

METODOLOGÍA PARA CONVERTIR LOS CLUBES DE FÚTBOL DE COLOMBIA
EN SOCIEDADES ANÓNIMAS CON EL PROCEDIMIENTO NECESARIO PARA
EMITIR Y COTIZAR ACCIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

DAVID PARADA LOGREIRA

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS
PROGRAMA INGENIERIA FINANCIERA
BUCARAMANGA

2009

METODOLOGÍA PARA CONVERTIR LOS CLUBES DE FÚTBOL DE COLOMBIA
EN SOCIEDADES ANÓNIMAS CON EL PROCEDIMIENTO NECESARIO PARA
EMITIR Y COTIZAR ACCIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

DAVID PARADA LOGREIRA

TESIS DE GRADO

ASESOR: PEDRO FERNANDO QUINTERO

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS
PROGRAMA INGENIERIA FINANCIERA
BUCARAMANGA

2009

Nota de aceptación

Firma del presidente del jurado

Firma del jurado

Firma del jurado

TABLA DE CONTENIDO

1. INTRODUCCION	5
2. REQUISITOS Y NORMATIVIDAD	6
2.1. RESOLUCIÓN 1200 DE 1995 ACTUALIZADA AL 9 DE JULIO DE 2008	6
2.2. RESOLUCIÓN 400 DE 1995 ACTUALIZADA AL 25 DE FEBRERO DE 2009	15
2.3. PROYECTO DE LEY 277 DE 2005	30
2.3.1. <i>Régimen de Conversión</i>	30
2.3.2. <i>Régimen Tributario de Transición (RTT)</i>	37
2.3.3. <i>Fortalecimiento de la fiscalización societaria y deportiva</i>	38
2.3.4. <i>Incentivos para el aumento de inversión</i>	40
3. DESCRIPCIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN DE UN EQUIPO DE FÚTBOL	42
3.1. CONCEPTO DE VALOR DE UNA EMPRESA	42
3.2. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS EN GENERAL	43
3.2.1. <i>El descuento de flujos de caja</i>	44
3.3. VALORACIÓN DE UN CLUB DE FÚTBOL	47
3.4. VALORACIÓN DE FRANQUICIAS DEPORTIVAS	48
3.5. VALORACIÓN DE ASPECTOS PARCIALES DE LOS CLUBES DE FÚTBOL	49
3.5.1. <i>Valoración de la marca de un club de fútbol</i>	49
3.5.2. <i>Valoración de jugadores</i>	50
3.6. VALORACIÓN GLOBAL DE LOS CLUBES DE FÚTBOL	51
3.6.1. <i>El modelo EBO empleado por Guzmán et al.</i>	51
3.6.2. <i>Modelos de valoración aplicados por los analistas financieros</i>	54
4. ANÁLISIS DE LAS FUENTES DE INGRESOS DE UN EQUIPO DE FÚTBOL	56
4.1. INGRESOS POR ASISTENCIAS A LOS ESTADIOS	57
4.2. POLÍTICAS DE PRECIOS	58
4.3. INGRESOS DE ABONADOS Y SOCIOS	60
4.4. INGRESOS POR RETRANSMISIONES	61
4.5. LA CONTRATACIÓN DE LOS DERECHOS DE RETRANSMISIÓN TELEVISIVA	62
4.6. PUBLICIDAD, PATROCINIO Y MERCHANDISING	65
4.7. AYUDAS PÚBLICAS: SUBSIDIOS	71
4.8. APUESTAS DEPORTIVAS	72
4.9. INGRESOS EXTRAORDINARIOS POR LA VENTA DE JUGADORES	73
5. CONCLUSIONES	75
6. BIBLIOGRAFIA	77

1. INTRODUCCION

En el mes de enero de 2009 se presentó un comunicado de prensa bastante polémico, en torno a la negativa del club Deportes Tolima de participar en el campeonato nacional de fútbol copa mustang I, aduciendo problemas económicos debido a la escasez en la asistencia de público al estadio Manuel Murillo Toro durante las pasadas temporadas. Esta situación es muy llamativa dado que la actuación de este equipo es bastante competitiva, permaneciendo entre los primeros lugares de la clasificación en cada torneo. De esta información y de la falta de pago a los futbolistas de cada equipo que notamos con mucha frecuencia en las transmisiones de los noticieros nacionales se puede llegar a pensar en una mala administración generalizada en estos clubes deportivos.

En Europa principalmente podemos encontrar ejemplos viables de proyectos de inversión en equipos de fútbol, en el 2005 Malcolm Glazer ubicado en la posición (190) de la lista de millonarios americanos de la revista Forbes edición 2009 compró la mayoría accionaria (97,3%) del Manchester United inglés, hoy día el equipo más exitoso a nivel deportivo del mundo. Por otro lado vemos a los jeques árabes invirtiendo sus fortunas en equipos promedio de Europa como el Manchester City de Inglaterra o el Real Betis español por el que ofrecen 90 millones de Euros por el paquete accionario mayoritario de la entidad.

Estos son solo algunos de los ejemplos de las inversiones realizadas en el fútbol en los últimos años, por cierto muy dignas de imitar o en nuestro caso, de atraer, como inversión extranjera directa IED. En ocasiones un buen negocio no tiene que ser una novedad, ni tiene que revolucionar el mundo con algún artificio técnico exagerado. El simple hecho de aplicar los modelos exitosos de otros países en nuestras empresas deportivas puede convertirse en un verdadero éxito, que sin embargo puede tomar considerable tiempo y esfuerzo, y al mismo tiempo ser un reto por la iniciativa de innovación a nivel nacional que involucra muchas restricciones sobretodo de tipo legal.

Emprender esta investigación es un reto personal motivado por el amplio amor y conocimiento sobre el deporte en cuestión, y por el descontento generado por la ausencia de material bibliográfico de carácter investigativo al respecto, principalmente en el área financiera dentro de la colección de trabajos de grado de la facultad de Ingeniería Financiera de la UNAB, y en la base de datos de la Biblioteca Luis Carlos Galán Sarmiento.

En última instancia se pretende sugerir una metodología generalizada aplicable a cualquier club de fútbol profesional de nuestro país que desee financiarse por medio de una cesión de su capital social a terceros, que oriente además a la

creación y ejecución de los planes estratégicos a largo plazo de cada institución para solventar los recurrentes problemas financieros que se les presentan.

2. Requisitos y normatividad

Necesarios para entrar y permanecer en el mercado de valores colombiano, y análisis de la forma como se deben adaptar los equipos de fútbol colombianos.

2.1. Resolución 1200 de 1995 Actualizada al 9 de Julio de 2008

De la presente resolución se observan los siguientes aspectos más importantes:

DISPOSICIONES SOBRE EMISORES DE VALORES Y REGISTRO NACIONAL DE VALORES E INTERMEDIARIOS

TÍTULO PRIMERO

REGISTRO NACIONAL DE VALORES E INTERMEDIARIOS

CAPÍTULO PRIMERO

DERECHOS DE INSCRIPCIÓN Y OFERTA PÚBLICA

Art. 2.1.1.1.- Derechos de inscripción. Los derechos de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y el valor de las cuotas semestrales de renovación que deberán pagar los emisores de valores inscritos en dicho registro y las personas vigiladas por la Superintendencia de Valores corresponderán a los señalados en los artículos siguientes:

Art. 2.1.1.2.- Derechos de inscripción de valores emitidos por sociedades anónimas u otras entidades que tengan un patrimonio determinable. El valor de los derechos de inscripción de títulos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se calculará sobre el patrimonio, incluidas las valorizaciones, de las sociedades o entidades emisoras, de acuerdo con la siguiente tabla:

VALOR DEL PATRIMONIO (\$ MILES)	TARIFA (\$ MILES)
Hasta \$500.000	\$125
Más de \$500.000 hasta \$3.000.000	\$125 más el 0.05 por mil de exceso sobre \$500.000
Más de \$3.000.000 hasta \$20.000.000	\$250 más el 0.0735294 por mil del exceso sobre 3.000.000
Más de \$20.000.000 hasta \$100.000.000	\$1.500 más el 0.0125 por mil de exceso sobre \$20.000.000
Más de \$100.000.000	\$2.500 más el 0.00125 por mil del exceso sobre \$100.000.000, sin que el valor total exceda los \$10.000

Parágrafo 1o.- Para efectos de la aplicación del presente artículo, se tomará en cuenta el patrimonio de la sociedad emisora, al corte del trimestre calendario inmediatamente anterior a la fecha en que se ordene la inscripción de los títulos.

Parágrafo 2o.- Las sociedades que tengan más del cincuenta por ciento de sus acciones en circulación distribuidas entre accionistas que individualmente posean el tres por ciento (3%) o menos de tales acciones, tendrán derecho a un descuento equivalente al diez por ciento (10%) del valor a pagar por derechos de inscripción.

Art. 2.1.1.3.- Derechos de inscripción de valores emitidos por entidades que tengan un patrimonio indeterminable. El valor de los derechos de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de títulos emitidos por entidades cuyo patrimonio sea indeterminable, será del cero punto cinco (0.5) por mil del valor de la respectiva emisión, sin que exceda la suma de diez millones de pesos (10'000.000).

Art. 2.1.1.4.- Derechos de inscripción de valores emitidos por patrimonios autónomos o por cuenta de un encargo fiduciario, fondos comunes especiales, fondos de inversión o fondos de valores. El valor de los derechos de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de títulos emitidos por patrimonios autónomos o por cuenta de un encargo fiduciario, fondos comunes especiales, fondos de inversión o fondos de valores será del cero punto cinco (0.5) por mil del valor de la emisión, sin que exceda la suma de diez millones de pesos (\$10'000.000).

Cuando la cuantía de la emisión no sea determinada, el valor de los derechos de inscripción en el Registro Nacional de Valores será la suma de doscientos cincuenta mil pesos (\$250.000).

Art. 2.1.1.5.- Derechos de inscripción de valores emitidos por entidades nacionales para ser colocados en mercados internacionales. El valor de los derechos de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de títulos emitidos por entidades colombianas, destinados a circular tanto en el mercado colombiano como en los mercados extranjeros, se registrará por lo dispuesto en los artículos 2.1.1.2., 2.1.1.3 y 2.1.1.4 de la presente resolución, según corresponda.

Art. 2.1.1.6.- Inscripción temporal de títulos para su enajenación en el mercado secundario. Cuando el propietario de títulos que no estén inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios solicite la inscripción de los mismos, exclusivamente para efectos de su enajenación mediante oferta pública de venta en el mercado secundario, los derechos de inscripción correrán a cargo del solicitante de dicha inscripción, y se liquidarán de conformidad con la tabla señalada en el artículo 2.1.1.2 de la presente Resolución, tomando como base la cifra que resulte de multiplicar la cantidad total de valores a enajenar por el precio unitario inicial de venta de los mismos.

Art. 2.1.1.7.- Derechos de inscripción de intermediarios. El valor de los derechos de inscripción de los intermediarios en el Registro nacional de Valores e Intermediarios ascenderá a quinientos mil pesos (\$500.000) para las personas jurídicas y a cien mil pesos (\$100.000) para las personas naturales.

Art. 2.1.1.8.- Derechos por realización de ofertas públicas. El valor de los derechos por realización de ofertas públicas en el país será el cero punto treinta y cinco (0.35) por mil, aplicado sobre el monto total de la oferta, el cual se calculará multiplicando la cantidad de valores objeto de la oferta por el precio unitario inicial de venta de los mismos, sin que exceda la suma de seis millones de pesos (\$6.000.000).

Parágrafo.- Las entidades colombianas que realicen oferta pública de valores destinados a circular exclusivamente en mercados extranjeros, deberán cancelar la suma de un millón quinientos mil pesos (\$1'500.000).

CAPÍTULO SEGUNDO

CUOTA SEMESTRAL

Art. 2.1.2.1.- Cuotas que deben pagar las entidades emisoras de títulos inscritos en el registro nacional de valores e intermediarios. Las entidades nacionales o extranjeras emisoras de títulos inscritos en el Registro Nacional de

Valores e Intermediarios deberán cancelar semestralmente una cuota que se liquidará según las siguientes reglas:

1. Para entidades con patrimonio determinable, aplicando al valor del patrimonio de la respectiva entidad, al corte del semestre inmediatamente anterior a la fecha de liquidación, la tabla de que trata el artículo 2.1.1.2 de la presente resolución.
2. Para entidades con patrimonio indeterminable, la suma de doscientos cincuenta mil pesos (\$250.000).
3. Para títulos emitidos por patrimonios autónomos o por cuenta de un encargo fiduciario, fondos comunes especiales, fondos de inversión o fondos de valores, la suma de doscientos cincuenta mil pesos (\$250.000).

Art. 2.1.2.2.- Cuotas que deben pagar los intermediarios y demás personas vigiladas por la superintendencia de valores. Las bolsas de valores deberán cancelar semestralmente una cuota equivalente al siete (7.0) por mil de los ingresos netos que hayan devengado en el semestre calendario inmediatamente anterior.

El valor de la cuota semestral que deberán cancelar los fondos de garantía será de doscientos cincuenta mil pesos (\$250.000).

Las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades calificadoras de valores, las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores, las sociedades comisionistas de bolsa y demás personas naturales o jurídicas inscritas en el semestralmente una cuota equivalente al tres punto cinco (3.5) por mil de los ingresos netos operacionales que hayan devengado en el semestre calendario inmediatamente anterior.

No obstante lo anterior, el valor mínimo de la cuota será de cien mil pesos (\$100.000) para las personas naturales y de quinientos mil pesos (\$500.000) para las personas jurídicas.

Parágrafo.- Para efectos de lo dispuesto en el presente artículo, se entenderá por "ingresos netos operacionales" el valor de los ingresos brutos, esto es, aquellos originados en desarrollo del objeto social del respectivo obligado, menos el valor de las operaciones rescindidas de igual naturaleza.

Artículo 2.1.2.3.- Casos en los cuales no habrá lugar al pago de las cuotas semestrales. No habrá lugar al pago de las cuotas a que se refiere este Capítulo, cuando durante los primeros tres (3) meses del respectivo semestre se produzca la cancelación de la inscripción de los títulos o de los intermediarios en el Registro

Nacional de Valores e Intermediarios o se deje de estar sujeto al control y vigilancia de la Superintendencia de Valores.

Art. 2.1.2.4.- Periodo de liquidación. La Superintendencia de Valores procederá a liquidar y cobrar las cuotas a que se refiere este Capítulo dentro de los cinco (5) meses siguientes al cierre del respectivo semestre, con base en los datos del estado financiero más reciente del correspondiente obligado que repose en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Parágrafo.- La Superintendencia de Valores procederá a reliquidar las cuotas cuando a la fecha de su determinación el respectivo obligado no hubiere cumplido con el deber de actualizar la información financiera.

CAPÍTULO CUARTO

DISPOSICIONES GENERALES

Art. 2.1.4.1.- Reajuste en los valores absolutos del presente título. Todos los valores absolutos en pesos a que hace referencia el presente título se reajustarán semestral y acumulativamente, en un porcentaje igual a la variación del índice de precios al consumidor que corresponde elaborar al Departamento Administrativo Nacional de Estadística, registrado en el semestre calendario inmediatamente anterior al de la liquidación, suma que se aproximará al múltiplo de diez mil (10.000) más cercano, a partir del 9 de junio de 1993.

Art. 2.1.4.2.- calculo de los derechos de inscripción de oferta pública y de las cuotas de títulos emitidos en unidades diferentes a la moneda colombiana. La liquidación e los derechos de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de las cuotas y de los derechos por realización de ofertas públicas, se calculará aplicando la tarifa correspondiente sobre el valor e pesos colombianos de la respectiva base, de acuerdo con lo dispuesto en el presente título.

Cuando la base correspondiente esté expresada en dólares se procederá a efectuar la conversión tomando la tasa representativa del mercado. En los demás casos se aplicará la tasa oficial correspondiente.

Para efectos de hacer la conversión, cuando a ello haya lugar, y tratándose de derechos de inscripción y de cuotas semestrales se tomará el valor que corresponda, vigente para el día en que se efectúe la liquidación.

De igual manera, tratándose de derechos de oferta pública se tomará el valor que corresponda, vigente para el día en que se efectúe la oferta.

Art. 2.1.4.3.- Inscripción de títulos en bolsa. Las bolsas de valores deberán abstenerse de inscribir cualquier documento, mientras el emisor correspondiente no presente la documentación que acredite el cumplimiento de las obligaciones de pago a que alude el presente título.

CAPÍTULO QUINTO

DERECHOS DE INSCRIPCIÓN ANTICIPADA EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES Y VALOR DE LAS CUOTAS SEMESTRALES DE RENOVACIÓN

Art. 2.1.5.1.- Derechos de inscripción. Cuando la inscripción de títulos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúe con sujeción al régimen de inscripción anticipada de que trata el Capítulo Tercero, del Título Segundo, de la Parte Primera de la resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores, se deberá cancelar por concepto de derechos de inscripción un valor equivalente al treinta por ciento (30%) de la suma que resulte al aplicar la tabla establecida en el artículo 2.1.1.2 de la presente resolución.

No obstante lo anterior, cuando el emisor tenga un patrimonio indeterminable o la inscripción sea de títulos emitidos por patrimonios autónomos o por cuanta de un encargo fiduciario, fondos comunes especiales, fondos comunes ordinarios, fondos de inversión o fondos de valores, el valor de los derechos de inscripción será el treinta por ciento (30%) de la liquidación que se efectúe conforme a lo dispuesto en los artículos 2.1.1.3 y 2.1.1.4 de la presente resolución.

Art. 2.1.5.2.- Cuotas que deben pagar las entidades emisoras de títulos inscritos en el registro en forma anticipada. Las entidades que solamente tengan en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios títulos inscritos en forma anticipada que aún no hayan sido objeto de oferta pública, deberán cancelar semestralmente una cuota equivalente al treinta por ciento (30%) de la liquidación que se efectúe conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1.2.1 de la presente resolución.

Una vez la entidad emisora publique el primer aviso de oferta de alguno de los títulos inscritos anticipadamente, las cuotas semestrales se deberán liquidar conforme a los parámetros generales, es decir, por el cien por ciento (100%) del valor que resulte al aplicar el artículo 2.1.2.1 de la presente resolución.

Art. 2.1.5.3.- Derechos por realización de ofertas publicas de títulos inscritos anticipadamente. Los derechos por realización de ofertas públicas de títulos inscritos anticipadamente se liquidarán conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1.1.8 de la presente resolución, dentro de los cinco (5) días siguientes a la fecha en que se publiquen los respectivos avisos de oferta y con relación al monto ofrecido en cada aviso.

