la inversión bajo las hipótesis consideradas sería del 8,23% con un plazo de recuperación, o *payback*, de 18 años y 6,4 meses.

Tabla 8
Flujos de caja del proyecto, una vez corregidos los errores incurridos por IDOM

Años	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Inversión										
Estadio	-30.000.000	-30.600.000	-31.212.000	-31.836.240						
Terciario			-9.948.825	-10.147.802						
Inversión total	-30.000.000	-30.600.000	-41.160.825	-41.984.042						
Financiación										
RZ SAD	6.000.000	6.120.000	8.232.165	8.396.808						
Fondos inversión	24.000.000	24.480.000	32.928.660	33.587.233						
Financiación total	30.000.000	30.600.000	41.160.825	41.984.042						
Ingresos										
Zonas terciarias					10%	20%	30%	40%	50%	60%
Estadio					20%	40%	60%	80%	100%	
Incremento de socios					685.366	1.398.147	2.139.164	2.909.263	3.709.311	3.783.497
Zona VIP					539.484	1.100.548	1.683.838	2.290.020	2.919.775	2.978.171
Tour					5.629	11.482	17.568	23.893	30.463	31.072
Entradas					1.064.914	2.172.424	3.323.809	4.520.380	5.763.484	5.878.754
Zonas comerciales					380.246	775.703	1.186.825	1.614.082	2.057.955	2.518.937
Museo					5.629	11.482	17.568	23.893	30.463	31.072
Patrocinio Nombre					1.082.432	1.104.081	1.126.162	1.148.686	1.171.659	1.195.093
Alquiler para eventos					103.913	105.992	108.112	110.274	112.479	114.729
Macroeventos					649.459	662.448	675.697	689.211	702.996	717.056
Total					4.517.073	7.342.307	10.278.744	13.329.702	16.498.586	17.248.381
Gastos										
Mantenimiento					-1.623.648	-1.656.121	-1.689.244	-1.723.029	-1.757.489	-1.792.639
Explotación día de partido					-97.419	-99.367	-101.355	-103.382	-105.449	-107.558
Servicios y suministros					-32.473	-33.122	-33.785	-34.461	-35.150	-35.853
Personal					-71.982	-73.421	-74.890	-76.388	-77.915	-79.474
Canon municipal					-517.538	-527.889	-538.446	-549.215	-560.200	-571.404
Gastos financieros	-2.400.000	-4.842.577	-8.123.381	-11.459.790	-11.425.067	-11.386.872	-11.344.858	-11.298.643	-11.247.805	-11.191.885
Amortización					-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913
Total	-2.400.000	-4.842.577	-8.123.381	-11.459.790	-17.761.040	-17.769.706	-17.775.490	-17.778.029	-17.776.922	-17.771.725
Resultado	-2.400.000	-4.842.577	-8.123.381	-11.459.790	-13.243.967	-10.427.399	-7.496.746	-4.448.328	-1.278.335	-523.344
Impuestos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización principal	-54.226	-120.628	-223.143	-347.225	-381.947	-420.142	-462.156	-508.372	-559.209	-615.130
Amortización inversión	0	0	0	0	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913
Flujo de caja	-2.454.226	-4.963.205	-8.346.524	-11.807.014	-9.633.002	-6.854.628	-3.965.990	-963.786	2.155.369	2.854.439
Flujo de caja acumulada	-2.454.226	-7.417.431	-15.763.955	-27.570.969	-37.203.971	-44.058.599	-48.024.589	-48.988.375	-46.833.007	-43.978.568

Tabla 8 (continuación)
Flujos de caja del proyecto, una vez corregidos los errores incurridos por IDOM