Art. 2.1.5.4.- Aplicación del régimen general. Las disposiciones establecidas en los capítulos 1o a 4o del presente título, se aplicarán a los emisores de títulos inscritos en forma anticipada en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios en cuanto no sean contrarias a lo dispuesto en el presente capítulo.

TÍTULO SEGUNDO

PROGRAMAS PUBLICITARIOS PARA LA PROMOCIÓN DE VALORES

CAPÍTULO PRIMERO

DISPOSICIONES GENERALES

Art. 2.2.1.1.- Campañas y mensajes publicitarios. Las campañas y los mensajes publicitarios que tengan por objeto promover los valores que se ofrezcan al público, directamente por sus emisores o por conducto de intermediarios de valores, deberán ajustarse a las disposiciones contenidas en el presente título.

Art. 2.2.1.2.- Obligación de publicar la calificación. La publicidad encaminada a promover los valores que hayan sido objeto de una calificación por parte de una sociedad calificadora de valores autorizada por la Superintendencia de Valores deberán mencionar la calificación que se haya otorgado a los mismos, cualquiera sea el medio utilizado para su promoción.

Art. 2.2.1.3.- Obligación de informar la inscripción. En todos los casos deberá indicarse que el valor que se promueve se encuentra inscrito en el registro nacional de valores e intermediarios.

Art. 2.2.1.4.- Veracidad de a información. Las características jurídicas, económicas o financieras de los valores que se pretendan promover, del emisor de los mismos o del activo subyacente en los casos de titularización, deben ser ciertas y comprobables.

Art. 2.2.1.5.- Carácter verificable de la información. Si los textos comprenden el empleo de superlativos, términos que indiquen preeminencia, o cifras o datos específicos, ellos deberán corresponder fielmente a hechos objetivos, reales, comprobables y verificables a la fecha en que se difunda la campaña o el mensaje publicitario, los cuales podrán ser constatados directamente y en cualquier momento por la Superintendencia de Valores.

Art. 2.2.1.6.- Exactitud de la información. Cuando quiera que en la publicidad de valores se utilicen cifras deberá identificarse claramente el período al cual corresponden y la fuente de donde han sido tomadas. El uso de indicadores para evidenciar una situación determinada, tanto respecto del valor como de su emisor o de los activos subyacentes en el caso de titularización, o debe dar lugar a equívocos.

Art. 2.2.1.7.- Valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización. Cuando se promuevan valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización tal circunstancia debe ser plenamente identificada en la publicidad que se efectúe para tal efecto, indicando la modalidad adoptada por tales valores, esto es, si son de participación, de contenido crediticio o mixto.

CAPÍTULO SEGUNDO

RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN

Art. 2.2.2.1.- Autorización general. Las campañas o mensajes publicitarios que tenían por objeto la promoción de valores entre el público se entienden autorizados siempre que cumplan con las disposiciones contenidas en el capítulo anterior.

Art. 2.2.2.2.- Verificación. Quien contrate o realice directamente la publicidad encaminada a promover valores deberá remitir a la Superintendencia de valores, dentro de los cinco (5) días hábiles siguientes a la fecha del lanzamiento de la campaña o difusión del respectivo mensaje, todos los documentos y soportes que integren la publicidad, los cuales deben permitir identificar el medio de comunicación o mecanismo empleado, el período o períodos de difusión y demás características o condiciones.

Así mismo deberá acompañarse un documento suscrito por el representante legal en el cual certifique que la mencionada publicidad se ajusta a la realidad económica, jurídica y financiera de los valores, del emisor de los mismos o de los activos subyacentes en el caso de titularización, según sea el caso.

La Superintendencia de Valores podrá en cualquier momento suspender las campañas o mensajes publicitarios que no se ajusten o no hayan cumplido los lineamientos establecidos en este título, ordenar su rectificación por los mismos medios utilizados para su divulgación sin perjuicio de la imposición de las sanciones pecuniarias que sean del caso.

Art. 2.2.2.3.- Autorización individual. A quien se suspenda una campaña publicitaria o se le ordene su rectificación no podrá hacer uso del régimen de autorización general para la promoción de valores por el término que para el efecto indique la Superintendencia de Valores.

En este evento se requerirá que cualquier campaña o mensaje publicitario encaminado a la promoción de valores deberá ser sometida a la autorización previa de la Superintendencia de Valores.

PARTE TERCERA

DE LAS ENTIDADES QUE PARTICIPAN DENTRO DEL MERCADO PUBLICO DE VALORES

TÍTULO PRIMERO

BOLSAS DE VALORES

CAPÍTULO PRIMERO

INSCRIPCIÓN DE ACCIONES EN BOLSA

Art. 3.1.1.1.- Requisitos para la inscripción de una acción en las bolsas de valores. Los requisitos para inscribir y mantener inscrita una acción en Bolsa se regirán por las condiciones que para el efecto establezcan las Bolsas de Valores, previa aprobación de la Superintendencia de Valores, las cuales en todo caso no podrán ser inferiores a las exigidas para la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

CAPÍTULO SEGUNDO
TARIFAS Y COMISIONES

Art. 3.1.2.1- Tarifas. Autorización por vía general. Autorizar, por vía general, a las bolsas de valores el cobro de tarifas a los emisores de valores inscritos en bolsa, siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

- a) Que la adopción de la tarifa se encuentre sustentada en un estudio que la bolsa correspondiente elabore para tal efecto;
- b) Que la bolsa de a conocer la tarifa a través de su boletín diario con un mínimo de diez (10) días de antelación a la adopción de la misma;
- c) Que la tarifa adoptada no se contraponga a las normas relacionadas con el régimen de libre competencia, contenidas principalmente en la Ley 155 de 1959 y el Decreto 2153 de 1992.

Art. 3.1.2.2.- Autorización particular. Cuando una bolsa no cumpla con el (los) requisito (s) contemplado (s) en el literal b) del artículo anterior, requerirá de la autorización individual expresa de la Superintendencia de Valores para reformar la tarifa que cobre a los emisores.

Art. 3.1.2.3.- Información. La bolsa de valores que se acoja al régimen de autorización general previsto en el artículo 3.1.2.1. de la presente resolución, deberá informarlo a la Superintendencia de Valores mediante certificación conjunta suscrita por el representante legal y el revisor fiscal, en donde conste que la bolsa ha cumplido los requisitos correspondientes.

2.2. Resolución 400 de 1995 Actualizada al 25 de Febrero de 2009

TITULO SEGUNDO
OFERTA PÚBLICA DE VALORES
CAPÍTULO PRIMERO

DISPOSICIONES GENERALES

Art. 1.2.1.1.- Definición de oferta pública. Se considera como oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

No se considerará pública la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.

Tampoco se entenderá como pública la oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.

Las ofertas que a la vez tengan por destinatarios a las personas indicadas en el inciso segundo de este artículo y a cien o más personas determinadas serán públicas.

Parágrafo.- Cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con base en una labor de premercadeo realizada entre personas no determinadas o cien o más personas determinadas, la respectiva oferta tendrá el carácter de pública y en tal sentido, su realización sólo podrá efectuarse con observancia de las normas que al efecto se establecen en esta resolución.

Art. 1.2.1.2.- Inscripción en bolsa. Cuando los títulos objeto de la oferta pública vayan a ser inscritos en bolsas de valores de acuerdo con el prospecto de colocación, la misma deberá surtirse de manera previa a la realización de la oferta.

Art. 1.2.1.3.- Definición de beneficiario real. Se entiende por beneficiario real cualquier persona o grupo de personas que, directa o indirectamente, por sí misma o a través de interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga respecto de una acción de una sociedad, o pueda llegar a tener, por ser propietario de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, capacidad decisoria; esto es, la facultad o el poder de votar en la elección de directivas o representantes o, de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción.

Para los efectos de la presente resolución, conforman un mismo beneficiario real los cónyuges o compañeros permanentes y los parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad y único civil, salvo que se demuestre que actúan con intereses económicos independientes, circunstancia que podrá ser declarada mediante la gravedad de juramento ante la Superintendencia de Valores con fines exclusivamente probatorios.

Igualmente, constituyen un mismo beneficiario real las sociedades matrices y sus subordinadas.

Parágrafo.- Una persona o grupo de personas se considera beneficiaria real de una acción si tiene derecho para hacerse a su propiedad con ocasión del ejercicio de un derecho proveniente de una garantía o de un pacto de recompra o de un negocio fiduciario o cualquier otro pacto que produzca efectos similares, salvo que los mismos no confieran derechos políticos (2.2.5.37.)

Art. 1.2.1.4.- Invitación para participar en sociedades por acciones en proceso de constitución. Cuando se efectúe una oferta para participar como accionista en una sociedad que se encuentre en proceso de constitución y que de acuerdo con las personas a quienes esté dirigida pueda ser considerada como pública, según lo dispuesto en el artículo 1.2.1.1. de la presente resolución, la oferta deberá ser autorizada previamente por la Superintendencia de Valores.

Nota: El art. 1° letra d) del decreto. 1516 de 1998 determinó que los bancos, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial, podrán otorgar garantías o avales cuando se trate de respaldar obligaciones derivadas de la emisión y colocación de papeles comerciales, mediante oferta pública previamente aprobada por la Superintendencia de Valores

CAPÍTULO TERCERO

AUTORIZACIÓN DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES QUE HACEN PARTE DE UN PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN

Artículo 1.2.3.1.- *Modificado. Res. 352 de 2002, art. 2°.* Definición de Programa de Emisión y Colocación. Para efectos de la presente resolución se entenderá por Programa de Emisión y Colocación el plan mediante el cual una misma entidad, estructura con cargo a un cupo global, la realización de varias emisiones, de uno o más valores, mediante oferta pública, durante un término establecido.

Parágrafo.- También podrán estructurarse bajo Programas de Emisión y Colocación, emisiones de bonos, para ser colocadas mediante oferta pública, a cargo de un grupo de entidades vinculadas bajo un acuerdo de sindicación, siempre que dichas entidades cumplan con los requisitos señalados en el presente capítulo.

Artículo 1.2.3.2.- *Modificado Decreto 3139 de 2006, art. 3º. Modificado Res. 493 de 24 de junio de 2005, art. 1º. Modificado Res. 397 de 2004, art. 1º. Modificado. Res. 352 de 2002, art. 2º.* El valor o los valores que hagan parte de un programa de emisión y colocación deberán inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores conforme a las normas generales previstas en esta Resolución, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 1.2.3.3.

Para tales efectos, el emisor de los valores, deberá haber tenido cuando menos tres (3) emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores durante los dos (2) años inmediatamente anteriores a la fecha de la solicitud, de las cuales al menos una debe estar vigente a esa fecha, y no haber sido objeto de sanciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia durante el año inmediatamente anterior, como consecuencia de infracciones administrativas relacionadas con el incumplimiento de sus obligaciones de revelación de información, de acuerdo con lo previsto en esta resolución.

Parágrafo. Para efecto de la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores y la autorización de la oferta pública de programas de emisión y colocación de procesos de titularización, sólo será necesario que se cumpla con uno de los siguientes requisitos:

a) Que el originador del proceso haya tenido tres (3) o más emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores en los dos (2) años inmediatamente anteriores a la fecha de la solicitud, de las cuales por lo menos una debe estar vigente a esa fecha, y que éste y el agente de manejo del proceso no hayan sido objeto de sanciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia durante el año inmediatamente anterior, como consecuencia de infracciones administrativas relacionadas con el incumplimiento de sus obligaciones de revelación de información, de acuerdo con lo previsto en esta resolución.

b) Que el agente de manejo obre como tal en por lo menos tres (3) emisiones de valores producto de procesos de titularización inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores en los dos (2) años inmediatamente anteriores a la fecha de la solicitud, de las cuales por lo menos una debe estar vigente a esa fecha, y que no haya sido objeto de sanciones por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia durante el año inmediatamente anterior, como consecuencia de infracciones administrativas relacionadas con el incumplimiento de sus

obligaciones de revelación de información, de acuerdo con lo previsto en esta resolución.

Art. 1.2.3.3- Modificado Decreto 3139 de 2006, art. 4°. Modificado. Res. 352 de 2002, art. 2°. Efectos de la autorización de la oferta pública de los valores que conformen un programa de emisión y colocación. Las emisiones del valor o valores comprendidos dentro de un programa de emisión y colocación podrán ser ofertadas públicamente, en forma individual o simultánea, siempre que el régimen legal de los valores a ofrecer lo permita, durante un plazo de tres (3) años contados a partir de la ejecutoria del acto que haya ordenado la inscripción.

No obstante, el emisor podrá solicitar por escrito la renovación del plazo, por períodos iguales, antes del vencimiento del mismo.

Para la colocación de los valores, se podrán efectuar ofertas por el monto total del cupo global autorizado o por montos parciales del mismo, sin llegar a excederlo.

El monto total del cupo global del respectivo programa de emisión y colocación se disminuirá en el monto de los valores que se oferten con cargo a éste.

Art. 1.2.3.4.- *Modificado Decreto 3139 de 2006, art. 5°. Modificado. Res. 352 de 2002, art. 2°.* Renovación del plazo de la vigencia de la autorización de la oferta pública. Previa solicitud escrita del emisor, la Superintendencia Financiera de Colombia podrá renovar el plazo de vigencia de la autorización de la oferta pública de los valores que hagan parte de un programa de emisión y colocación, comprendiendo los mismos valores, la inclusión de otros, o el aumento del cupo global.

Para renovar la vigencia de la autorización de la oferta pública y/o para incluir nuevos valores y/o para el aumento del cupo global, la Superintendencia Financiera de Colombia tomará en consideración, además, el cumplimiento de las obligaciones de información por parte del emisor.

Cuando se incluyan nuevos valores, deberá remitirse la información necesaria para la inscripción de los mismos en el Registro Nacional de Valores y Emisores y la autorización de su oferta pública.

Parágrafo.- El aumento del cupo global podrá ser solicitado cuando el mismo haya sido colocado en forma total o en cuando menos el cincuenta por ciento (50%) del cupo global autorizado, siempre que se encuentre vigente el plazo de la autorización de la oferta.

Art. 1.2.3.5.- *Modificado Res. 397 de 2004, art. 2°. Modificado. Res. 352 de 2002, art. 2°.* Programas de emisión y colocación para acciones y titularizaciones. Tratándose de programas de emisión y colocación de acciones, el emisor deberá radicar en la Superintendencia de Valores con una antelación no inferior a 5 días hábiles a la publicación del aviso de oferta, copia de la parte pertinente del acta del órgano competente que autorizó el reglamento de emisión y colocación, así como la documentación que actualiza el prospecto de constitución del programa en estos apartes. La documentación allegada deberá cumplir con los requisitos legales en cuanto a presentación y contenido.

Modificado *Res. 397 de 2004, art. 2°* Cuando se trate de valores producto de procesos de titularización, en los cuales la emisión es el resultado de un acrecentamiento del patrimonio autónomo, el agente de manejo del procesos deberá enviar a la Superintendencia de Valores con una antelación no inferior a 5 días hábiles a la publicación del aviso de oferta, la documentación que acredite el acrecentamiento, junto con la nueva actualización del prospecto de constitución del programa referente al acrecentamiento y a la nueva emisión.

En todo caso, el acrecentamiento deberá cumplir con los requisitos legales y contractuales establecidos para el proceso y la actualización del prospecto de constitución del programa se efectuará de conformidad con los términos previstos en la presente resolución.

Parágrafo.- Modificado. Res. 352 de 2002, art. 2°. En los eventos previstos en el presente artículo, el emisor de los valores podrá publicar el aviso de oferta, siempre que la Superintendencia de Valores no haya manifestado objeción alguna dentro de los términos establecidos en el presente artículo.

Art. 1.2.3.6.- *Adicionado. Res. 352 de 2002, art. 2°.* Programas de emisión y colocación para papeles comerciales. Podrá estructurarse la emisión y colocación de papeles comerciales a través de programas de emisión y colocación, siempre que no se emplee la modalidad de cupo rotativo a que se refiere el numeral 2 del artículo 1.2.4.48 de la presente resolución, modificado por el artículo 1 de la resolución 71 de 2001.

Art. 1.2.3.7.- *Adicionado. Res. 352 de 2002, art. 2°.* Información al mercado. El emisor de los valores que conformen un programa de emisión y colocación deberá elaborar un prospecto de constitución del programa conforme a lo establecido en la presente resolución, el cual deberá incluir un capítulo especial para cada uno de los valores.

Cuando se presenten modificaciones que afecten el contenido del prospecto de constitución del programa, el emisor deberá actualizarlo de manera inmediata,

conforme a las instrucciones que para el efecto imparta la Superintendencia de Valores.

En el prospecto de constitución del programa y en el aviso de oferta, así como, en cualquier publicidad o información que se suministre al mercado sobre los valores comprendidos dentro de un programa de emisión y colocación, deberá señalarse que los mismos hacen parte de un programa de emisión y colocación, así como, el monto del cupo global del mismo.

Art. 1.2.3.8.- Adicionado. Res. 352 de 2002, art. 2°. Derechos de oferta pública. Los derechos por la realización de ofertas públicas, para cada uno de los valores comprendidos en un programa de emisión y colocación, se sujetarán a las normas generales que para el efecto expida la Superintendencia de Valores.

SECCIÓN III

OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES CON DIVIDENDO PREFERENCIAL Y SIN DERECHO DE VOTO

SECCIÓN III

OFERTAS PÚBLICAS PARA DEMOCRATIZACIÓN

Art. 1.2.5.17.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1°. **Autorización.** La Superintendencia de Valores autorizará la realización de ofertas públicas para democratización que cumplan lo dispuesto en la presente sección.

Art. 1.2.5.18.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1°. **Definición.** Se entenderá que son ofertas públicas para democratización aquellas en las que el controlante ofrece, en condiciones que propendan por la masiva participación en la propiedad accionaria, una parte o la totalidad de las acciones que posee, utilizando procedimientos para la venta que garanticen amplia publicidad y libre concurrencia, tales como campañas publicitarias a través de medios masivos de comunicación que incorporen el concepto de democratización de la propiedad accionaria, así como el uso de la red de los establecimientos de crédito.

Parágrafo 1°.- Las acciones que se ofrezcan en desarrollo del presente artículo deberán estar inscritas en una bolsa de valores con una antelación no inferior de seis (6) meses a la fecha de la operación y estar libres de gravámenes, limitaciones de dominio y de cualquier demanda o pleito pendiente que pueda afectar la propiedad o su negociabilidad.

Parágrafo 2º.- La adquisición de acciones en procesos de oferta pública para democratización se sujetará a las normas señaladas en la Sección II del presente Capítulo.

Parágrafo 3º.- Para efectos de lo dispuesto en el presente artículo se aplicará el concepto de controlante contenido en la ley 222 de 1995.

Art. 1.2.5.19.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1º. Mecanismo de negociación. Para efectos de lo previsto en la presente sección, la Superintendencia de Valores podrá autorizar la realización, a través de las bolsas de valores del país, de ruedas especiales distintas de la rueda ordinaria, cuando las condiciones de adquisición sean fijas y uniformes para todos los inversionistas o se prevea un mecanismo de prorrateo para la asignación. Las bolsas de valores deberán elaborar el reglamento correspondiente.

Art. 1.2.5.20.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1º. Solicitud. Para efectos de la autorización de la oferta pública a que hace referencia la presente sección, deberá remitirse a la Superintendencia de Valores la siguiente información:

1. Carta de solicitud suscrita por el enajenante, la cual debe contener una descripción del mecanismo a través del cual se pondrá en conocimiento del público en general los documentos a que se refiere el numeral siguiente.
2. Folleto informativo, cuadernillo de ventas y proyecto de aviso de oferta.

Art. 1.2.5.21.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1º. Aviso de oferta. El enajenante deberá informar sobre la celebración de la oferta pública para democratización por medio de avisos que se publicarán por lo menos tres (3) veces, con intervalos no menores de cinco (5) días comunes, en las páginas económicas de uno o más periódicos de amplia circulación nacional y en el boletín diario de las bolsas, sin perjuicio de que los interesados ordenen la misma publicación por otros medios. La operación no podrá celebrarse antes de ocho (8) días comunes contados a partir de la fecha de publicación del último aviso.

En los avisos deberá incluirse como mínimo:

1. Nombre del enajenante y del emisor de las acciones objeto de enajenación.
2. Condiciones específicas que van a regir la operación.
3. Cantidad de valores a enajenar, sus características y el porcentaje que representan sobre el de acciones en circulación.
4. Precio de venta.

5. Forma de pago.
6. Bolsas en las cuales se encuentren inscritas las acciones.
7. Día, lugar y hora de la operación.
8. Lugares en los que el folleto informativo y el cuadernillo de ventas serán entregados, su función y la importancia de su lectura.
9. Indicación que el cuadernillo de ventas se encuentra disponible para consulta de los posibles inversionistas, en la Superintendencia de Valores, en las oficinas de la entidad emisora, en las de los comisionistas y en las bolsas de valores.
10. La advertencia en caracteres destacados, de suerte que resalte visiblemente en el texto del aviso, que la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la autorización de la oferta pública no implican certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor.
11. Las demás advertencias que deban hacerse de conformidad con el régimen legal del emisor.

Art. 1.2.5.22.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1°. Vigencia de la oferta. El plazo de validez de la oferta no podrá exceder de tres (3) meses.

Art. 1.2.5.23.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1°. Publicación del aviso de oferta. La Superintendencia de Valores tendrá un plazo de cinco (5) días hábiles, contados a partir del día hábil siguiente a la fecha de radicación en la entidad de los documentos de que trata el artículo 1.2.5.20, para efectuar las observaciones a los mismos o solicitar las aclaraciones que considere pertinentes.

La publicación del aviso de oferta deberá realizarse dentro de los cinco (5) días siguientes a aquél en que venza el plazo referido. En el evento en que la Superintendencia haya formulado objeciones o solicitudes de aclaración, el término para la publicación del aviso deberá contarse a partir de la fecha en que la Superintendencia manifieste su autorización al proceso.

Art. 1.2.5.24.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1°. Folleto informativo. El enajenante deberá elaborar un documento en el que, empleando un lenguaje sencillo e inteligible para cualquier persona no especializada en temas financieros, se incluyan de manera precisa, como mínimo, los siguientes aspectos:

1. Descripción general de la bolsa de valores, sus comisionistas y las responsabilidades que recaen sobre ellos al realizar transacciones de compra y venta de acciones.

2. Definición y características de los valores ofrecidos, indicando los derechos y obligaciones que conlleva ser propietario de los mismos.
3. Descripción clara y concisa en caracteres destacados, de los riesgos a que se exponen quienes invierten en acciones, con expresa mención de la posibilidad de pérdida del capital invertido.
4. Criterios que debe evaluar un inversionista para definir la composición de su portafolio y para determinar la proporción de títulos de renta variable que pueden hacer parte de su portafolio de acuerdo con su capacidad económica y una asunción razonable de riesgo.
5. Actividad o actividades económicas y negocios a los que se dedica la entidad respecto de la cual se desea adelantar la operación de democratización, con la indicación de aquellas que constituyen sus principales fuentes de ingresos.
6. Precio de las acciones ofrecidas.
7. Explicación del procedimiento y condiciones para la adquisición y pago de las acciones.
8. Número de acciones que se ofrecen dentro del proceso de democratización y el porcentaje que representan sobre el total de acciones en circulación.
9. Valor patrimonial de la acción para los dos últimos cortes de ejercicio y para el trimestre inmediatamente anterior a la fecha de la oferta.
10. Cotización promedio y volumen transado de las acciones para cada uno de los últimos doce meses, en las bolsas en que se encuentren inscritas.
11. Utilidades o pérdidas obtenidas por la entidad respecto de la cual se desea adelantar la operación de democratización, en cada uno de los tres años anteriores a la oferta.
12. La advertencia en caracteres destacados, de suerte que resalte visiblemente en el texto, que la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la autorización de la oferta pública no implican certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor, así como las demás advertencias que deban hacerse de conformidad con el régimen legal del emisor.
13. Indicación de que los temas contenidos en este folleto junto con el detalle del proceso y de la entidad objeto de la operación de democratización, se encuentran desarrollados de manera amplia en el cuadernillo;

14. Advertencia destacada en la primera página del folleto con el siguiente texto "se considera indispensable la lectura tanto de este folleto como del cuadernillo de ventas, para que los potenciales inversionistas puedan evaluar adecuadamente la conveniencia de la inversión".

15. Glosario de los términos técnicos empleados en el folleto informativo.

Parágrafo.- Cuando la empresa cuyas acciones se vayan a ofrecer sea una holding, debe incluirse un resumen de las políticas de manejo de los activos que conforman su portafolio de inversiones, especificando si existen restricciones a la venta de los que actualmente posee o si, por el contrario, dichas inversiones pueden ser vendidas libremente.

Art. 1.2.5.25.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1º. Cuadernillo de ventas. El enajenante deberá elaborar un cuadernillo de ventas que contenga, además de la información relacionada en el artículo anterior, como mínimo la siguiente:

1. Precio de venta, incluyendo una descripción detallada del modelo que se usó para calcularlo.

En este acápite deben incluirse, para efectos de comparación, dos cálculos adicionales del valor patrimonial de la acción de la sociedad que se va a democratizar, teniendo en cuenta lo siguiente:

1.1. Cuando dicha sociedad posea participaciones en otras sociedades, el valor de tales participaciones corresponderá al porcentaje que representen las mismas en el valor patrimonial total de la sociedad receptora de la respectiva inversión.

1.2. Cuando la sociedad posea acciones que se coticen en bolsa de valores incluirá, para efectos de comparación, un segundo cálculo en el que el valor de esas inversiones corresponda al valor promedio de sus cotizaciones en bolsa durante los últimos seis meses.

2. Nombre de la sociedad evaluadora que hizo el estudio para determinar el precio de venta de la acción.

3. Información general de la entidad emisora, que deberá incluir como mínimo:

- Razón social, duración y causales de disolución.
- Objeto social.
- Breve reseña histórica de la sociedad.
- Número de acciones en circulación.
- Composición accionaria e información sobre los socios.

- Forma de negociación de las acciones y si las mismas se encuentran desmaterializadas o no, así como las implicaciones y consecuencias de la desmaterialización.
- Administrador de las acciones con sus respectivas funciones.
- Capital y reservas de la entidad.
- Principales activos de la entidad. Tratándose de inversiones, información discriminada sobre las mismas, indicando el porcentaje que representa cada una sobre el activo de la entidad, su monto actual, valor patrimonial y las políticas de manejo de las mismas.
- Situación general del mercado y posición en el mismo.
- Descripción de activos fijos, patentes, marcas y otros derechos.
- Protecciones gubernamentales.
- Situación laboral de la entidad.
- Política de distribución de dividendos.
- Operaciones realizadas durante los últimos doce meses con socios, administradores, filiales y subordinadas, así como las condiciones de las mismas.
- Garantías otorgadas a terceros.
- Procesos pendientes contra la sociedad emisora.
- Obligaciones financieras de la entidad.
- Riesgos futuros que puede enfrentar la entidad.
- Situación de subordinación e información sobre matriz y subordinadas, que incluya al menos para cada una: objeto social principal, composición accionaria, principales inversiones y riesgos de la entidad.
- Información financiera del emisor: Los estados financieros al corte del trimestre calendario inmediatamente anterior a la fecha de radicación en la Superintendencia de Valores de la documentación completa debidamente diligenciada y los informes presentados por el representante legal y el revisor fiscal en las asambleas de los 3 años anteriores donde se hayan considerado estados de fin de ejercicio junto con los correspondientes estados financieros o en las asambleas de iguales características que se hayan producido desde la constitución de la entidad, cuando su existencia sea inferior a 3 años.
- Información financiera de matriz y subordinadas: Los estados financieros al corte del trimestre calendario inmediatamente anterior a la fecha de radicación en la Superintendencia de Valores de la información completa debidamente diligenciada y el informe presentado por el representante legal y el revisor fiscal en la asamblea del año inmediatamente anterior, donde se hayan considerado estados de fin de ejercicio junto con los correspondientes estados financieros.

4. La advertencia en caracteres destacados, de suerte que resalte visiblemente en el texto del aviso, que la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la autorización de la oferta pública no implican certificación sobre

la bondad del valor o la solvencia del emisor, así como las demás advertencias que deban hacerse de conformidad con el régimen legal del emisor.

5. Advertencia destacada en la primera página del cuadernillo con el siguiente texto: "se considera indispensable la lectura del folleto informativo y del cuadernillo de ventas, para que los potenciales inversionistas puedan evaluar adecuadamente la conveniencia de la inversión".

6. Las demás que con el fin de cumplir los cometidos establecidos en la ley, resulten indispensables a juicio de la Superintendencia de Valores.

Art. 1.2.5.26.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1°. Información del folleto y del cuadernillo. La información que conste en el cuadernillo de ventas debe suministrarse en idioma español y debe estar certificada en cuanto a su veracidad y contenido por el oferente vendedor.

El vendedor de los valores objeto de la oferta pública para democratización, deberá entregar a cada uno de los potenciales inversionistas el folleto informativo y el cuadernillo de ventas, de lo cual deberá dejar constancia suscrita el potencial inversionista.

Art. 1.2.5.27.- Adicionado. Res. 704 de 1999, art. 1°. Remisión a la Superintendencia El folleto informativo y el cuadernillo de ventas deben enviarse a la Superintendencia de Valores por lo menos 5 días antes de la fecha prevista para la publicación del primer aviso de oferta."

CAPÍTULO SEXTO

INFORMES DE COLOCACIÓN

Art. 1.2.6.1.- Información sobre colocación de acciones en mercado primario. Mientras se encuentre vigente la oferta y en el mes siguiente a su expiración, siempre dentro de los diez (10) primeros días de cada mes, la sociedad emisora deberá remitir a la Superintendencia de Valores un listado de los suscriptores de la colocación, señalando su nombre completo o razón social. En tal listado se indicará si con anterioridad el suscriptor era accionista de la sociedad, el número de acciones suscritas por cada uno, el valor unitario de las acciones adquiridas y el valor total de las mismas.

Así mismo, dentro de los diez (10) días siguientes a la expiración de la oferta, la sociedad emisora deberá enviar a la Superintendencia de Valores un cuadro resumen de la siguiente información:

1. Número total de antiguos accionistas que suscribieron acciones de la última emisión, número total de acciones suscritas por ellos y valor total de las mismas.
2. Número de terceros que suscribieron acciones de la última emisión, número total de acciones suscritas por ellos y valor total de las mismas.
3. Número total de accionistas y valor del capital suscrito de la sociedad al finalizar la oferta.
4. Información sobre mecanismos y agentes de colocación, discriminando en forma consolidada los montos colocados por la sociedad emisora y directamente y por cada una de las clases de intermediarios utilizados.

Art. 1.2.6.2.- Modificado. Res. 459 de 2001, art. 1°. Información sobre la colocación de documentos en el mercado primario. Mientras se encuentre vigente la oferta de documentos de contenido crediticio, corporativos o de participación, mixtos y representativos de mercancías, dentro de los primeros diez (10) días de cada mes y con referencia a lo colocado en el mes anterior, la sociedad emisora deberá enviar la siguiente información a la Superintendencia de Valores:

1. Cuantía colocada y condiciones de plazo y rendimiento de los títulos emitidos en el mes.
2. Valor total de los documentos en circulación al corte del mes.
3. Información consolidada sobre los compradores de los documentos, clasificados por grupos, con indicación del monto adquirido por cada grupo, así:
 - 3.1. Personas naturales.
 - 3.2. Establecimientos de Crédito.
 - 3.3. Sociedades de servicios financieros.
 - 3.4 Sociedades de capitalización.
 - 3.5. Entidades aseguradoras e intermediarios de seguros y reaseguradoras.
 - 3.6. Fondos de Pensiones y Cesantías.
 - 3.7. Fondos mutuos de inversión.
 - 3.8. Fondos Comunes.

3.9. Fondos de Valores.

3.10. Y demás personas jurídicas.

4. Información sobre mecanismos y agentes de colocación, discriminando en forma consolidada los montos colocados por la sociedad emisora directamente y por cada una de las clases de intermediarios utilizados.

5. Certificación sobre los recursos captados, suscrita por el Representante Legal y el Revisor Fiscal.

Parágrafo 1º.- La información a que hace alusión este artículo se reducirá a lo dispuesto en el numeral 2º a partir del segundo mes en que finalice el plazo para la suscripción de los valores objeto de la oferta.

Parágrafo 2º.- La información a que hace alusión éste artículo se reducirá a lo dispuesto en el numeral 2º a partir del segundo mes en que finalice el plazo para la suscripción de los valores objeto de la oferta

Art. 1.2.6.3.- Información sobre la oferta de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones en mercado secundario. Dentro de los diez días siguientes a la expiración de la oferta, el oferente deberá informar a la Superintendencia de Valores la cantidad de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones comprados y el precio de negociación.

TÍTULO QUINTO

Adicionado Decreto 4808 de 2008, art. 1º.

DISPOSICIONES MEDIANTE LAS CUALES SE REGLAMENTA LA NEGOCIACIÓN DE ACCIONES, BONOS OBLIGATORIAMENTE CONVERTIBLES EN ACCIONES INSCRITOS EN BOLSAS DE VALORES, ASÍ COMO LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS CUYO ACTIVO SUBYACENTE SEAN ACCIONES INSCRITAS EN DICHAS BOLSAS.

CAPÍTULO PRIMERO

ASPECTOS GENERALES

Artículo 4.5.1.1.- **Ámbito de aplicación.** Las disposiciones que integran el presente Título regulan el funcionamiento de los sistemas de negociación de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritas en bolsas de valores, así como de los instrumentos financieros derivados cuyo activo

subyacente sean acciones inscritas en bolsas de valores, cuando estas acciones, bonos e instrumentos financieros derivados se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).

Parágrafo primero. Normas especiales. La realización de operaciones sobre los valores señalados en este artículo, tales como las ofertas públicas de adquisición, las ofertas públicas para democratización, las operaciones de remate y martillo, las ofertas públicas de mercado primario y su registro, la readquisición de acciones y su enajenación posterior, las operaciones de privatización o democratización y demás operaciones especiales permitidas, continuarán rigiéndose por las disposiciones especiales que les resulten aplicables.

Parágrafo segundo. En las bolsas de valores también podrán inscribirse valores de renta variable diferentes a los señalados en este artículo, en cuyo caso la negociación de los mismos estará sujeta a lo previsto en el presente Título.

2.3. Proyecto de Ley 277 de 2005

En su contenido explicativo sugiere crear un Régimen Societario Especial (RSE) para tratar los problemas de rentabilidad, transparencia y democratización de los clubes con los siguientes componentes: Régimen de Conversión, Régimen Tributario de Transición, Fortalecimiento de la fiscalización societaria y deportiva, e Incentivos para el aumento de inversión.

2.3.1. Régimen de Conversión

El régimen de conversión es la figura legal que permite hacer el tránsito de asociaciones o corporaciones sin ánimo de lucro a sociedades comerciales. Dentro de las sociedades comerciales se ha escogido la sociedad anónima. Teniendo en cuenta lo anterior, se procederá a explicar por qué se escoge la Sociedad Anónima como tipo asociativo del RSE, y luego se explicará en que consiste el Régimen de Conversión.

La Sociedad Anónima como modelo adecuado para el deporte profesional.

La Corte Constitucional, en una de las sentencias más importantes para el deporte profesional, se refirió a la naturaleza empresarial de dicha actividad, en los siguientes términos.

“(…) las asociaciones deportivas, si bien no tienen ánimo de lucro, y no son por ende sociedades comerciales, sí ejercen una actividad económica, puesto que contratan jugadores, reciben ingresos por conceptos de ventas de entradas a los espectáculos y derechos de transmisión, promocionan marcas, etc., pues son "titulares de los derechos de explotación comercial de transmisión o publicidad en los eventos del deporte competitivo" (Art. 28 de la Ley 181 de 1995). [Las entidades deportivas] son entonces verdaderas empresas, en el sentido constitucional del término”.

A pesar de lo anterior, la mayoría de los clubes están constituidos como Corporaciones o Asociaciones sin ánimo de lucro. En efecto, esto ocurre en 17 de los 18 equipos de la “primera A”, mientras que uno solo, el Chico FC, está organizado como sociedad anónima. Como se verá, en la forma asociativa dominante del fútbol colombiano está el origen de sus problemas de rentabilidad.

Por tanto, el presente proyecto de ley consagra el marco legal que permite que los clubes hagan el tránsito de Corporaciones o Asociaciones sin ánimo de lucro hacia Sociedades Anónimas. Se pretende que, por medio de incentivos, dichas entidades deportivas eventualmente coticen sus acciones en el mercado público y que puedan ser Sociedades Anónimas abiertas. Se espera, por consiguiente, que las entidades deportivas, tengan una forma asociativa adecuada para una empresa comercial, al mismo tiempo que se permita dar un primer paso para que éstas se democratizen en su propiedad.