Años	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Inversión										
Estadio										
Terciario										
Inversión total										
Financiación										
RZ SAD										
Fondos inversión										
Financiación total										
Ingresos										
Zonas terciarias	70%	80%	90%	100%						
Estadio										
Incremento de socios	3.859.167	3.936.350	4.015.077	4.095.379	4.177.287	4.260.832	4.346.049	4.432.970	4.521.629	4.612.062
Zona VIP	3.037.734	3.098.489	3.160.459	3.223.668	3.288.141	3.353.904	3.420.982	3.489.402	3.559.190	3.630.373
Tour	31.694	32.328	32.974	33.634	34.306	34.993	35.692	36.406	37.134	37.877
Entradas	5.996.329	6.116.256	6.238.581	6.363.353	6.490.620	6.620.432	6.752.841	6.887.897	7.025.655	7.166.169
Zonas comerciales	2.997.535	3.494.269	4.009.674	4.544.297	4.635.183	4.727.887	4.822.445	4.918.894	5.017.271	5.117.617
Museo	31.694	32.328	32.974	33.634	34.306	34.993	35.692	36.406	37.134	37.877
Patrocinio Nombre	1.218.994	1.243.374	1.268.242	1.293.607	1.319.479	1.345.868	1.372.786	1.400.241	1.428.246	1.456.811
Alquiler para eventos	117.023	119.364	121.751	124.186	126.670	129.203	131.787	134.423	137.112	139.854
Macroeventos	731.397	746.025	760.945	776.164	791.687	807.521	823.671	840.145	856.948	874.087
Total	18.021.568	18.818.783	19.640.678	20.487.921	20.897.679	21.315.633	21.741.946	22.176.784	22.620.320	23.072.727
Gastos										
Mantenimiento	-1.828.492	-1.865.061	-1.902.363	-1.940.410	-1.979.218	-2.018.803	-2.059.179	-2.100.362	-2.142.369	-2.185.217
Explotación día de partido	-109.709	-111.904	-114.142	-116.425	-118.753	-121.128	-123.551	-126.022	-128.542	-131.113
Servicios y suministros	-36.570	-37.301	-38.047	-38.808	-39.584	-40.376	-41.184	-42.007	-42.847	-43.704
Personal	-81.063	-82.684	-84.338	-86.025	-87.745	-89.500	-91.290	-93.116	-94.978	-96.878
Canon municipal	-582.832	-594.488	-606.378	-618.506	-630.876	-643.493	-656.363	-669.490	-682.880	-696.538
Gastos financieros	-11.130.372	-11.062.707	-10.988.277	-10.906.403	-10.816.342	-10.717.274	-10.608.300	-10.488.429	-10.356.570	-10.211.526
Amortización	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913
Total	-17.761.950	-17.747.059	-17.726.457	-17.699.489	-17.665.431	-17.623.487	-17.572.779	-17.512.339	-17.441.101	-17.357.889
Resultado	259.617	1.071.723	1.914.220	2.788.432	3.232.248	3.692.145	4.169.166	4.664.445	5.179.219	5.714.838
Impuestos	-64.904	-267.931	-478.555	-697.108	-808.062	-923.036	-1.042.292	-1.166.111	-1.294.805	-1.428.709
Amortización principal	-676.643	-744.307	-818.738	-900.612	-990.673	-1.089.740	-1.198.714	-1.318.586	-1.450.444	-1.595.489
Amortización inversión	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913
Flujo de caja	3.510.983	4.052.398	4.609.840	5.183.625	5.426.426	5.672.282	5.921.073	6.172.661	6.426.883	6.683.553
Flujo de caja acumulada	-40.467.585	-36.415.186	-31.805.346	-26.621.721	-21.195.295	-15.523.013	-9.601.940	-3.429.278	2.997.605	9.681.158
Años	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
Inversión										
Estadio										
Terciario										
Inversión total										
Financiación										
RZ SAD										
Fondos inversión										
Financiación total										
Ingresos										
Zonas terciarias										
Estadio										
Incremento de socios	4.704.303	4.798.389	4.894.357	4.992.244	5.092.089	5.193.931	5.297.809	5.403.766	5.511.841	5.622.078
Zona VIP	3.702.981	3.777.041	3.852.581	3.929.633	4.008.226	4.088.390	4.170.158	4.253.561	4.338.632	4.425.405
Tour	38.635	39.407	40.195	40.999	41.819	42.656	43.509	44.379	45.267	46.172
Entradas	7.309.492	7.455.682	7.604.795	7.756.891	7.912.029	8.070.270	8.231.675	8.396.309	8.564.235	8.735.519
Zonas comerciales	5.219.969	5.324.369	5.430.856	5.539.473	5.650.262	5.763.268	5.878.533	5.996.104	6.116.026	6.238.346
Museo	38.635	39.407	40.195	40.999	41.819	42.656	43.509	44.379	45.267	46.172
Patrocinio Nombre	1.485.947	1.515.666	1.545.980	1.576.899	1.608.437	1.640.606	1.673.418	1.706.886	1.741.024	1.775.845
Alquiler para eventos	142.651	145.504	148.414	151.382	154.410	157.498	160.648	163.861	167.138	170.481
Macroeventos	891.568	909.400	927.588	946.140	965.062	984.364	1.004.051	1.024.132	1.044.615	1.065.507
Total	23.534.181	24.004.865	24.484.962	24.974.661	25.474.154	25.983.638	26.503.310	27.033.377	27.574.044	28.125.525
Gastos										
Mantenimiento	-2.228.921	-2.273.500	-2.318.970	-2.365.349	-2.412.656	-2.460.909	-2.510.127	-2.560.330	-2.611.536	-2.663.767
Explotación día de partido	-133.735	-136.410	-139.138	-141.921	-144.759	-147.655	-150.608	-153.620	-156.692	-159.826
Servicios y suministros	-44.578	-45.470	-46.379	-47.307	-48.253	-49.218	-50.203	-51.207	-52.231	-53.275
Personal	-98.816	-100.792	-102.808	-104.864	-106.961	-109.100	-111.282	-113.508	-115.778	-118.094
Canon municipal	-710.469	-724.678	-739.172	-753.955	-769.034	-784.415	-800.103	-816.105	-832.427	-849.076
Gastos financieros	-10.051.977	-9.876.473	-9.683.419	-9.471.060	-9.237.464	-8.980.509	-8.697.859	-8.386.943	-8.044.936	-7.668.728
Amortización	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913
Total	-17.261.409	-17.150.235	-17.022.798	-16.877.368	-16.712.041	-16.524.719	-16.313.094	-16.074.625	-15.806.513	-15.505.679
Resultado	6.272.772	6.854.629	7.462.164	8.097.293	8.762.114	9.458.919	10.190.216	10.958.751	11.767.531	12.619.846
Impuestos	-1.568.193	-1.713.657	-1.865.541	-2.024.323	-2.190.528	-2.364.730	-2.547.554	-2.739.688	-2.941.883	-3.154.962
Amortización principal	-1.755.037	-1.930.541	-2.123.595	-2.335.955	-2.569.550	-2.826.505	-3.109.156	-3.420.072	-3.762.079	-4.138.287
Amortización inversión	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913
Flujo de caja	6.942.455	7.203.344	7.465.940	7.729.928	7.994.948	8.260.597	8.526.419	8.791.905	9.056.482	9.319.511
Flujo de caja acumulada	16.623.612	23.826.956	31.292.897	39.022.824	47.017.773	55.278.369	63.804.788	72.596.693	81.653.176	90.972.687