Las características de la sociedad anónima hacen que sea la ideal para grandes empresas, y los clubes con deportistas profesionales, en especial en el fútbol. Es evidente que las entidades con deportistas profesionales ejercen una actividad comercial “donde el ánimo de lucro se posa en cabeza de todos sus artífices, desde el jugador hasta el dirigente pasando por los jefes de prensa y de publicidad, médicos de casi todas las especialidades, empresarios de televisión, de radio, de periódicos, y no olvidando a las empresas de las líneas de transporte que van hasta los estadios, ni a los fabricantes de distintivos de los equipos”. Por ello, “el deporte practicado profesionalmente, debe ser considerado como uno de los componentes esenciales de una importante y compleja actividad comercial e industrial”. “El fútbol, concebido como empresa, al igual que otros deportes, es un negocio en el que se invierten grandes cantidades de dinero, en parte debido a las altas sumas en que se cotizan los jugadores”.

A este respecto señala la Superintendencia de Sociedades que “si bien las entidades sin ánimo de lucro, dentro de las cuales están los clubes de fútbol primera A, no tienen como finalidad reportar utilidades para ser distribuidas entre los asociados, es necesario que sus administradores hagan de su actividad un negocio rentable con el fin de reinvertir las ganancias en proyectos que reporten crecimiento de la Entidad y del sector”. ¿Algo mejor para hacerlas rentables que la

sociedad prototipo de las sociedades de capitales, es decir, la sociedad anónima? En abstracto, este tipo de sociedad comercial tiene las siguientes ventajas:

- Limitación real de la responsabilidad hasta el monto de sus aportes (incluida la limitación ante obligaciones laborales y fiscales).
- Facilidad de emitir acciones (y por tanto de financiarse) mediante simple reglamentación por parte de la junta directiva y sin necesidad de reforma estatutaria, mientras existan acciones en reserva.
- Facilidad de negociación de las acciones por medio de entrega del título, endoso y registro en el libro de accionistas.
- Posibilidad de establecer un derecho de preferencia en la enajenación de acciones, en favor de la sociedad, los accionistas o ambos, mediante cláusula estatutaria.
- Organización de la administración a partir de la participación porcentual de las distintas facciones de accionistas, mediante elección de la junta directiva por el mecanismo del cuociente electoral.

En cuanto a las desventajas se tiene:

- En principio, carencia de vocación directa de los accionistas para participar en la administración de los negocios sociales.
- Estructura más compleja y costosa que las demás formas asociativas.
- Pluralidad de mínimo cinco accionistas.
- Revisión fiscal obligatoria y ejercida por un contador público matriculado.
- Se considera una causal de disolución si más de una persona está en cabeza de más del 95% de las acciones.
- Proceso liquidatorio más complejo que en otras formas de sociedad comercial.

Son éstas las consideraciones por las cuales se cree que es más adecuada para los clubes con deportistas profesionales la forma asociativa de la sociedad anónima que las actuales asociaciones o corporaciones.

Ahora bien, para el caso concreto de los clubes con deportistas profesionales algunas ventajas para otro tipo de negocios podrían ser desventajas para tal

actividad y viceversa. Así, por ejemplo, la ventaja de la posibilidad de establecer un derecho de preferencia en la enajenación de acciones en favor de la sociedad, los accionistas o ambos mediante cláusula estatutaria sería una desventaja en los clubes de fútbol pues colisionaría con el objetivo de democratizar la propiedad. Un caso contrario sería la hipótesis en la que la revisión fiscal obligatoria y ejercida por un contador público matriculado es una ventaja para tales entidades deportivas, teniendo en cuenta la magnitud del negocio y su propensión a que se utilice para actividades ilícitas. La conclusión a la que llega Supersociedades en ese sentido es que “para obtener mejores resultados económicos es importante contar con una excelente organización administrativa, y para ello es primordial implantar medidas de control interno que permitan auditar la actividad, además de adoptar un plan de cuentas que facilite una información clara y confiable”.

Marco legal para hacer la transición de entidades sin ánimo de lucro a sociedades comerciales.

Aunque el artículo 29 de la ley 181 de 1995 o “ley del deporte” señala que los clubes con deportistas profesionales pueden organizarse como asociaciones deportivas sin ánimo de lucro o como Sociedades Anónimas, no hay ningún mecanismo jurídico que permita hacer el tránsito de tales asociaciones sin ánimo de lucro en sociedades comerciales sin que previamente se extingan. Para poder comprender lo que se sugiere al respecto es importante tener claridad sobre los conceptos de transformación de sociedades comerciales y de conversión de asociaciones sin ánimo de lucro en tales sociedades mercantiles.

La transformación de sociedades comerciales se presenta únicamente, valga la redundancia, entre sociedades comerciales, es decir, entra aquellas formas asociativas consagradas en el Libro Segundo del Código de Comercio (C. Co.). En efecto, el inciso 1º del artículo 167 del (C. Co.). reza que “una sociedad podrá, antes de su disolución, adoptar cualquiera otra de las formas de sociedad comercial reguladas en este código, mediante una reforma al contrato social”. De este modo, una sociedad de responsabilidad limitada, por ejemplo, puede transformarse en una sociedad anónima mediante una simple reforma a sus estatutos sociales.

De acuerdo con lo anterior, el relativamente sencillo procedimiento descrito en el párrafo anterior no se puede aplicar, en general, para el tránsito de una asociación o corporación sin ánimo de lucro a cualquier tipo de sociedad comercial sin que se haya producido una previa extinción de la asociación. En efecto, se tiene “como regla general el que no es viable el tránsito de las personas jurídicas sin ánimo de lucro hacia las sociedades, sin que se haya producido previa extinción de aquellas”.

Sin embargo, hay precedentes en nuestra legislación para que, bajo situaciones excepcionales en algún sector como es el caso de los clubes con deportistas

profesionales, se haya consagrado un régimen especial en cuanto a mutación societaria. En efecto, como consecuencia de la crisis del sector cooperativo en 1998, el gobierno expidió el decreto 2331 de 1998, dentro del cual se dispusieron medidas de emergencia para el sector financiero, especialmente dirigidas a tal sector. Uno de los artículos de dicho decreto (inciso 2º artículo 10) permitió a las cooperativas hacer la conversión a sociedades anónimas. Esta disposición fue posteriormente consignada en su esencia en el numeral 7 artículo 19.2 de la ley 510 de 1999, con motivo reforma financiera expedida en ese año. Así las cosas, se puede concluir que aunque por regla general no es posible hacer transformaciones de asociaciones sin ánimo de lucro en sociedades comerciales, ello puede exceptuarse a través de legislación expresa que consagre una excepción a dicha regla general, a través de las conversiones. En ese sentido la doctrina ha dicho que “la conversión a que hace referencia la citada ley 510 de 1999 podría ser entendida como transformación de una persona jurídica de naturaleza no societaria en compañía por acciones”. Teniendo en cuenta lo anterior, se concluye que a través de la figura de la conversión es posible que los clubes hagan el tránsito de asociaciones o corporaciones sin ánimo de lucro a sociedades anónimas.

Ahora bien, como ya se mencionó, uno de los objetivos del Régimen Societario Especial es que los clubes deportivos se constituyan como sociedades anónimas abiertas, para lo cual se dispone, primero, que tales entidades se constituyan en sociedades anónimas, para que luego, mediante incentivos, hagan lo propio en sociedades anónimas abiertas. Para lograr lo anterior se necesita cumplir dos etapas, en la primera etapa se haría la conversión a sociedad anónima y en la segunda el tránsito a sociedad anónima abierta.

Etapa 1: Conversión

La propuesta consiste que los clubes se conviertan en un plazo de dos años a partir de la vigencia de la ley en Sociedades Anónimas “normales”, pero con un objeto social específico y uniforme para todos los clubes. De esta forma, el régimen legal que se consagre sería el general para las Sociedades Anónimas con ese objeto social, en donde habría un régimen especial frente algunas materias para las sociedades con el objeto social. Esto es lo mismo que ocurre en las entidades financieras, a las cuales no se les llama, por ejemplo, Sociedades Anónimas Financiaras (SAF) sino que son Sociedades Anónimas con un objeto social determinado, que para acceder a él se requieren de ciertos requisitos y autorizaciones, en donde luego están regidos por un régimen especial.

Efectos jurídicos de la Conversión

Se ha dicho que la conversión de asociaciones y corporaciones sin ánimo de lucro se equipara a la transformación entre sociedades comerciales. Por lo tanto, sus

efectos son los mismos, los cuales pueden observarse desde tres puntos de vista: (1) en relación con la sociedad, (2) con los socios y (3) con terceros.

- En relación con la sociedad

El efecto principal en este sentido es que la sociedad no tiene solución de continuidad. Esto significa que se mantiene incólume durante la mutación corporativa, en virtud de que no hay disolución previa de la sociedad, así como tampoco hay transferencia patrimonial alguna. A partir de lo anterior se infieren los demás efectos de la conversión incluidos los tributarios y los patrimoniales que a continuación se expondrán.

Tributarios

La conversión de los clubes en sociedades anónimas abiertas, al asimilarse a la transformación sería neutra desde el punto de vista fiscal. Esto ocurre porque "de la sola transformación o cambio de tipo societario no se deriva la existencia de un dividendo, pues al transformarse una compañía, su patrimonio, antes y después es el mismo, y por el solo hecho de la transformación no se desprende ni se produce distribución de utilidades".

Patrimoniales

De acuerdo con lo anterior, el patrimonio se mantiene exactamente igual. De manera que las obligaciones con terceros no varían. En consecuencia, no hay novaciones subjetivas de obligaciones ni subrogaciones crediticias de ninguna índole. Igualmente, la titularidad de los activos tampoco sufre variación alguna.

- En relación con los socios

De acuerdo con lo propuesto en el proyecto de ley, las consecuencias de la conversión en este sentido se observan desde el punto de vista de la responsabilidad de los socios y en la relación de éstos con su participación en el capital de la entidad, antes y después del tránsito corporativo.

Responsabilidad

La responsabilidad de los socios sería la de las sociedades anónimas, la cual, como regla general, sería hasta el monto de lo aportado. En realidad, sería una responsabilidad mayor a la actual pues los socios de las asociaciones deportivas sin ánimo de lucro no responden con su patrimonio. No se descarta en consecuencia estudiar la posibilidad de unificar el régimen de responsabilidad de los socios de los todos CLUBES, independientemente de su régimen asociativo.

Participación en el capital

El proyecto de ley dispone que “los asociados recibirán acciones en proporción a sus aportes en la fecha de la respectiva asamblea que determina la conversión” (Art. 2).

- En relación con los terceros

El artículo 169 del Código de Comercio es claro al respecto: “si en virtud de la transformación se modifica la responsabilidad de los socios frente a terceros, dicha modificación no afectará las obligaciones contraídas por la sociedad con anterioridad a la inscripción del acuerdo de transformación en el registro mercantil”.

De manera que para el caso de los clubes la responsabilidad de los aportantes por las obligaciones contraídas hasta antes de hacerse la conversión será la de las entidades sin ánimo de lucro, pero una vez se efectúe dicha figura éstos se convertirán en socios de una sociedad anónima, y por tanto, responderán como tales.

Etapa 2: El tránsito a Sociedades Anónimas Abiertas

Se propone que, una vez los clubes se constituyan en sociedades anónimas, mediante incentivos tributarios se organicen en sociedades anónimas abiertas. Bajo la legislación actual, jurídicamente, es perfectamente viable y por tanto sobre el particular no se propone modificación alguna. En este sentido, varios concededores de la problemática del deporte profesional sugieren que la conversión se haga directamente hacia Sociedades Anónimas Abiertas, con el propósito de que sean entidades más democráticas en su propiedad y funcionamiento. Lo que ocurre, sin embargo, es que “en estricto sentido el legislador no ha previsto dos modalidades de sociedades anónimas” pero “las normas propias del mercado público de valores han configurado una fisonomía diferenciada para aquellas compañías que negocian sus acciones en bolsa de valores. Por ello puede hablarse en la terminología contemporánea de sociedades anónimas abiertas o cerradas, según el régimen de circulación de las acciones en que se divide su capital”.

Teniendo en cuenta lo anterior, no se considera técnico consagrar un nuevo tipo societario que no esté consagrado en el Código de Comercio. Si los clubes deciden hacer el tránsito hacia sociedades anónimas abiertas lo podrán hacer con las modificaciones que aquí se proponen y la legislación comercial vigente.

2.3.2. Régimen Tributario de Transición (RTT)

En la actualidad el régimen tributario es distinto para los clubes que están constituidos como asociaciones sin ánimo de lucro y para aquellos organizados como Sociedades Anónimas. Las siguientes son las similitudes y las diferencias entre uno y otro régimen.

Régimen general de las S.A.

- Tarifa del 35%
- La base está conformada por la renta líquida gravable, ordinariamente
- Están sometidos a la renta presuntiva
- Solamente están exentas las rentas expresamente consagradas en el estatuto tributario.
- Se les aplica el sistema de renta por comparación patrimonial.
- Están sometidas al sistema integral por inflación, salvo expresas excepciones.
- La retención en la fuente comprende un conjunto de conceptos de cierta complejidad.
- La contabilidad, inscripción y registro se rigen, básicamente, por el Código de Comercio y normas reglamentarias.
- El plazo para declarar es el general.
- Deben calcular el anticipo por el siguiente periodo.

Régimen especial

- Tarifa del 20%
- La base es el beneficio neto o excedente.
- Están excluidos de renta presuntiva.
- La utilidad neta estará exenta del impuesto de renta, siempre y cuando se cumplan ciertos requisitos de procedimiento, tales como presentar la renta dentro de los plazos que señale el gobierno nacional para el periodo.
- No se les aplica el sistema de renta por comparación patrimonial.
- No están sometidas al sistema integral por inflación.
- Hay excepciones al pago de retención en la fuente.
- La contabilidad, inscripción y registro se rigen por normas especiales.
- El plazo para declarar es el general.
- No están obligados a hacer el cálculo del anticipo.

Lo anterior muestra que el régimen tributario de un club organizado como sociedad anónima es mucho más exigente que el de una asociación sin ánimo de

lucro, situación que tiene al menos dos inconvenientes. En primer lugar, con la situación financiera actual de los clubes el impuesto de renta ordinario puede ser una carga tributaria demasiado exigente. En segundo lugar, evidentemente los clubes constituidos como Sociedades Anónimas tienen un régimen tributario claramente desventajoso con relación a aquellos organizados como Corporaciones o Asociaciones sin ánimo de lucro.

Así las cosas, y teniendo en cuenta que un plazo de dos (2) años los clubes deberán hacer el tránsito a sociedades anónimas, la propuesta en este sentido es unificar el régimen tributario de todos los clubes con deportistas profesionales a partir de la vigencia de la ley, en donde transitoriamente, por cinco años, sería el de las Corporaciones o Asociaciones sin ánimo de lucro, siempre y cuando inviertan la totalidad de sus utilidades en el club. Dos razones principalmente justifican esta propuesta.

La primera tiene que ver con la unificación del régimen tributario en la forma más favorable para los clubes. En efecto, no tendría mucho sentido aumentarle los impuestos a unas entidades que están en crisis financiera, en un proyecto de ley que tiene precisamente por uno de sus objetivos salvarlos de tal crisis económica. Y la segunda que, no obstante lo anterior, se considera que con las propuestas del presente proyecto de ley las entidades con deportistas profesionales deberán ser entidades bastante rentables, a las cuales, en el mediano plazo, no tendría porque dárseles un sistema tributario de Corporación o Asociación sin ánimo de lucro.

Por otra parte, con el fin de incentivar la democratización de la propiedad, se plantea también que aquellos clubes que hagan el tránsito hacia Sociedades Anónimas abiertas tengan la posibilidad de que por cinco años más (es decir, diez en total) se les cobije con el régimen tributario de transición.

Finalmente, debe señalarse que con el RTT el fisco nacional no tendría un detrimento en sus recaudos. Más aun, éste se vería beneficiado en el mediano plazo, toda vez que con el RTT, junto a las demás propuestas de este proyecto de ley, los clubes deberán ser entidades rentables que una vez finalice el tiempo del RTT, con lo cual serán sociedades contribuyentes del impuesto de renta ordinario.

2.3.3. Fortalecimiento de la fiscalización societaria y deportiva

Para fortalecer la fiscalización societaria y deportiva, y así aumentar la transparencia de las entidades deportivas, en este proyecto de ley se propone: (1) unificar la fiscalización societaria, (2) dar la posibilidad de vetar a dirigentes sin las calidades necesarias para ser dirigentes deportivos, (3) aumentar la capacidad sancionatoria de Coldeportes y, (5) en virtud del modelo societario propuesto

como obligatorio para los clubes, la consagración de la obligatoriedad de revisor fiscal.

Se considera que antes que ser esto una carga para los clubes, es un beneficio para ellos. De hecho, la dirigencia del Chico FC, único club de la primera división del fútbol constituido como sociedad anónima, considera que una de las ventajas de la forma asociativa escogida por ellos es precisamente tener la fiscalización de la Superintendencia de Sociedades. Más aun, en España se considera que uno de los factores determinantes que para que un Club pueda salir al mercado bursátil es la transparencia en la gestión, lo que indudablemente es más probable si se tiene un órgano estatal que este velando porque ello ocurra.

Unificación de la fiscalización societaria

En la legislación actual la Superintendencia de Sociedades ejerce tres grados de fiscalización societaria: inspección, vigilancia y control. El primero es el grado más leve, razón por la cual, en general, su alcance es meramente informativo sobre las actividades de la sociedad. El segundo, es una atribución de carácter permanente que “consiste esencialmente en la facultad de velar para que las sociedades sometidas a dicho grado de fiscalización se ajusten en su formación y funcionamiento y en el desarrollo de su objeto social a la ley y a sus propios estatutos. A diferencia de la aplicación universal de la Inspección, solamente están sujetas a la Vigilancia aquellas compañías sobre las cuales se configure una causal legal que implique una fiscalización permanente sobre la sociedad”. Y el tercero, el grado del Control, es una atribución excepcional para casos críticos.