Años	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
Inversión										
Estadio										
Terciario										
Inversión total										
Financiación										
RZ SAD										
Fondos inversión										
Financiación total										
Ingresos										
Zonas terciarias										
Estadio										
Incremento de socios	5.734.519	5.849.210	5.966.194	6.085.518	6.207.228	6.331.373	6.458.000	6.587.160	6.718.903	6.853.281
Zona VIP	4.513.913	4.604.191	4.696.275	4.790.201	4.886.005	4.983.725	5.083.399	5.185.067	5.288.769	5.394.544
Tour	47.095	48.037	48.998	49.978	50.978	51.997	53.037	54.098	55.180	56.283
Entradas	8.910.230	9.088.434	9.270.203	9.455.607	9.644.719	9.837.614	10.034.366	10.235.053	10.439.754	10.648.549
Zonas comerciales	6.363.113	6.490.376	6.620.183	6.752.587	6.887.638	7.025.391	7.165.899	7.309.217	7.455.401	7.604.509
Museo	47.095	48.037	48.998	49.978	50.978	51.997	53.037	54.098	55.180	56.283
Patrocinio Nombre	1.811.362	1.847.589	1.884.541	1.922.231	1.960.676	1.999.890	2.039.887	2.080.685	2.122.299	2.164.745
Alquiler para eventos	173.891	177.369	180.916	184.534	188.225	191.989	195.829	199.746	203.741	207.815
Macroeventos	1.086.817	1.108.553	1.130.724	1.153.339	1.176.406	1.199.934	1.223.932	1.248.411	1.273.379	1.298.847
Total	28.688.035	29.261.796	29.847.032	30.443.973	31.052.852	31.673.909	32.307.387	32.953.535	33.612.606	34.284.858
Gastos										
Mantenimiento	-2.717.042	-2.771.383	-2.826.811	-2.883.347	-2.941.014	-2.999.834	-3.059.831	-3.121.028	-3.183.448	-3.247.117
Explotación día de partido	-163.023	-166.283	-169.609	-173.001	-176.461	-179.990	-183.590	-187.262	-191.007	-194.827
Servicios y suministros	-54.341	-55.428	-56.536	-57.667	-58.820	-59.997	-61.197	-62.421	-63.669	-64.942
Personal	-120.456	-122.865	-125.322	-127.828	-130.385	-132.993	-135.653	-138.366	-141.133	-143.956
Canon municipal	-866.057	-883.378	-901.046	-919.067	-937.448	-956.197	-975.321	-994.828	-1.014.724	-1.035.019
Gastos financieros	-7.254.899	-6.799.688	-6.298.955	-5.748.149	-5.142.263	-4.475.787	-3.742.665	-2.936.230	-2.049.151	-1.073.365
Amortización	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913	-3.992.913
Total	-15.168.731	-14.791.938	-14.371.192	-13.901.972	-13.379.304	-12.797.711	-12.151.169	-11.433.046	-10.636.045	-9.752.139
Resultado	13.519.305	14.469.859	15.475.840	16.542.000	17.673.548	18.876.198	20.156.219	21.520.489	22.976.561	24.532.719
Impuestos	-3.379.826	-3.617.465	-3.868.960	-4.135.500	-4.418.387	-4.719.049	-5.039.055	-5.380.122	-5.744.140	-6.133.180
Amortización principal	-4.552.115	-5.007.327	-5.508.059	-6.058.865	-6.664.752	-7.331.227	-8.064.350	-8.870.785	-9.757.863	-10.733.649
Amortización inversión	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913	3.992.913
Flujo de caja	9.580.276	9.837.980	10.091.734	10.340.548	10.583.322	10.818.834	11.045.727	11.262.495	11.467.470	11.658.803
Flujo de caja acumulada	100.552.963	110.390.943	120.482.677	130.823.225	141.406.548	152.225.382	163.271.109	174.533.604	186.001.075	197.659.878