El presente proyecto de ley propone como causal legal el que, en materia de fiscalización societaria, todos los clubes con deportistas profesionales de fútbol estén o no constituidos como sociedades anónimas, estarán bajo el grado de vigilancia “permanente” de la Superintendencia de Sociedades. Este es el grado de fiscalización en el que están las empresas más grandes del país, es decir, aquellas que tienen activos o ingresos iguales o superiores a veinte mil salarios mínimos legales mensuales. De esta forma, por una parte, se le quitaría tal competencia de fiscalización a Coldeportes, dejando que una entidad especializada en la vigilancia de asociaciones lleve a cabo tal labor fiscalizadora. Por otra parte, el artículo permite que Coldeportes se concentre en la fiscalización deportiva, con lo que se espera una mayor eficacia en ambos tipos de fiscalización.

Derecho de veto

Otra propuesta para aumentar la efectividad de la fiscalización deportiva y societaria, es darle un tipo de derecho de veto a un comité conformado por el Director de Coldeportes, el Superintendente de Sociedades y el Presidente de la Federación respectiva. El objetivo de esto es imposibilitar el ejercicio de la

dirección deportiva a personas de dudosa reputación, sobre las cuales se puedan tener indicios de que podrían utilizar los clubes para actividades inadecuadas en su labor como directivos deportivos. Esta propuesta se basa en el artículo 326 del Estatuto Financiero, que habla sobre las funciones y facultades de la superintendencia bancaria.

Aumento de la capacidad sancionatoria de Coldeportes

Para fortalecer la fiscalización deportiva se aumenta la capacidad del Director de Coldeportes para imponer multas, pasando de 100 a 200 salarios mínimos legales mensuales. De esta forma, en tal sentido se iguala la facultad de Coldeportes con la de la Superintendencia de Sociedades (Art. 86 Num. 3 Ley 222 de 1995).

Obligatoriedad de revisor fiscal

Todas las sociedades anónimas deben por ley tener un revisor fiscal. Este es un requisito que contribuye al fortalecimiento de la fiscalización de los clubes, teniendo en cuenta que no es exigido a las Corporaciones o Asociaciones sin ánimo de lucro.

2.3.4. Incentivos para el aumento de inversión

Como se ha visto, de una forma u otra, todas las propuestas del RSE están encaminadas a aumentar la confianza de los inversionistas en los clubes. Así, como se dijo, se pretende que con el régimen de conversión dichas entidades deportivas tengan un modelo societario acorde con las enormes sumas de dinero que ellas manejan. El RTT, por su parte, pretende crear unas condiciones tributarias que incentiven la recuperación económica de tales entidades deportivas. Finalmente, la unificación y fortalecimiento de la fiscalización deportiva pretende, desde esta óptica, dos cosas. La primera, brindar la suficiente confianza a los eventuales inversionistas sobre el manejo de sus dineros. La segunda generar las condiciones de confiabilidad necesarias para su incorporación en el mercado público de valores, lo cual, además de ser una excelente forma de acrecentar el valor de sus inversiones, es un primer paso para democratizar la propiedad sin poner en riesgo la rentabilidad de las entidades deportivas.

Como complemento a lo anterior, el presente proyecto tiene dos propuestas. En primer término, se elimina la limitación consagrada en el inciso 3º del artículo 29 de la ley 181 de 1995, la cual no permite a ninguna persona natural o jurídica poseer más del 20% de los títulos de afiliación, acciones o aportes de tales clubes. En realidad, lo excepcional es el límite consagrado en la anterior disposición pues el límite que consagra el Código de Comercio es del 95% de de las acciones.

Podría pensarse que lo anterior es una contradicción frente al objetivo de democratizar la propiedad de los clubes. Sin embargo, lo que aquí se busca, naturalmente, es todo lo contrario, pero no mediante disposiciones ajenas a las realidades del fútbol o que sencillamente no se cumplen, tal como ya se explicó.

El objetivo de la primera iniciativa es permitir el ingreso de grandes capitales a los clubes colombianos, tal como ocurre en el mundo entero. En efecto, “en Alemania los laboratorios Bayer son dueños de dos clubes: el Bayer Leverkusen y el Bayer Uerdingen. En Inglaterra la empresa de computadoras Astrad es dueña del club Tottenham Hotspur, y el grupo Walker lo es del club Blackburn Rover. En Holanda, la empresa de electricidad Phillips es dueña del club PSV de Eindhoven. En Francia, la Peugeot tenía su propio club de fútbol desde la década del veinte, y ahora es dueña del Sochaux. En Italia la empresa que fabrica cubiertas de autos Pirelli es dueña del Inter; la automotriz Fiat lo es de la Juventus; y el grupo petrolero Mantovani dirige la Sampdoria”. La democratización de los clubes que se busca en este proyecto de ley parte de la base de que sean rentables. Si una empresa, cualquiera que esta sea, no es rentable nadie va a comprar acciones en ella. Más aún, ni siquiera podría llegar al mercado público de valores, y por tanto, ser sociedades anónimas abiertas.

En segundo término, se propone derogar el artículo 30 de la misma ley, el cual enlaza el número mínimo de socios o asociados de los clubes con deportistas profesionales a su capital autorizado o el aporte inicial. Como se demostró, los requisitos mínimos de números de socios no han servido al fin de democratizar los clubes con el que se crearon. Por lo tanto, se considera que lo que se propone es mucho más realista en el camino de tener equipos rentables y eventualmente con su propiedad democratizada.

En conclusión, las referidas limitaciones anteriormente se eliminan con el fin de hacer de los clubes unas entidades rentables que permitan segregar la propiedad de la institución, pero manteniendo la limitación de que “ninguna persona natural o jurídica pueda participar en la propiedad de más de un club del mismo deporte, directamente o por interpuesta persona”, lo cual se hace tanto por evitar la excesiva concentración de la propiedad como por razones deportivas.

3. Descripción de los métodos de valoración de un equipo de fútbol

3.1. Concepto de Valor de una empresa

Como paso previo a la valoración de una empresa o, en particular, un club de fútbol, resulta oportuno aclarar el concepto de valor. Una primera acepción de este concepto es el “grado de utilidad o aptitud de las cosas, para satisfacer las necesidades o proporcionar bienestar o deleite”. También se entiende por valor la “equivalencia de una cosa con otra” especialmente hablando en términos monetarios. Finalmente, con un matiz más filosófico, una tercera acepción: “cualidad que poseen algunas realidades, llamadas bienes por lo cual son estimables”¹.

El valor de una empresa, por consiguiente, se podría definir como el grado de utilidad que proporciona su posesión, o mejor, una participación que otorga la condición de socio a sus propietarios.

En ese sentido, Caballer (1998) en su definición de valoración de empresas incluye, como elemento sustancial de la valoración, que ésta se orienta a determinados fines: aquellos que determinan su utilidad. Fernández (1999) señala que la valoración sirve para propósitos muy diversos como: fijar el precio máximo a pagar por el comprador o el mínimo para el vendedor; comparar con el precio de cotización para saber si interesa comprar, vender o mantener; justificar el precio ofrecido a los accionistas en las salidas a bolsa; retribuir a los directivos en función de la creación de valor; identificar las fuentes de creación y destrucción de valor; tomar decisiones de continuar con un negocio, vender, fusionarse o comprar otras empresas; o medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación de valor.

No obstante, a pesar de la subjetividad subyacente en el valor de una empresa, Damodaran (1996), menciona que reconociendo la diversidad en la información necesaria para valorar los diferentes activos o negocios, existe un alto grado de similitud en los principios básicos de valoración de cualquier negocio. Al tiempo que recuerda que los activos financieros se adquieren por los flujos de caja que se esperan obtener por poseerlos. De modo que las percepciones de valor vuelven a la realidad que liga la inversión en una empresa con los flujos de caja que se esperan obtener de ella.

Una vez apuntado el concepto básico de valor de una empresa y la posibilidad de reducir la subjetividad de dicho concepto si lo consideramos como una inversión

¹ Definiciones que figuran en el Diccionario de la Lengua Española RAE. Vigésima Edición.

financiera, ahora cabe adentrarse en los diferentes métodos de valoración de empresas a los que se pueden recurrir.

3.2. Métodos de valoración de empresas en general

Cuando se tiene la tarea de determinar el valor de una empresa, una de las primeras preguntas que se plantean es qué método se empleará. El problema de la valoración no yace en la carencia de modelos, por el contrario existen demasiados. Por este motivo, la elección del modelo adecuado para cada ocasión basándose en las características del activo a valorar se convierte en determinante (Damodaran, 1996). Esta es la razón por la cual, a continuación enumero diversos métodos de valoración existentes. No es una revisión completa, pero sí suficiente, pues a través de los autores señalados, se mencionan casi la totalidad de los métodos más aplicados. Posteriormente, a la luz de lo expuesto, y considerando las peculiaridades de la empresa futbolística, profundizaré en los aspectos más relevantes y los métodos más apropiados.

Como se acaba de mencionar, existen numerosos métodos de valoración de empresas y también cuantiosas clasificaciones realizadas de los mismos. En función de la óptica desde la que se miren, se plantean diferentes aproximaciones a la valoración. Damodaran (1996) plantea que al hablar de valoración de empresas existen tres alternativas: valoración por descuentos de flujos de caja; valoración relativa, en la que destacan múltiplos como el PER, el ratio Precio/Ventas y el ratio Precio/Valor contable; y, finalmente, valoración contingente, desarrollada principalmente a partir de la teoría de opciones. Este autor sólo contempla los métodos de valoración con un carácter financiero de modo que no menciona todos aquellos otros métodos con un soporte principalmente contable.

Caballer (1998) incluye otras perspectivas, no exclusivamente financieras, añade los métodos basados en información contable y tasación: entre los que se encuentran el valor contable, el valor sustancial, el valor patrimonial probabilístico y los métodos de tasación.

Fernández (1999) presenta quizás la más completa y detallada obra sobre valoración de empresas escrita en castellano. En ella hace hincapié en la valoración a través de flujos de caja pero previamente clasifica los métodos de valoración según estén basados en el balance, la cuenta de resultados, el fondo de comercio⁹⁰ o el descuento de flujos de caja.

Recientemente han surgido nuevos métodos de valoración entre los que destaca el EVA (Economic Value Added), propuesto por Stewart (1991) y que ha tenido una amplia difusión pues proporciona una herramienta para la gestión empresarial

orientada a la creación de valor. Por otro lado, el valor actual de los futuros EVA, corresponde, según Young y O'Byrne (2001, 41), con el MVA (Market Value Added), que definen como la diferencia entre el valor total de mercado de la empresa y el capital total invertido (valor contable de las acciones). El Boston Consulting Group (1996) propone el CVA (Cash Value Added) como alternativa al EVA. Fernández (1999) demuestra que el CVA descontado al coste medio ponderado de capital coincide con el EVA descontado al mismo coste en empresas con activos fijos y necesidades operativas de fondos constantes y, ambos coinciden, a su vez, con el MVA.

Más en una línea de medida de creación de valor, HOLT Value Associates, una consultora de Chicago, desarrolló, por su parte, el CFROI (Cash for Return on Investment) que, según Boston Consulting Group (1996), recoge la rentabilidad interna de una inversión sin considerar la inflación. Por su parte, el TSR (Total Shareholder Return), representa la rentabilidad del accionista, derivada de los dividendos y pagos que recibe más el incremento de valor de las acciones.

Copelan et al. (2000) matizan que dentro de la estructura de medidas de valor que citan en su trabajo, sólo el descuento de flujos de caja y las opciones reales son verdaderas herramientas para estimar el valor intrínseco de la empresa, por este motivo nos centraremos fundamentalmente en ese método.

3.2.1. El descuento de flujos de caja

El método de valoración por Descuento de Flujos de Caja presenta diversas variantes. En función de los Flujos empleados, habrá que utilizar la tasa de descuento apropiada. Éste será, por tanto, el primer paso a considerar. Así, si se pretende obtener el valor total de la empresa, se deben usar los Flujos de Caja Libre (FCF) y la tasa de descuento será el Costo Medio Ponderado de Capital (CMPC). En caso de utilizar el Flujo de Caja para los Accionistas (FCacc), se obtendrá el valor de los recursos propios si se descuenta al coste específico de estos (K_e). Para hallar el valor total de la empresa habría que añadir el valor actual de la deuda. Finalmente, si se emplea el Flujo de Caja para los Capitales (CCF) la tasa de descuento apropiada es el Costo Medio Ponderado de Capital Antes de Impuestos.

Para la estimación del valor de los clubes de fútbol, se trabaja con Flujos de Caja Libre. Para el análisis de las relaciones de éstos con los resultados deportivos, se calcula a partir del desarrollo de Fernández (1999) donde indica que se pueden obtener a partir del Beneficio Neto mediante las siguientes operaciones:

Beneficio Neto

(+) Amortización

(-) Aumento de NOF (Activo Circulante Neto)

(-) Aumento de gastos amortizables

(-) Inversiones en activo fijo

(+) Valor contable de los activos retirados o vendidos

(+) Intereses (1-t)

(=) FCF (Flujo de Caja Libre)

El método del Beneficio Neto no es ningún problema pues puede ser identificado más fácilmente en los estados financieros de todos los clubes.

En cuanto a la amortización, las inversiones en activo fijo y el valor contable de los activos retirados o vendidos se hace un análisis detallado del inmovilizado y sus variaciones. Las principales partidas a tener en cuenta son, dentro del inmovilizado inmaterial, los derechos de adquisición de jugadores y los derechos sobre estadios. Surge aquí una importante problemática de carácter contable pues no se contempla el registro del valor de los jugadores de la cantera al no pagarse derechos de traspaso por los mismos. Debido al nivel de agregación de la información contable, se tratarán de forma conjunta las inversiones en activo fijo con el valor de los activos retirados o vendidos y, además, teniendo en cuenta los importes netos. De esta manera, se toma la inversión neta en Inmovilizado como diferencia del Inmovilizado Neto del ejercicio t menos el del ejercicio $t-1$.

Los derechos de adquisición de jugadores inciden año tras año en los flujos de caja de cualquier club. Todas las temporadas se producen numerosas altas y bajas de jugadores en los equipos. Por este motivo, la fluctuación en el inmovilizado inmaterial puede llegar a ser considerable. A esto hay que añadirle que su amortización es acelerada al realizarse en el período del contrato con el jugador. Sin embargo, para clubes con una estrategia empresarial definida, es de esperar que incluso esta política sea más o menos estable a lo largo del tiempo.

Si la política de fichajes de un club evita las fluctuaciones se podría emplear para la valoración de los clubes un modelo de perpetuidades, bien considerando flujos constantes o bien con una tasa de crecimiento. En el primer caso, el modelo parte de la premisa de que los flujos generados por la empresa son perpetuos y constantes, es decir, sin crecimiento. De manera que la amortización contable sea semejante a la inversión, que simplemente sería de reposición. Cabría la posibilidad de aplicar el modelo de crecimiento constante si se entiende que los flujos generados por la empresa crecen a una tasa constante anual positiva y de forma indefinida (Fernández, 1999; pags 337-338).

Cualquiera de estos dos modelos simplifica notablemente el proceso de valoración pues el valor de la empresa vendría expresado, respectivamente, por:

$$(1) VE = FCF / CMPC$$

y

$$(2) VE = FCF_1 / (CMPC - g)$$

Donde g es la tasa de crecimiento constate.

Menos incidencia tendrán los derechos sobre estadios e instalaciones. Estos derechos sólo aparecerán en los clubes que no sean propietarios de los estadios. El efecto es menor en los flujos de caja, puesto que su amortización se realizará en un periodo más largo dependiendo de la concesión. En el caso de que el club sea propietario del estadio, el peso de esta partida simplemente se trasladará al inmovilizado material. Los clubes de Primera división y la mayoría de los de Segunda gozan de instalaciones deportivas y estadios adaptados a las exigencias de la LNFP y, en la mayoría de los casos, también a las de la UEFA. En este sentido, no será muy relevante el volumen de inversiones a realizar, si bien, caben mejoras y adaptaciones, especialmente en los clubes más poderosos y en los recién ascendidos a la categoría profesional.

El resto de la inversión de la empresa vendría representada en el Activo Circulante Neto que coincide con las NOF. Estas hacen referencia a la inversión de la empresa derivada de su operativa. Se pueden calcular sumando los Recursos Negociados a Corto Plazo al Fondo de Maniobra. Sin embargo, como numerosos clubes no desagregan suficientemente la cifra de acreedores a corto plazo, es más operativo trabajar con la variación en el Capital Circulante según hace Damodaran (1996) que calcula el Flujo de Caja para la Empresa -así lo denomina pero es equivalente al FCF- según la siguiente expresión:

$$(3) FCF = BAII^* (1-t) + \text{Amortización} - \text{Inversión en Activo Fijo} - \text{Cambio en el Capital Circulante.}$$

Así la expresión para el cálculo del Flujo de Caja Libre que empleamos en este trabajo, para los equipos españoles, es:

$$(4) FCF = BN + \text{Amortización} - \text{Inversión Neta en Activo Fijo} - \text{Aumento de gastos amortizables} - \text{Variación del Capital}$$

Circulante + Gastos Financieros $(1-t)$.

Los Flujos de Caja de los equipos españoles así calculados, únicamente serán utilizados con el objeto de proceder al análisis financiero de los clubes y como referencia sobre los Flujos de Caja esperados. Se entiende que un club de fútbol gestionado con criterios financieros, procurará una cierta estabilidad en los flujos

de caja generados, mediante un equilibrio entre las inversiones en jugadores y estadios, sus amortizaciones y la financiación de dichas inversiones.

3.3. Valoración de un club de fútbol

Cualquier activo, financiero o real, tiene valor. La clave para invertir con éxito y gestionar la inversión descansa, no sólo en saber cuál es el valor, sino también en conocer cuales son las fuentes de ese valor (Damodaran, 1996). Por este motivo, en buena parte de este trabajo, nos vamos a centrar en descubrir aquellos factores relevantes para la creación del valor de un equipo de fútbol. Analizaremos sus interrelaciones y buscaremos determinar su influencia en el valor de un club. Como todo proceso de búsqueda de valor, al final, obtendremos, más que un simple precio, una herramienta para la gestión de los clubes si se pretenden conducir hacia la creación de valor para el accionista en la línea de lo propuesto por (Copelan et al. 2000).

Tras la enumeración de los distintos métodos que se emplean para la valoración de empresas, se exponen en este apartado algunos de los métodos o aproximaciones valorativas que se utilizan en relación con los clubes de fútbol.

Es conveniente señalar que no abundan los trabajos teóricos que aborden la valoración de los clubes de fútbol en su globalidad. Sin embargo, se han producido acercamientos a la valoración de sus principales activos, como por ejemplo las marcas y los jugadores. Por otro lado, los analistas financieros se han visto obligados a elaborar informes de valoración de clubes de fútbol que cotizan en Bolsa, específicamente en los momentos previos a la oferta pública de suscripción de acciones. Además, aunque no se corresponde exactamente con la figura y características del fútbol, también resulta de interés conocer como se realiza la valoración de las franquicias deportivas en Estados Unidos.