Tabla 9

Rentabilidad del proyecto en el supuesto de 40 años de disponibilidad del suelo

	TIR	8,23%
	2,00%	99.841.700
	3,00%	69.470.713
VAN	4,00%	46.998.771
	5,00%	30.280.123
	6,00%	17.782.622
	7,00%	8.404.433
Plazo de recuperación		18 años y 6,4 meses

3.3.5. Flujos de caja anuales derivados de todos los ingresos y gastos esperados, así como de los flujos de inversión y operaciones de financiación consideradas, durante un plazo de 75 años

En nuestro análisis previo hemos respetado las hipótesis esenciales presentadas por IDOM, corrigiendo los manifiestos errores incurridos. Bajo los supuestos anteriores,

hemos considerado también una posible duración del proyecto de 75 años como sugiere la Consultora, obteniendo unos flujos actualizados que, descontados a una tasa del 5,0% como posible rentabilidad exigida al proyecto por el RZSAD (rentabilidad que nos parece adecuada para este tipo de inversiones) aportarían un valor de 83,63 millones. En la siguiente tabla 10 recogemos un análisis de sensibilidad del valor actualizado de los flujos de caja netos en función de la tasa de descuento empleada.

Tabla 10

Rentabilidad del proyecto en el supuesto de 75 años de disponibilidad del suelo

	TIR	9,66%
	2,00%	363.484.576
	3,00%	221.249.380
	4,00%	136.079.133
VAN	5,00%	83.632.734
	6,00%	50.436.351
	7,00%	28.865.939
Plazo de recuperación	18 años y 3,1 meses	

La tasa interna de rendimiento (TIR) que ofrece la inversión a 75 años bajo las hipótesis consideradas sería del 9,66% con un plazo de recuperación, o *payback*, de 18 años y 3,1 meses.

En este escenario, la rentabilidad obtenida por el RZSAD aumentaría un 17,43%, lo que implica, sin embargo, que la indisponibilidad del suelo público por parte del Ayuntamiento de Zaragoza aumentaría un 87,5% al pasar de 40 años a 75 años.