En relación a este tema expondré las consideraciones más comunes sobre la valoración de franquicias deportivas. Posteriormente se abordará la metodología empleada para la valoración de marcas y jugadores de fútbol. A continuación, expondremos los aspectos más destacados de la valoración global de las SAD y clubes de fútbol. Para ello se mostrará la aplicación del modelo de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) a la valoración de clubes de fútbol españoles. Se concluye el apartado con la exposición de la práctica seguida por los analistas financieros que han valorado los clubes cotizados en Bolsa.

3.4. Valoración de franquicias deportivas

Para comenzar este apartado, me parece importante buscar la referencia de la valoración de los equipos profesionales en Estados Unidos puesto que, aunque la concepción del modelo de deporte es muy diferente, el enfoque empresarial que va adquiriendo el fútbol profesional en Colombia necesita, por lo menos, contemplar la experiencia de la gestión de las entidades deportivas profesionales norteamericanas.

A la hora de realizar la valoración de una franquicia deportiva en nuestro caso de un club de fútbol, Kane (2000) afirma que refiriéndose, en concreto, a las relaciones de jugadores y propietarios, el analista financiero debería investigar y comprender, entre otras cosas: la contribución que cada jugador hace al equipo, los términos y condiciones de los contratos de los jugadores, su categoría en función de su rendimiento en el terreno de juego, etc. Con esto pone de manifiesto la necesidad de conocer las particularidades del negocio para determinar adecuadamente los flujos de caja.

Conviene resaltar que la valoración de una franquicia deportiva para nuestro caso, un equipo de fútbol profesional requiere una valoración especializada como consecuencia de los siguientes factores (Damodaran, 1996) en primer lugar, tienden a ser más valiosas que otras franquicias de otro tipo de negocio, en especial los equipos más prestigiosos; en segundo término, el éxito no se mide exclusivamente en términos económicos sino en términos de victorias y derrotas; y, finalmente, las fuertes conexiones locales y las intensas emociones que evocan en sus aficionados las convierten en algo muy diferente a un negocio ordinario.

El método de valoración basado en los activos de la sociedad sobre datos de los estados financieros no tiene mucha relevancia porque el valor de este tipo de empresas se deriva principalmente de numerosos activos intangibles trabajando juntos en la empresa. Por ese motivo, los métodos más adecuados para la valoración de este tipo de negocios son los de renta, principalmente el Descuento de Flujos de Caja y los de mercado, que toman como referencia empresas cotizadas o transacciones de empresas (Kane, 2000; Pags. 384-386).

A la vista de lo expuesto y siguiendo las orientaciones de Damodaran (1996; Pags. 488-489) sobre la valoración de franquicias deportivas, el método más apropiado para la valoración de un club de fútbol será el descuento de flujos de caja. Para esto habrá que estimar los flujos de caja y la tasa de descuento adecuada. Dado que la naturaleza de los flujos de caja en este tipo de negocios tiene numerosas características exclusivas, este trabajo se va a centrar precisamente en la identificación de aquellos factores que determinan los flujos de caja. Para su estimación, Damodaran sugiere la consideración de, entre otros, los siguientes

factores: la propiedad de los estadios y los acuerdos sobre los mismos; el tamaño del mercado local; el éxito o fracaso del equipo; y, el costo ligado a los jugadores.

3.5. Valoración de aspectos parciales de los clubes de fútbol

3.5.1. Valoración de la marca de un club de fútbol

Fernández (2002) pone de manifiesto que existe un notable incremento en el interés por la valoración de marcas, abordado tanto desde la perspectiva de la investigación como de la consultoría. Recoge, a modo de ejemplo, la estimación del valor de marca de diversos equipos europeos. Enumera diversos métodos de valoración de marcas en general, pero a efectos de este trabajo, es más oportuno centrarnos en los estudios específicos sobre marcas de clubes de fútbol.

Dos trabajos ilustran un poco acerca de este tema. En el primero, Guijarro et al. (2000), partiendo de la hipótesis de beneficio nulo, plantean su modelo de valoración de la marca de un club de fútbol. Como se puede observar, el método seguido es el Descuento de Flujos de Caja. Las líneas de trabajo para la valoración se plasman en la determinación de los elementos esenciales de este tipo de valoración: el flujo de caja, la tasa de descuento y el horizonte temporal.

Aplican el principal esfuerzo a la determinación de los flujos de caja generados por la marca. Para obtenerlos, buscan un posicionamiento de marcas. Optan por jerarquizar las marcas pues entienden que las mejor posicionadas serán las que tendrán un valor superior. Descartan el número de socios y el de asistentes por partido como criterios de ordenación. Eligen como criterio de clasificación el presupuesto del club cuando militó en Segunda División B. La elección de este criterio hace poco operativo el modelo. De hecho, en un anexo a su trabajo, plantean una alternativa de posicionamiento para los clubes que no han participado en esa categoría.

Por su parte, (Blasco et al.) (2002), avanzan y mejoran el modelo. Realizan el posicionamiento de la marca considerando: la tradición del equipo, el número de habitantes de su población, el número de socios y el número de temporadas en Primera División en los últimos años. Obtienen los flujos de caja a partir de la proporción de ingresos relacionados con la marca respecto al total y del presupuesto medio de los clubes similares.

Una vez conocido el valor de la marca, se puede plantear el cálculo del valor total del club. Sin embargo, aparecen diversos problemas. En primer lugar, habría que preguntarse ¿qué proporción del valor del club corresponde a la marca? Si se

supiera o se pudiera determinar con exactitud, se obtendría de forma sencilla el valor del club. Pero esta proporción varía notablemente de unas empresas a otras. Según la lista de las 100 marcas más valiosas del mundo elaborada por Interbrand, el porcentaje del valor de la marca respecto a la capitalización bursátil de la empresa propietaria en julio de 2001 fluctúa mucho. Por ejemplo, el 93% de la capitalización de Xerox corresponde al valor de su marca. Menos llamativos, aunque también muy elevados, son los casos de: Kodak (82%), Polo Ralph Lauren (76%), Ford y Nike (66%) o Coca-Cola (61%). Pero al mismo tiempo, otras marcas representan muy escaso valor respecto a la capitalización de la empresa. Es el caso de Mobil y Shell (1%), o Siemens, BP, AOL y Time (2%).

En segundo lugar, es de destacar que queda un largo camino hasta la definición exacta del concepto de marca y la determinación de su valor. Así, al no haberse fijado de forma unívoca el concepto de marca, aparece una de sus principales limitaciones: ¿qué flujos de caja son atribuibles a la marca y cuáles no? (Fernández, 2002).

En el caso de que estas dificultades fueran solventadas, o se entendiera que no son relevantes, la valoración del equipo de fútbol se obtendría como la suma del valor de las actividades ordinarias más el valor de la marca. Sin embargo, no parece operativa la separación de los flujos por las numerosas intrincaciones entre las actividades que desarrolla un equipo de fútbol y el valor de su marca. Por este motivo, en este trabajo se buscará la estimación de los flujos de caja globales de un equipo de fútbol.

3.5.2. Valoración de jugadores

También hay estudios que abordan la valoración de otro elemento esencial para un club de fútbol como son los recursos humanos, en concreto, los jugadores. El trabajo de Jimeno de la Maza y Redondo (2002) se orienta en esta línea. Si bien tiene una perspectiva eminentemente contable, plantea algunas cuestiones interesantes. Exponen que la valoración de los deportistas profesionales se puede realizar básicamente a coste histórico, a coste de reposición o descontando los beneficios futuros que puedan reportar. Sin embargo, no especifican qué modelo determina el valor de reposición o el de descuento.

Los jugadores procedentes de la cantera requieren un tratamiento especial pues en ningún caso deben aparecer reflejados en el activo de la sociedad. Sin embargo, es indudable que son un activo relevante para cualquier club de fútbol y se pueden convertir en una considerable fuente de ingresos. En este sentido, Guzmán et al. (2002) hacen referencia a los jugadores de la cantera pero desde una perspectiva contable haciéndose eco de lo enunciado por Morrow (1999; Pags

124-125) sobre el inadecuado registro contable de los jugadores. A partir de ahí, exponen la necesidad de que aparezcan en el balance de los clubes de fútbol aunque reconocen la dificultad para tener una valoración objetiva y fiable.

Dobson y Gerrard (1997) y Dobson et al. (2000) desarrollan un modelo para valorar las variaciones en los importes pagados por los derechos de traspaso tanto en el fútbol profesional inglés como en el amateur. El modelo emplea tres factores para el fútbol profesional: características del jugador, del club vendedor y del comprador; añadiendo los efectos temporales en el caso de las categoría de fútbol no profesional. El nivel de explicación del modelo es del 80% y del 60% respectivamente.

A pesar de que ninguno de los estudios mencionados ofrecen un modelo de valoración de los jugadores, si muestran la importancia de evaluar a los jugadores y lo que se paga por sus derechos de traspaso.

Por otro lado, se pone de manifiesto que, a consecuencia de la normativa contable, en la mayoría de los clubes se crea una diferencia entre el valor contable y el que tendrían en el mercado por no valorarse los jugadores en función del rendimiento económico que se obtiene a través de ellos. Esto da pie a modelos de análisis como el que se expondrá a continuación.

3.6. Valoración global de los clubes de fútbol

En el presente apartado se van a mostrar modelos de valoración que pretenden obtener el valor total de la S.A.D. o del club de fútbol. En primer lugar se expone y analiza el modelo de valoración de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) aplicado por Guzmán et al. (2002) a la valoración de clubes de fútbol en España. A continuación se comentan los métodos de valoración que, desde un punto de vista eminentemente práctico, aplican los analistas financieros.

3.6.1. El modelo EBO empleado por Guzmán et al.

Al hablar de la valoración de los jugadores de fútbol se ha mencionado la diferencia de valor que aparece como consecuencia de no reflejar contablemente el valor de los activos intangibles de la empresa. No es un problema exclusivo del fútbol. Ya Lev (1996) en un trabajo que ha sido punto de referencia para los posteriores analizó la variación del ratio market-to-book durante un periodo de veinte años (1973-1992) en una muestra de 300 empresas. A raíz de su trabajo se

puso de manifiesto que hay un desfase creciente entre los valores de la empresa según balance (valor contable) y el que le atribuyen los inversores (valor de mercado). Rojo et al. (1994) siguen esa línea de investigación. En su trabajo, corroboran que el valor de mercado de las empresas de la U.E. es superior al contable y que esa diferencia es cada vez más significativa. Cañibano et al. (2000; Pags 22-23) llegan a una conclusión similar y afirman que “existe evidencia empírica suficiente en el contexto internacional que pone de manifiesto el desfase entre los valores de mercado y los valores contables de la empresa” y que sus resultados “indican que las inversiones en intangibles son relevantes para los inversores, ya que el ratio M/B es más grande cuanto mayor es el nivel tecnológico”.

Aunque el fútbol no se puede calificar como actividad “tecnológica”, sin embargo está plenamente inmersa en la generación de valor a través de sus intangibles. Sin embargo, la capitalización bursátil de los equipos ingleses cotizados es de media algo superior a la mitad de su valor contable. Sólo cuatro equipos presentan un valor de mercado superior al de libros. El Manchester United casi duplica el valor contable de sus recursos propios. En su caso, esta diferencia se puede atribuir a la capacidad de generar rendimientos en el futuro.

Los casos del Leicester City y Birmingham, también con ratios elevados, son muy diferentes al del Manchester Utd., puesto que se trata de títulos muy poco líquidos, con un considerable porcentaje de días sin contratación y que acumularon pérdidas en ese periodo. De manera que son clubes con recursos propios reducidos y con un mercado tan estrecho que, la formación de los precios, no es eficiente.

No obstante, la diferencia existente entre valor de mercado y valor contable, en general, ha incentivado la investigación desde el punto de vista contable con el objeto de obtener el valor de la empresa a partir de los estados financieros. En esta línea está el modelo de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) que Guzmán et al. (2002) han empleado para valorar clubes de fútbol españoles.

Los aspectos fundamentales de este método de valoración se resumen a continuación. El valor de los recursos propios de la empresa es función de dos variables: una stock el valor contable y otra flujo los resultados anormales. Los resultados anormales son aquellos que superan el rendimiento de los recursos propios si estuvieran invertidos a una tasa de retorno que satisficiera a los accionistas.

Los resultados anormales se expresan formalmente:

$$(5) RA_t = BN_t - RRPP_{t-1} * r$$

Donde:

RA_t : Resultados anormales del ejercicio t.

BN_t : Beneficio neto del ejercicio t

$RRPP_{t-1}$: Valor contable de los recursos propios en t-1

r : Tasa de retorno del mercado.

El valor de los recursos propios sería la suma del valor contable más la actualización de los resultados anormales esperados.

$$(6) P_t = RRPP_t + \sum_{k=1}^{\infty} (1+r)^{-k} E(RA_{t+k})$$

Los resultados anormales se calculan de acuerdo con el planteamiento inicial de Ohlson (1995) y las precisiones de McCrae y Nilsson (2001) por medio de un modelo autorregresivo simple que econométricamente se expresa:

$$(7) RA_t = \alpha_0 + \alpha_1 RA_{t-1} + \xi_t$$

Si se asume que el coeficiente α toma valores entre 0 y 1, cuando la serie de resultados anormales tiende a ∞ el valor de los resultados anormales se determinaría como:

$$(8) E[RA_t] = \alpha_0 / (1-\alpha_1)$$

Siendo la expresión del modelo, asumiendo la convergencia de la serie de resultados anormales:

$$(9) P_t = RRPP_t + \alpha_0 / (1-\alpha_1) \sum_{k=1}^{\infty} (1+r)^{-k}$$

Una vez definido el modelo, estiman los resultados anormales para diversas tasas de retorno. Hacen la regresión para cada tasa y eligen los coeficientes, valores del α_0 y α_1 , de la tasa que tenga un mejor ajuste (mayor R_2 corregido). Por último, desdoblan el modelo en dos. En el modelo A, parten del valor contable de los fondos propios del ejercicio que valoran y le añaden los resultados anormales inferidos para los dos ejercicios siguientes sin aplicar valor residual. En el modelo B, a los fondos propios le suman el importe de los resultados anormales considerando una vida ilimitada.

No encuentran grandes diferencia de valor entre sus dos modelos para la mayoría de los clubes pero reconocen que las “valoraciones obtenidas adolecen de un alto grado de provisionalidad” (Guzmán et al. 2002)².

3.6.2. Modelos de valoración aplicados por los analistas financieros

Desde el punto de vista práctico, existen análisis encaminados a ofrecer una valoración de los títulos de clubes de fútbol. Se recogen los métodos empleados por diversos analistas para valorar los clubes de fútbol italianos que cotizan en Bolsa. Varios de ellos están ligados a la Oferta Pública de Acciones como consecuencia del comienzo de su cotización. Destaca el empleo de múltiplos para la valoración y sólo en el último informe consecuencia de la diferencia en la cotización de la Juventus frente al Manchester Utd se emplea un método diferente: la valoración por separado de las diferentes vías de negocio de la sociedad para sumarlas después.

A la hora de la valoración por medio de múltiplos, la escasez de equipos cotizados provoca un problema cuando se buscan las empresas de referencia. Así la valoración de la SS. Lazio se hace a partir de la AS Roma y viceversa. O se compara con un equipo de unas características financieras muy diferentes como es el Manchester Utd. Sin embargo, los analistas italianos manifiestan su preferencia por la valoración mediante múltiplos a la valoración mediante el descuento de flujos de caja amparándose en que los resultados financieros de los equipos de fútbol suponen un alto grado de incertidumbre relacionada con los ingresos de traspasos de jugadores y su rendimiento en los terrenos de juego.

Por su parte, Burnett y Renardson (2002), de Merrill Lynch, elaboran un informe de valoración sobre el Manchester Utd. Estiman el valor actual de las diferentes corrientes de ingresos y costes obteniendo así el valor actual de los fondos propios. Capitalizan uno o más años del flujo de caja normalizado ligado a los ingresos y a los gastos. Una vez actualizados detraen el valor actual de los costes al de los ingresos obteniendo el valor de los recursos propios de la empresa.

Realizan la estimación de los derechos de televisión (se incluyen los de Internet, radio, etc.) basándose en tres hipótesis: una reducción del 15% en el tamaño total

² Guzmán et al.(2002) se basan en los trabajos de Ohlson (1995), “Earnings, book values, and dividends in security valuation”, y de McCrae y Nilsson (2001), “The explanatory and predictive power of different specifications of the Ohlson (1995) valuation models”. Ohlson (2000) avanza en su modelo y, según Hand (2001), la implicación directa de la idea de Ohlson es que los estudios empíricos deberían incluir las predicciones de los analistas sobre los beneficios futuros como variables independientes si el precio es la variable dependiente.

de conjunto de ventas de televisión de pago y PPV en su mercado doméstico; mantenimiento del conjunto de derechos vendidos al extranjero; y un cambio favorable a los clubes más grandes en la forma de pago por las veces que los partidos del club son retransmitidos.

Estiman los ingresos de la Liga de Campeones a través de un modelo binomial probabilístico aplicando porcentajes de probabilidad de victoria en cada una de las fases de la competición. Parten de que son ingresos volátiles de un año a otro y por eso lo consideran como una "opción".

Los ingresos procedentes de ventas de entradas, abonos, conferencias y catering, etc. son estimados en función del crecimiento que han experimentado en los años precedentes y de la elasticidad a los incrementos de los precios de las entradas. Consideran que su comportamiento es similar a un bono por lo que se pueden entender que la corriente de tesorería generada se puede valorar como una perpetuidad.

Aplican un tratamiento similar a los ingresos procedentes de patrocinadores. La diferencia es que en este caso los contratos son de larga duración y el periodo estimado es más largo.

Los flujos de tesorería negativos se deben a: sueldos de jugadores, otros costes salariales, importes netos de traspasos de jugadores (ventas menos adquisiciones), otros gastos operativos e inversiones para mantener la capacidad productiva.

Utilizan una tasa de descuento del 8,5% y en la mayoría de los casos una tasa de crecimiento para el flujo normativo del 0%.