3.3.6. Evaluación de la rentabilidad del Proyecto, asumiendo que el incremento en la superficie total de uso terciario en los metros cuadrados cuyos ingresos por arrendamiento no ha contemplado IDOM, supusiese un incremento en la inversión total necesaria

Para garantizar la robustez de nuestros resultados, hemos estimado la rentabilidad del Proyecto asumiendo un incremento en la inversión total por valor de 9.154.500 euros, correspondientes al producto de los 850 euros por metro cuadrado de coste de construcción, por los 10.770 metros cuadrados no contemplados por IDOM.

Obviamente, este aumento en la inversión total, llevaría aparejado el pago de un canon adicional del 2,5% del coste estimado para la superficie de uso terciario no contemplada por la Consultora.

Considerando una duración de 40 años, la tasa interna de rentabilidad se situaría en el 6,76% y el plazo de recuperación de la inversión sería de 20 años, 11 meses y 15 días, esto es, algo inferior a 21 años. En el siguiente cuadro recogemos un análisis de sensibilidad del valor actualizado de los flujos de caja netos en función de la tasa de descuento empleada:

	2,00%	77.306.051
	3,00%	50.733.886
VAN	4,00%	31.219.031
	5,00%	16.830.714
	6,00%	6.192.059
	7,00%	-1.685.660

Si se contemplase un periodo de 75 años, la tasa interna de retorno del Proyecto se elevaría hasta el 8,60% y el plazo de recuperación de la inversión se reduciría hasta 20 años, 5 meses y 24 días, es decir, a menos de 20 años y medio. Nuevamente, hemos llevado a cabo un análisis de sensibilidad del valor actualizado neto de los flujos de tesorería generados por el Proyecto en función de la tasa de descuento aplicada, como resultado de lo cual hemos obtenido los siguientes valores:

	2,00%	329.775.166
	3,00%	196.430.081
VAN	4,00%	117.034.161
	5,00%	68.490.299
	6,00%	38.034.711
	7,00%	18.459.629

4. CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES

El presente Dictamen, que hemos emitido en calidad de experto independiente a petición del Grupo Municipal Socialista del Ayuntamiento de Zaragoza, ha tenido por objeto llevar a cabo una evaluación crítica del informe emitido por IDOM en relación con el Modelo de Negocio Preliminar que constituye la base de las alegaciones presentadas por el REAL ZARAGOZA, S.A.D., frente a la aprobación de la Modificación Aislada N.º 206 del PGOU de Zaragoza y, en particular, en relación con:

- La no idoneidad económico-financiera de la concesión de uso de la parcela objeto de la modificación, cuyo plazo máximo legal alcanzaría los 40 años.

- La idoneidad económico-financiera de la alternativa consistente en pactar el uso de la parcela pública por el RZSAD, con base en un “Contrato de concesión de obras”, cuyo plazo máximo legal podría alcanzar los 75 años.

Como resultado del análisis realizado, hemos alcanzado las siguientes conclusiones, que consideramos consistentes y debidamente justificadas en la discusión presentada en el apartado tercero del presente Dictamen:

Primera. En el desarrollo de su trabajo, IDOM ha incurrido en graves errores que invalidan por completo su Modelo de Negocio Preliminar, por lo que los resultados y conclusiones que presenta en su informe no constituyen una base consistente para la adopción, por parte del Excelentísimo Ayuntamiento de Zaragoza, de una decisión relativa al plazo a lo largo del cual debería autorizarse el uso de la parcela.

En concreto, los principales errores que hemos identificado en su trabajo son los siguientes:

- (i) IDOM ha incurrido en un evidente error metodológico al adoptar en su análisis un enfoque que contempla únicamente los ingresos y gastos vinculados a la inversión, ignorando que existen otros conceptos por los cuales el RZSAD realiza desembolsos en el curso normal de su actividad, y que se verían reducidos o desaparecerían como consecuencia del desarrollo del proyecto objeto de análisis.
- (ii) La Consultora no aporta en su informe evidencia alguna que permita justificar el montante total de la inversión necesaria para el desarrollo del proyecto.
- (iii) IDOM ha estimado erróneamente la superficie total destinada a usos terciarios, como consecuencia de lo cual ha infravalorado significativamente los ingresos derivados del arrendamiento de las zonas comerciales, lo que afecta decisivamente a la evaluación de la rentabilidad del proyecto.
- (iv) La Consultora no presenta en su informe ninguna justificación razonada sobre la cuantía de los costes de mantenimiento del nuevo Estadio.
- (v) La Consultora no ha considerado en sus cálculos los beneficios fiscales que llevaría aparejada la compensación de bases imponibles negativas generadas en los primeros años de desarrollo del proyecto, por considerar que se compensarían con las bases imponibles positivas generadas por el RZSAD en otros negocios, lo que resulta incongruente con el planteamiento básico que sustenta el trabajo de IDOM, consistente en considerar únicamente los ingresos y gastos diferenciales para la evaluación de la viabilidad del proyecto.