En definitiva, el método de valoración empleado por Merrill Lynch es el de descuento de flujos de caja. En función de las diferentes partes del negocio, estiman la parte correspondiente de los flujos con unos u otros métodos. Resulta claro que uno de los aspectos claves de la valoración es la determinación de los flujos de caja del club de fútbol. También llama la atención que no justifica la tasa de descuento que aplican para la valoración.

Todos estos aspectos nos han llevado a optar por un método de valoración basado en los flujos de caja. No obstante, previo a la elaboración de la aplicación concreta de ese método vamos a dedicar unos capítulos a analizar los factores que afectan al negocio del fútbol.

4. Análisis de las fuentes de ingresos de un equipo de fútbol

Para el estudio de la actividad deportiva de tipo empresarial de los clubes de fútbol, inicio en primer lugar estudiando los ingresos que generan. Para ello, se observan las distintas partidas de ingresos que aparecen en las cuentas de pérdidas y ganancias de los clubes españoles como base de explicación, dada la compleja labor que supone el conseguir y armar la información pertinente de los clubes de Colombia.

Los ingresos ligados a las competiciones y la asistencia a los estadios, les siguen en importancia. Dentro de estas últimas partidas que analizare en primer lugar, por su estrecho vínculo a la función de producción del fútbol, se incluyen conceptos como los ingresos por venta de entradas, participación en competiciones, quinielas muy pocos clubes desglosan este concepto y cantidades percibidas de abonados y socios.

“Otros ingresos de explotación” comprende ingresos procedentes de arrendamientos, cesión de derechos, merchandising, cesión de jugadores y otros ingresos.

La publicidad representa un 10% del total de los ingresos. Los ingresos extraordinarios tienen excesivo protagonismo en las cuentas de pérdidas y ganancias de los clubes de fútbol y por eso requieren una breve explicación.

Posteriormente, habrá que hacer mención a las subvenciones, tanto a la explotación como de capital que reciben los clubes.

Por otra parte, resulta ilustrativo, observar el peso que, dentro de los ingresos deportivos, tienen las distintas partidas que lo componen, tanto para Primera División como para Segunda.

Por otro lado, cabe señalar, que según Deloitte & Touche (2000) el porcentaje de ingresos de televisión respecto al total de explotación era, para el caso de España en la temporada 98/99, del 51'3%. Esta cifra es algo superior a la obtenida con los datos manejados en este estudio (45'6% para esa temporada). No obstante, sabiendo que las fuentes son diferentes, se puede afirmar que el peso de los ingresos de televisión se ha ido reduciendo paulatinamente en los últimos ejercicios hasta ser del 41'7% en la temporada 00/01. En Segunda División también se aprecia una caída similar. Antes de finalizar esta introducción es preciso destacar que, aunque no figure en ninguno de las citadas ilustraciones, el patrocinio es una fuente considerable de ingresos, sin embargo, se engloba dentro de otros conceptos.

Sirva como ejemplo la información facilitada por el Real Madrid: En esta distribución no se incluyen los ingresos de Deportivo de La Coruña puesto que sólo desagrega los ingresos de explotación entre “Ingresos deportivos” e “Ingresos de abonados y socios”. En Primera División no se incluye el Deportivo de La Coruña y la distribución de Segunda División se hace a partir de una muestra de 13 equipos. En la nota de ingresos y gastos de la Memoria del ejercicio anual terminado el 30 de junio de 2002135, al desglosar el importe de la cifra neta de negocios, especifica que los ingresos de publicidad son de 22'5 millones de euros y remite a la nota 18 donde se indica que, de ellos, más de 15 millones corresponden a patrocinio de ropa deportiva.

4.1. Ingresos por asistencias a los estadios

Aunque en la actualidad, los ingresos derivados de la asistencia a los estadios, tanto los de competiciones como los de abonados y socios, han perdido importancia relativa frente a otras fuentes de ingresos, no dejan de ser, al menos conceptualmente, una parte fundamental de estos. Directa o indirectamente, el aficionado es la puerta de entrada de casi todas las corrientes de ingresos (Deloitte & Touche, 2000). En este sentido resulta gráfica la expresión empleada por Szymanski y Kuypers (1999) al referirse a la venta de entradas como “el pan y la mantequilla del fútbol”. Por su parte, Morrow (1999) recuerda como fueron la primera fuente de ingresos del fútbol, al tiempo que el pago por asistir a los partidos continúa siendo significativo aunque ahora un alto porcentaje se perciba por medio de abonos. Cada vez más, los clubes buscan incrementar el porcentaje de los abonos respecto a la capacidad de los estadios. La venta de abonos supone ingresos por adelantado reduciendo la inseguridad respecto a los ingresos en esa temporada. Sin embargo, la incertidumbre persiste año tras año. No obstante, los clubes no ignoran la necesidad de dejar localidades sin cubrir con abonados en aras a que se produzca una rotación en los asistentes a los partidos de fútbol que permita aumentar la base de aficionados.

Más complejo es lo sucedido con lo recogido, en este trabajo, como ingresos de taquilla, ya que no todos los clubes emplean la misma terminología. Básicamente, se entiende por ingresos de taquilla los obtenidos en las distintas competiciones donde participa cada club. El Barcelona deja claro que el epígrafe de las competiciones internacionales comprende los ingresos contemplados en el art. 24, apartados 02 y 04 de las Regulations of UEFA Champions League 2002/2003, es decir, a los ingresos de taquilla, que pertenecen al club. No cabe confusión puesto que en la página 154 de la Memoria correspondiente a la temporada 01/02 especifica que “las retransmisiones y los derechos televisivos incluyen los ingresos derivados de la participación en la Liga de Campeones”. Así, los ingresos de la Liga de Campeones consecuencia de los encuentros disputados (con la prima

correspondiente en caso de empate o victoria), al originarse en la negociación colectiva de los derechos de televisión, se aplican a una partida más acorde con su origen.

De cualquier manera, es claro que el aficionado es quien genera directamente los ingresos derivados de las entradas (Deloitte & Touche, 2000) que son, a su vez, una combinación de los niveles de asistencia y el precio de las entradas. Queda así planteado el modelo genérico de ingresos de taquilla:

(10) $TAQ = f(\text{asistencia, precio})$

Por lo tanto, los aumentos en los ingresos de taquilla de un club serán consecuencia de un aumento en la asistencia y/o del precio de las entradas.

En esta línea, el crecimiento continuado en los ingresos de taquilla de los clubes de fútbol ingleses, en la década de los noventa, es consecuencia del aumento en la asistencia a los estadios, y en los precios de las entradas (por encima de la tasa de inflación). A su vez, este doble fenómeno, producido simultáneamente, se justifica en el incremento de la demanda por asistir a los partidos en directo y la limitación de la capacidad de los estadios, mientras que el crecimiento de los sueldos de los jugadores no parece ser la causa del aumento de los precios (Deloitte & Touche, 2000).

Hasta aquí, se han enumerado los factores que condicionan los ingresos de taquillas de forma directa: asistencia y precios. La actuación que los directivos de un equipo de fútbol tienen sobre la afición es indirecta y, como se verá más adelante, son más bien factores exógenos los que le condicionan. Sin embargo, la política de precios de las entradas la suelen establecer los directivos.

4.2. Políticas de precios

Existen dos informes, elaborados por el Grupo de Trabajo sobre el Fútbol y remitidos al Ministerio de Deportes británico, que aportan una serie de consideraciones importantes sobre la concepción de la política de precios de los clubes de fútbol. Ambos informes difieren en el tratamiento, ya que el denominado "Informe Dos" es emitido por The Football Association, The FA Premier League y The Football League, a la vista del borrador del "Informe Uno" y tiene una perspectiva más de gestión económica.

Algunos de los aspectos destacados por FTF (1999) respecto a la política de precios, enunciados como recomendaciones a los clubes, son los siguientes:

- Ampliar la gama de precios, de modo que los más caros sirvan para financiar las entradas más baratas.
- No subir los precios de las localidades más baratas por encima de la inflación anual.
- Reducir los precios de las entradas a zonas con menor visibilidad.
- Ofrecer mejores formas de pago a los aficionados que puedan tener más dificultades económicas siendo más flexibles e imaginativos en la promoción de los partidos menos populares.
- Ofrecer entradas a mitad de precio a los menores de 16 años, totalmente escolarizados hasta cubrir el 10% de la capacidad del estadio.
- Ofrecer formas de pago aplazado para los abonos.
- Limitar el número de abonos para facilitar que puedan asistir aficionados sin capacidad económica para adquirirlos.
- Aumentar el número de entradas disponibles para los aficionados del equipo visitante, siempre que sea posible.

Como es lógico, estas medidas de política de precios están encaminadas a favorecer que los aficionados puedan seguir asistiendo a los partidos, sin perjuicio de que los clubes continúen obteniendo los ingresos necesarios para su actividad. Sin embargo, las instituciones más ligadas al negocio del fútbol matizan que cada club es un negocio individual y debe poder tomar las decisiones que considere oportunas en política de precios teniendo en cuenta factores como el nivel de interés, los costes operativos del club, la visibilidad de los aficionados y la calidad del espectáculo ofrecido (FTF 1999). Por otro lado, también resaltan que muchos clubes profesionales ofrecen descuentos a familias, menores, escuelas locales y grupos de la comunidad. Por este motivo, se muestran remisos a aceptar la imposición de las medidas antes enumeradas y abogan por una razonable implantación en función de las características peculiares de cada club. No obstante, resulta de interés que algunas de esas características queden reflejadas en este estudio, pues los clubes españoles las pueden implantar en su modo de gestión o, incluso, algunas ya se vienen realizando.

4.3. Ingresos de abonados y socios

Se ha visto la importancia que tienen los espectadores para el negocio del fútbol. Dentro de los asistentes a un partido de fútbol, podemos distinguir dos categorías principalmente: aquellos que pagan la entrada por asistir a ese encuentro en particular y quienes, a comienzo de temporada, reservan una plaza para todos los partidos que el club disputará en su estadio, estos últimos llamados abonados.

La posibilidad de disponer de unos ingresos a comienzo de temporada, garantiza una estabilidad mínima de cara a afrontar la planificación financiera del ejercicio económico. Por este motivo, los clubes buscan atraer a un elevado número de aficionados que paguen por el abono de la temporada. Sin embargo, hay que considerar que los clubes desean ampliar la base de aficionados, en consecuencia, necesitan que existan algunas localidades disponibles para estos espectadores. Esta es la razón para que no ofrezcan como localidades de abono la totalidad de la capacidad del estadio.

En Inglaterra, existe cierta preocupación por los efectos de la venta de los abonos de temporada, a precios fuera del alcance de los aficionados con rentas más bajas. Por eso, el Grupo de Trabajo sobre el Fútbol recomienda, como se expuso previamente, que los abonos se puedan pagar en varios plazos, sin conste adicional, y que se limite el número de abonos a la venta (FTF, 1999).

El equilibrio entre el número de abonos puestos a la venta y las localidades que se dejan disponibles resulta difícil. Algunos dirigentes de clubes han justificado los elevados precios de las entradas fijados para determinados partidos como un premio a aquellos aficionados que pagaron el abono de temporada.

Algunos clubes están intentando implantar el alquiler de las localidades de aquellos abonados que no van a asistir a algún encuentro. De manera que el club y el socio o abonado comparten el ingreso de esa entrada. Con este sistema todas las partes implicadas resultan beneficiadas.

Existe una gran diferencia entre el número de abonados entre la Primera y la Segunda División del fútbol español. En la década que comprende de 1992 al 2002, el número de abonados en primera división ha oscilado entre 6 y 8,5 millones, mientras que en segunda ha alcanzado un techo de 2,8 millones en la temporada 01/02. La evolución de los abonos ha sido dispar entre ambas divisiones. Mientras en Primera se alcanzaron las cotas máximas en las temporadas 95/96 y 96/97, en Segunda, comienza su crecimiento a partir de la temporada 98/99.

Precisamente, cuando el fútbol crece como negocio, en España, se observa un estancamiento en la asistencia a los estadios. Esto puede ser debido, a los altos

precios de las entradas, al aumento de la oferta de ocio alternativo y a la retransmisión de partidos por televisión (LNFP, 2000).

4.4. Ingresos por retransmisiones

Los ingresos derivados de la retransmisión televisiva de los encuentros de fútbol cobraron una importancia notable en los finales de los 90. La competencia surgida entre las televisiones por hacerse con los derechos televisivos, especialmente con la aparición de nuevas plataformas como las digitales o alternativas de venta como el “pago por visión”, supuso una afluencia inaudita de fondos para los clubes. Su estructura de ingresos se alteró y condicionó el capítulo de gastos, en particular los ligados a los jugadores adquisición y remuneraciones.

El incremento de las cantidades que las televisiones destinan a la adquisición de derechos de retransmisión del fútbol ha sido espectacular. Mientras el primer contrato por televisar fútbol en Inglaterra sólo alcanzó la suma de 5.000 libras, en el acuerdo de 1997, las televisiones pagaron a la Premier League 743 millones de libras. Algo similar ocurrió en el fútbol italiano, el valor de los derechos de televisión de la Liga Italiana pasaron de los casi 15 millones de euros pagados por el periodo 1984-87 a algo más de 660 millones por 1996-99.

El fútbol y la televisión han descubierto la sinergia que construyen en común. Para el primero, la segunda supone una incomparable fuente de recursos aportando, en contrapartida, volúmenes de audiencia considerables. No se ha restringido este fenómeno a las competiciones entre clubes, sino que tiene a su vez un destacado relieve en la retransmisión de los encuentros de las selecciones nacionales. Este fenómeno se menciona por lo ilustrativo que resulta al analizar las fuentes de ingresos con las que cuentan los clubes de fútbol. Por este motivo, parece oportuno citar como ejemplo la evolución de los ingresos por cesión de derechos televisivos que ha tenido FIFA en los últimos mundiales. Por los de 1990 percibió 95 millones de francos suizos que ascendieron a 110 por los de 1994 y 135 por los del 98. Finalmente, el grupo alemán Kirch se hizo con los derechos de los mundiales 2002 y 2006 por 1.300 y 1.500 millones de francos suizos respectivamente (FIFA, 2000).

Sin embargo, la tendencia está cambiando. Las grandes empresas de comunicación, a la vista de lo sucedido con Kirch e ITV están revisando su comportamiento a la hora de pujar por los derechos televisivos y así se está constriñendo esta importante vía de ingresos para los clubes. Al mismo tiempo, los grupos de comunicación han sufrido en sus cuentas de explotación el efecto negativo de los malos resultados deportivos de los equipos por los que han apostado. Puede servir como ejemplo el efecto negativo que tuvo la eliminación en

la primera ronda de la selección nacional de Francia en el mundial de Corea-Japón. TF1, la primera cadena de televisión en abierto, pagó 168 millones de euros por la retransmisión de dicho mundial y el que se celebrará en Alemania en 2006. Por otro lado, están los correspondientes gastos de producción y difusión. Como el negocio de la televisión es vender niveles de audiencia a los potenciales anunciantes, dado que Francia no llegó a la final, la tarifa publicitaria que se había fijado en 222.000 euros por un spot de treinta segundos, se rebajó a 100.000 euros. Pero el problema es de mayor alcance, la repercusión se va a trasladar a la negociación de los derechos de los clubes que en la actualidad, y hasta 2004, ostentan Canal+ y TPS, pero, a partir de esa fecha, se estimaba que se reducirían. Se calculaba que se rebajaría la puja por los derechos, por los que se habían pagado 380 millones de euros, a una banda entre 250 y 125 millones de euros. Sin embargo, al final, el 14 de diciembre de 2002 la liga francesa concedió los derechos de retransmisión por una cifra muy superior a lo previsto, alcanzando los 480 millones de euros. No obstante, Canal+, que fue quien se quedó con los derechos, sólo pujó con 190 millones de euros por los distintos bloques ofertados, mientras que aumentaría 290 millones si se quedaba con la exclusiva.

Los problemas financieros experimentados por las televisiones han repercutido en todas las ligas del continente. Además de los casos aludidos de las ligas francesa e inglesa (en este caso la First Division), la liga italiana ha sido una de las más afectadas: la liga 2002/03 aplazó su inicio al no haber llegado a un acuerdo sobre los derechos de retransmisión de los partidos de fútbol. En este caso, la cuestión se centró en que la RAI, televisión pública italiana, que es quien posee los derechos de los partidos de Copa y competiciones europeas, decidió rebajar a la mitad los casi 89 millones de euros que pagó la temporada anterior por esos mismos derechos.

Tras esta panorámica general de lo que suponen los ingresos por derechos de televisión para los clubes, se profundiza a continuación en las distintas facetas que configuran este particular mercado y sus repercusiones en los clubes de fútbol.

4.5. La contratación de los derechos de retransmisión televisiva

Existe un amplio debate sobre la forma de contratación de los derechos televisivos. La principal razón de esta discusión está ligada a la propia naturaleza del bien que se negocia: la retransmisión de un encuentro deportivo entre dos clubes, pero, dado que habitualmente ese tipo de confrontaciones están incluidas en una competición ya sea de liga o de copa, nacional o internacional, es un evento inserto en un marco específico. Así, a la hora de sentarse a negociar, las televisiones se pueden ver abocadas a llegar a acuerdos con un cártel de clubes. No obstante, algunos de los clubes, que participan en las competiciones,

especialmente los más poderosos, aspiran a negociar de forma individual para obtener mayores ingresos.

La Comisión Europea, en su planteamiento general sobre el deporte, trae a colación la realidad de que los derechos de televisión son la principal fuente de ingresos de los clubes, especialmente de los más pequeños, puesto que los equipos más importantes, en caso de negociar individualmente, podrían obtener fondos adicionales. De ocurrir esto, se produciría un desfase entre clubes grandes y pequeños que restaría atractivo a la competición. Al mismo tiempo, la venta colectiva de los derechos de transmisión podría representar una restricción de la competencia contraria al primer apartado del artículo 85146 del tratado de la UE (Comisión Europea, 1998). Por lo tanto, existen dos fuerzas enfrentadas:

- La defensa de la exclusividad para una sola cadena de televisión, tan importante para muchos deportes y pequeños clubes, como medio de asegurar la cobertura de las retransmisiones.
- La posibilidad de que la venta colectiva suponga una restricción de la competencia.

El cuadro descrito inclina la operativa hacia compatibilizar la negociación colectiva de los derechos con las prácticas restrictivas de la competencia en detrimento de esta última por las especiales circunstancias del deporte.

Mientras la venta de los derechos colectivos puede proporcionar beneficios a todas las partes implicadas, existe un margen para que los responsables de defensa de la competencia y las autoridades deportivas alcancen acuerdos.