Segunda. Como resultado de los cálculos que hemos realizado, una vez subsanados los principales errores incurridos por IDOM en el desarrollo de su trabajo, podemos afirmar que:

- (i) **Es posible recuperar la inversión en un plazo inferior a 19 años, por lo que la cesión de la parcela durante un periodo de 40 años garantiza la viabilidad del proyecto que se plantea acometer el RZSAD.**
- (ii) **El desarrollo del proyecto en un plazo de 40 años sería rentable para el RZSAD, ofreciendo una razonable TIR del 8,23%.**
- (iii) **La operación sería rentable para el fondo inversor que financiaría el 80% del coste de la construcción del nuevo Estadio, pues percibiría un interés del 10% anual durante un periodo de 40 años.**
- (iv) **Si el periodo de concesión se extendiese a 75 años, el RZSAD obtendría una rentabilidad anual del 9,66%.**

Tercera. En suma, **la inversión es viable y rentable, tanto para el RZSAD como para el fondo de inversión, en un horizonte de 40 años.**

Para garantizar la robustez de los resultados de nuestro análisis hemos considerado un aumento en el volumen total de inversión, derivado de un incremento en la superficie destinada a usos terciarios, en los metros cuadrados cuyos ingresos, erróneamente, no ha considerado IDOM en su análisis. Como consecuencia de ello, hemos constatado que si se asume un horizonte de 40 años, la tasa interna de rentabilidad del Proyecto sería del 6,76% y el plazo de recuperación de la inversión sería inferior a 21 años. Para un periodo de 75 años, se tendría una tasa interna de retorno del 8,60% y un periodo de recuperación de la inversión ligeramente inferior a 20 años y 6 meses.

La expuesta es nuestra opinión profesional, que concluimos en la fecha en que se emite este Dictamen, resultado de nuestro leal saber y entender, que sometemos a cualesquiera otras mejor fundadas y emitimos con estricto sometimiento al artículo 335.2 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil. En ese sentido, en cumplimiento de nuestros deberes como Peritos, prometemos que hemos actuado y, en su caso, actuaremos con la mayor objetividad posible, tomando en consideración tanto lo que pueda favorecer como lo que sea susceptible de causar perjuicio a cualquiera de las Partes en relación con las cuestiones que han sido objeto de análisis en este Dictamen y manifestamos conocer las sanciones penales aplicables en caso de incumplimiento de nuestros deberes.

El análisis que hemos realizado alcanza exclusivamente aspectos que forman parte de nuestro ámbito de competencia, esto es, el de la Contabilidad y la Economía Financiera, y sólo a él deben entenderse circunscritas nuestras conclusiones.

En el momento de firmar este documento consideramos que es completo y correcto y que resulta adecuado para dar cumplimiento al encargo profesional recibido. Si con posterioridad a la fecha de su emisión tuviésemos conocimiento de alguna información que, siendo anterior a la fecha de realización de nuestro dictamen, no hubiese estado a nuestra disposición y resultare relevante para los propósitos de nuestro trabajo, o bien se detectaran errores en el mismo, como consecuencia de lo cual fuese necesaria una corrección significativa de su contenido, notificaríamos a sus destinatarios tales circunstancias y les trasladaríamos nuestra estimación de su impacto sobre los resultados y conclusiones aquí presentados.

En Madrid, a 23 de enero de 2023.



Manuel García-Ayuso Covarsí
Catedrático de Economía Financiera y
Contabilidad de la Universidad de Sevilla



Juan Monterrey Mayoral
Catedrático de Economía Financiera y
Contabilidad de la Universidad de Extremadura

BREVE RESEÑA CURRICULAR DE LOS AUTORES DEL INFORME

MANUEL GARCÍA-AYUSO COVARSI es Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Sevilla, puesto que ostenta tras obtener la habilitación al Cuerpo de Catedráticos de Universidad en el Área de la Economía Financiera y la Contabilidad, en concurso público nacional.

Entre enero de 2001 y diciembre de 2002 ocupó la Cátedra Carlos Cubillo Valverde de Contabilidad y Auditoría, financiada por la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Sevilla y Licenciado en Filología Inglesa por la Universidad de Extremadura, es autor del libro *Análisis Financiero* y ha publicado los resultados de su investigación tanto en revistas nacionales como internacionales especializadas en materia de contabilidad y economía financiera. Ha formado parte del equipo investigador de los proyectos MERITUM y E*Know-Net, ambos financiados por la Unión Europea en el marco de los programas TSER y STRATA, y ha recibido varios premios a la calidad investigadora a nivel nacional e internacional, como el Vernon K. Zimmerman Outstanding Paper Award.

Ha sido profesor visitante en los programas master de las universidades de Notre Dame, Berkeley y Nueva York, en los Estados Unidos, en las universidades de Vaasa y Oulu en Finlandia y en la de Ciudad del Cabo en la República de Suráfrica. Durante la última década ha sido profesor colaborador del Área de Control del Instituto de Empresa y actualmente lo es del Área de Control del Instituto Internacional San Telmo de Sevilla, donde imparte cursos de alta dirección en materia de Sistemas de Costes y Sistemas de Control de Gestión.

Entre abril de 2006 y abril de 2008 ha sido miembro del Technical Expert Group del European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), organismo encargado por la Unión Europea para el control técnico y la evaluación de las normas contables que se aplican en sus países miembros.

Su actividad profesional se ha desarrollado principalmente en tres áreas: el diseño e implantación de sistemas de costes y control de gestión, la valoración de empresas y la elaboración de dictámenes periciales relativos a materias contables y financieras.

A este respecto, su opinión profesional ha sido solicitada por los principales despachos de abogados del país y por multitud de compañías españolas, entre ellas algunas cotizadas en el IBEX 35, así como por empresas multinacionales, habiendo intervenido como experto en Economía Financiera y Contabilidad en numerosos procedimientos judiciales (en los ámbitos laboral, civil, mercantil, penal y contencioso-administrativo) y arbitrales, tanto a nivel nacional como internacional.

JUAN MONTERREY MAYORAL es Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Extremadura. También es Auditor de Cuentas y miembro de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), del Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y de la American Accounting Association (AAA).

Autor de una amplia obra en Contabilidad y Finanzas, sus trabajos han sido publicados en revistas nacionales e internacionales de reconocido impacto. Su actividad investigadora, reconocida con tres sexenios de investigación, se ha centrado fundamentalmente en el ámbito del Análisis Contable, como Director de proyectos de investigación financiados por el Ministerio de Educación y Cultura. Asimismo, y por nombramiento del Ministerio de Educación, Cultura y Deportes, es miembro de la Comisión de Acreditación al Cuerpo de Catedráticos de Universidad en el campo de Ciencias Jurídicas y Sociales.

Ha impartido seminarios y conferencias en universidades españolas y extranjeras, como Glasgow, Imperial College y Lancaster (Reino Unido); Kansas, Notre Dame e Illinois (EE.UU.); Aveiro, Evora y Lisboa (Portugal); Universidad Federal del Paraná y Federal de Bahia (Brasil), y Universidad Nacional del Litoral (Argentina).

Ha sido distinguido con el Premio Vernon K. Zimmermann, de la Universidad de Illinois, y forma parte del grupo de expertos para actividades internacionales del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). Asimismo, es miembro de la Comisión de Valoración de Empresas de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) y del Grupo de Trabajo de Expertos Contables del Consejo General de Colegios de Economistas de España, y ha sido integrante del Grupo de Trabajo sobre impuestos que ha intervenido en la redacción del nuevo Plan General de Contabilidad.

Ha emitido una gran cantidad de dictámenes en materia de Contabilidad y Finanzas, siendo requerido por compañías cotizadas españolas, empresas multinacionales y por los más importantes despachos de abogados nacionales e internacionales, interviniendo en numerosos procesos judiciales y arbitrales. Ha asesorado a la Superintendencia de Valores y Seguros del Gobierno de Chile, en calidad de experto designado por el Banco Mundial, y forma parte del Consejo de Administración de compañías de los sectores de ingeniería aeronáutica, consultoría, cartonajes y auxiliar de la construcción.