Así mientras la Comisión Europea ha impuesto su autoridad sobre los acuerdos de retransmisiones en competiciones internacionales en Europa, las autoridades encargadas de velar por la defensa de la competencia de cada uno de los estados han negociado con los organismos organizadores de las competiciones domésticas. En este sentido, no corresponde a las directivas de la Comunidad inmiscuirse en cuestiones que corresponde dirimir a la legislación de los Estados Miembros. Esto se ha materializado en la existencia de diversas opciones según países. He aquí como se arbitra este problema en algunos de los Estados europeos donde el fútbol tiene una mayor repercusión:

- **Alemania:** el Tribunal Federal de Justicia, en 1997, sentenció que los derechos de radiodifusión pertenecen a los clubes, que son sus propietarios naturales. Sin embargo, no se pronunciaba sobre si las federaciones tienen derecho a la propiedad en otras circunstancias. Ante esta indefinición, el Gobierno Federal modificó su legislación antimonopolio contemplando la posibilidad de que la Federación Alemana de Fútbol pudiera vender los

derechos de retransmisión de futuras ligas cerradas (Comisión Europea, 1998). Como consecuencia, se pueden alcanzar acuerdos colectivos y se ha producido un traspaso total de los derechos de televisión de pago y de PPV.

- **España:** aunque más adelante se describirá con más detalle, cabe resumir la situación actual en que las televisiones autonómicas emiten cada sábado un partido en abierto, una televisión de pago, Canal+, emite un partido los domingos para sus abonados y el resto está disponible para PPV. Los clubes negocian individualmente sus propios contratos (LNFP, 2000). En 2003, se ha producido un pequeño cisma, que amenazó con el retrasar el comienzo de la competición liguera, en la LNFP entre los clubes que pretenden negociar por su cuenta y los restantes, que se han agrupado para vender colectivamente sus derechos.

- **Francia:** el Consejo de la Competencia francés reconoce la posibilidad de exclusividad del campeonato de liga y la legalidad de las ofertas globales. Así, la Liga Francesa ofreció tres lotes: uno para la emisión de dos partidos en exclusiva, otro para un partido y un programa resumen, y, un tercero, para los partidos de pago por visión. En este proceso de negociación, Canal+, realizó una oferta por la exclusividad. Dicha oferta ha sido denunciada por TPS, el otro concursante, y el Consejo de la Competencia ha decidido suspender la concesión.

- **Italia:** el gobierno italiano ha elaborado una legislación para prevenir que cualquier medio de comunicación monopolice el mercado. De manera que ninguna empresa puede controlar más del 70% de los derechos de radiodifusión. Los clubes han optado por la negociación individual de los derechos televisivos para los partidos de competición nacional.

- **Reino Unido:** la Premier League continúa realizando la venta conjunta de los derechos y restringiendo las retransmisiones en directo a una reducida proporción del total de los encuentros (sólo 106 de 380). Así, la elección de los consumidores está mucho más limitada que en el resto del mercado europeo. Aunque las autoridades británicas de la competencia han permitido la venta conjunta de los derechos de retransmisión argumentando que este sistema obraba a favor del interés público, la Comisión Europea ha tomado cartas en el asunto al entender que la venta conjunta supone una fijación de precios, que sólo se podría justificar si fuera necesaria para asegurar que todas las partes resultan beneficiadas.

La Comisión entiende que, en el caso de la Premier League, se produce la exclusión de medios de comunicación y se reduce la cobertura de los encuentros siendo perjudicado el consumidor. Al mismo tiempo que pone en duda que el sistema de venta de derechos, tal como lo realiza la Premier

League, garantice la solidaridad entre los clubes que participan en las ligas inglesas. Además considera que esa solidaridad se podría conseguir por medio de acuerdos que no dañen a la competencia (IP/02/1951).

- **Holanda:** a raíz del intento de la negociación de los derechos de retransmisión por parte del Feyenoord a un canal de pago, el Ministerio de Economía advirtió a la Federación Holandesa de Fútbol que la venta de derechos colectivos de las retransmisiones colisionaba con las leyes de la competencia e, incluso, la de los “momentos estelares”, sosteniendo que se deberían negociar individualmente por cada club.

4.6. Publicidad, patrocinio y merchandising

La publicidad, el patrocinio, el merchandising e incluso la explotación de la marca son vías de ingresos que cada vez cobran una mayor importancia en el negocio del fútbol. Puede resultar difícil separar claramente que parte de los ingresos corresponde a cada una de estas fuentes. Por ese motivo, las estudiamos de forma conjunta. Dentro de estos ingresos se incluyen diferentes categorías que, según Barajas y Fraiz (2003) se pueden agrupar en:

- Publicidad en vallas, banquillos, terreno de juego, videomarcadores, estadios, etc.
- Patrocinio de la publicidad canalizada en prendas deportivas o elementos necesarios para la competición.
- Patrocinio de ropa deportiva.
- Venta de productos bajo la marca del club.
- Explotación de instalaciones asociadas a la marca del club.

La publicidad que se genera en torno al fútbol no revierte, al menos directamente, en su totalidad en los clubes de fútbol. Es más, gran parte del volumen de gastos de los anunciantes irán a los medios de comunicación: televisión, radio y prensa (LNFP, 2000). Las televisiones, principalmente, en función de los esos ingresos, plantearán sus ofertas para hacerse con los derechos de retransmisión. Por ese motivo, a los efectos de este estudio, interesará exclusivamente aquel tipo de publicidad que revierte directamente en los clubes. Los soportes publicitarios de los clubes van desde las indumentarias deportivas hasta los diferentes espacios físicos de los estadios, e incluso el propio estadio cediendo su nombre a algún patrocinador.

Por otro lado, la repercusión de los medios de comunicación es importante a la hora de estimar el valor de la capacidad de generar ingresos por publicidad y

patrocinio de un club. En este sentido, el presidente del Millwall, al analizar los efectos de la quiebra de ITV Digital, manifestaba su preocupación, no sólo por la reducción de ingresos directos, sino también por la reducción del valor del perímetro publicitario y del patrimonio corporativo.

En España, el peso de la publicidad respecto al conjunto de los ingresos de los clubes de fútbol ha aumentado de forma paulatina en las últimas temporadas, pasando desde el 3,6% de la temporada 97/98, tanto en Primera como en Segunda División, hasta el 17,1% en la 01/02, también en ambas categorías. Los importes absolutos también han sido crecientes. Sin embargo, la evolución en cada club ha sido heterogénea. La mayoría de los clubes han experimentado un crecimiento en los ingresos de publicidad hasta la temporada 00/01 reduciéndose el importe de los mismos en la siguiente. No obstante, algunos clubes como el FC Barcelona experimentaron un importante incremento de sus ingresos de publicidad en la temporada 01/02. Su crecimiento, y el de algunos otros, hace que el conjunto aumente. Otro hecho a tener en cuenta es la reducción de los ingresos por publicidad que sufren los clubes que descienden de categoría. El ejemplo más llamativo es el del Atlético de Madrid.

Desde el punto de vista de la gestión del patrimonio intangible del club, interesa que los gestores sean conscientes de las diferentes expectativas de las empresas o instituciones a la hora de invertir en publicidad, patrocinio o merchandising en un club de fútbol.

El patrocinio, al aparecer, ante los potenciales clientes, como menos descaradamente comercial que la publicidad convencional, se puede beneficiar de esta imagen. Por el contrario, la duración del impacto del mensaje decae dramáticamente en los eventos patrocinados (Bennett, 1999; 292).

Al mismo tiempo, Meenaghan (1983, 1991, 1999) distingue entre patrocinio y mecenazgo. El segundo implica un apoyo financiero realizado de forma desinteresada y sin que el benefactor espere rendimientos a través de la publicidad. El patrocinio, sin embargo exige una contribución, a corto o largo plazo, al éxito comercial de la entidad patrocinadora. Esta distinción tiene relevancia en el caso del fútbol español. Analizando los patrocinadores que aparecen en las camisetas de los clubes en España, se observa que en numerosos casos las instituciones públicas o semipúblicas asumen el papel de patrocinadoras de los clubes de fútbol de su ámbito geográfico.

En Primera División del fútbol español, un 30% de los clubes tenían como patrocinadores a entidades públicas o cajas de ahorros. A su vez, este tipo de entidades financieras están estrechamente vinculadas con sus Comunidades Autónomas. Por otro lado, un 9% por ciento de los clubes no tienen patrocinador. En concreto, el Barcelona FC y el Athletic Club de Bilbao siguen una política por la cual no han querido “manchar” sus camisetas con el nombre de un patrocinador.

No obstante, los cambios en las directivas y las dificultades económicas le han llevado a replantear su línea de decisión al respecto.

La situación en Segunda División es más clara. Casi un 20% de los clubes de la categoría no había conseguido ningún tipo de patrocinador al comienzo de la temporada 01/02. El problema, en este caso, es la falta de atractivo para las empresas y la carencia de apoyos institucionales dispuestos a sufragar los gastos del club. Además, casi la mitad de los clubes tenían como patrocinador a cajas, ayuntamientos o diputaciones. Pensamos que este sería un caso más próximo al mecenazgo que al patrocinio.

El patrocinio deportivo se haya ampliamente extendido ya que ofrece un elevado grado de impacto visual al beneficiarse de una amplia cobertura en prensa y televisión, abre la posibilidad de alcanzar nuevos nichos de mercado en otras comunidades o países y posee la capacidad de romper barreras culturales (Bennett, 1999). Es lo que lleva a Olkkonen (2001) a describir al patrocinio como una red de intercambio de valor añadido. Las áreas de esa red han sido estudiadas por Barajas y Fraiz (2003).

No todos los clubes atesoran la misma proporción de atractivo para los medios de comunicación, para el público y, en consecuencia, para los patrocinadores. Es más, algunos clubes tienen un alcance mediático limitado por sus resultados, por su entorno socioeconómico, etc. En estos casos su potencial negociador queda notablemente reducido y, en consecuencia, el volumen de ingresos de esta vía.

El patrocinio de un club de fútbol presenta diversas alternativas. Unas de carácter directo y otras indirectas. Howard y Sayce (2002) hablan de patrocinio de las camisetas y de las competiciones. Estas últimas responden a un perfil de patrocinio indirecto y resultan fruto de una negociación conjunta, revirtiendo finalmente en cada uno de los clubes. Se trata del patrocinio de una competición, ya sea de carácter nacional o internacional. En algunos casos, el patrocinio de la competición ha llegado a suponer el denominar dicha competición con el nombre del patrocinador como ocurre en el caso de la Copa Intercontinental: Toyota Cup. Sin embargo, lo más frecuente es que los patrocinadores oficiales de la competición se limiten a insertar su publicidad en las retransmisiones deportivas que patrocinan, o en los paneles de las salas de prensa, etc., indicando su condición de "patrocinador oficial". Al igual que ocurría con los derechos de televisión, los organismos que realizan la negociación conjunta posteriormente trasladan a los clubes su parte correspondiente de los ingresos.

La principal fuente de patrocinio directo, y la más habitual en el fútbol español, es la ligada a la aparición en las camisetas de los jugadores. Quizás se podría entender que es publicidad convencional, con la cesión de un espacio concreto para el anunciante. De hecho, el reglamento de la LNFP, en su artículo 30 afirma que las SAD y los clubes participantes en las competiciones que organiza la LNFP

“podrán utilizar publicidad en las prendas deportivas que utilicen sus jugadores”. Matizando, hasta el extremo de regular, que la publicidad del patrocinador no podrá superar los 200 centímetros cuadrados y que figurará en la parte delantera de las camisetas con una altura máxima de las letras de 10 centímetros. También la UEFA regula con detalle los aspectos referentes a la publicidad de los patrocinadores de las camisetas (artículo 16 de las Regulations of the UEFA Champions League 2002/2003).

Los patrocinadores procuran que sus nombres y logotipos aparezcan, además de en las camisetas de los jugadores, en otros elementos de la indumentaria, en el perímetro del terreno de juego, en los programas de los partidos, y en espacios de gran visibilidad en el estadio como los videomarcadores. Uno de los objetivos es conseguir la identificación de su marca o sus productos con el club patrocinado. Es frecuente la consecución de esta meta. Incluso se puede llegar al extremo de que muchos jóvenes aficionados identifican las camisetas auténticas con aquellas donde aparece el nombre correcto del patrocinador (Howard y Sayce, 2002).

Los clubes han de procurar seleccionar bien a sus patrocinadores pero, al mismo tiempo, éstos han de ponderar los efectos de la elección de quienes van a ser su imagen frente al gran público. Un comportamiento desafortunado por parte del patrocinado puede traducirse en un perjuicio para el patrocinador. A su vez, pueden surgir efectos indeseados al provocar una reacción negativa hacia una empresa y sus productos en los aficionados de otros clubes. El importe que un club podrá obtener de los patrocinadores dependerá de los aspectos mencionados y algunos otros como: el potencial de mercado del club está ligado a su población y a su proyección exterior, el número de socios, la asistencia al estadio, la historia y el prestigio del club, el perfil de los aficionados, los resultados deportivos, el modelo de gestión del club y la exclusividad del patrocinio (LNFP, 2000).

El costo del patrocinio de las camisetas variará notablemente entre unos clubes y otros. Mientras, como hemos visto, la mayoría de los clubes de Segunda División y los más pequeños de Primera tienen grandes dificultades para encontrar un patrocinador, los clubes más poderosos elevan las cifras a pagar por patrocinar el equipo hasta el punto de que sólo grandes empresas multinacionales pueden plantearse insertar su publicidad en esas camisetas. Por ejemplo, la publicidad de la camiseta del Manchester Utd, para un periodo de cuatro años, le supone a Vodafone un importe de 30 millones de Libras.

Una posible práctica para alcanzar las cifras previstas de ingresos por patrocinio consiste en obtener contratos de patrocinio en función de las competiciones en las que se participa. Así, a modo de ejemplo, hasta 2005, Tele+ patrocina a la Juventus en los encuentros de la Liga Italiana, los entrenamientos y los partidos amistosos. En esas ocasiones sus jugadores vestirán ropa deportiva con el logotipo de dicho patrocinador. Además goza de los derechos prioritarios de publicidad en el estadio y en la revista del club. Sin embargo, para la Copa de

Italia y las competiciones de la UEFA, el patrocinador es el operador de telecomunicaciones Tu Mobile (IMI, 2001).

Al mismo tiempo, existe un tipo particular de patrocinio practicado por empresas fabricantes de material deportivo. En este caso, el club cede su imagen a la firma deportiva a cambio de la indumentaria de sus jugadores y técnicos, de todas las categorías, y el pago de una cantidad fija más una variable en función de las ventas (LNFP, 2000). Este tipo de patrocinio podría denominarse como "técnico", en el sentido de que por medio del suministro de un material imprescindible para la práctica del deporte, se obtiene una vía de promoción de sus productos. No se restringe a la ropa deportiva, cabe otro tipo de bienes que permitan a los patrocinadores figurar como patrocinadores oficiales. Los jugadores y técnicos vestirán las prendas, beberán determinadas bebidas, etc. y el público identificará esos productos con sus ídolos.

Las grandes multinacionales como Nike, Adidas, Lotto, Puma, Umbro, etc. han pujado por equipar a los equipos estrella de las diferentes ligas europeas. Especial importancia ha tenido el desembarco de Nike en el fútbol. Ha firmado contratos millonarios con clubes como el Manchester Utd. En noviembre de 2000, sustituyó a Umbro como patrocinador de las indumentarias deportivas y del merchandising del club. Por ese acuerdo se convirtió en patrocinador oficial del Manchester, suministrador de la indumentaria oficial, fabricante, promotor y vendedor de los productos licenciados con la marca registrada Manchester United. Por los derechos de la licencia, Nike pagó 302,9 millones de libras por un periodo de 13 años. Menos cuantioso es el contrato que el FC Barcelona tiene firmado con la misma empresa, en este caso para la creación de una línea de prendas deportivas exceptuando el calzado para las competiciones y entrenamientos. El contrato, actualmente en vigor y hasta la temporada 07/08, supone un mínimo garantizado de 11,5 millones de dólares (Memoria del FC Barcelona temporada 01/02).

Finalmente, hay que hablar del merchandising: los clubes comercializan en el mercado todo tipo de artículos con la marca del club. El principal producto para la venta es el uniforme del club. En este caso, la venta de las camisetas estará ligada a su patrocinador técnico. Pero, cada vez más, aparecen numerosos artículos diversos desde relojes, a vajillas, pasando por perfumes o material de papelería.

Una decisión relevante para un club es si va a gestionar directamente su merchandising o lo va a ceder a alguna empresa (LNFP, 2000). El club recibirá una cantidad por la cesión de los derechos pudiendo existir una parte fija y otra variable, en el primer caso, y en el segundo percibirá unos royalties por el volumen de ventas realizadas.

Las posibilidades de negocio por esta vía varían bastante en función de las características de los clubes. Desde la Liga de Fútbol profesional distinguen cuatro categorías de clubes:

- 1) Con gran potencial como el Real Madrid y el Barcelona.
- 2) En los que supone una importante fuente de ingresos y pretenden potenciarlo. En este grupo estarían clubes como Valencia, Atlético de Madrid, Deportivo de La Coruña, Athletic de Bilbao.
- 3) Consideran que es una actividad de menor relevancia para la economía del club. Los ingresos se multiplican las temporadas con buenos resultados. El número de artículos que ofrecen es escaso y lo suelen ofrecer en tiendas propias ubicadas en las cercanías del estadio. Lo constituyen el resto de los equipos de Primera División y algunos de Segunda.
- 4) Los restantes equipos de Segunda tendrían muy pocos ingresos de esta actividad (LNFP, 2000).

Uno de los aspectos en los que el desarrollo del merchandising ha tenido más repercusiones ha sido el de la venta de indumentarias del club. Relacionado intrínsecamente con el patrocinio técnico, la venta de camisetas, en concreto, ha evolucionado recientemente de una actividad limitada a una importante industria. Los clubes y los fabricantes de prendas deportivas han hallado un importante filón de ingresos: los aficionados quieren vestir las camisetas de sus ídolos. El éxito de este tipo de merchandising radica en que los aficionados quieren comprar los productos de su club y vestirlos con orgullo, como una expresión de lealtad y apoyo. En ese sentido, los clubes de fútbol cuentan con la inestimable ventaja de la firme resolución de su aficionado de consumir sus "productos", algo que no ocurre con el resto de los consumidores (FTF, 1999). Smith (1997) ejemplifica este efecto resaltando que ningún padre sugiere a su hijo que compre la camiseta de otro club porque está de oferta.

En una encuesta elaborada por Sir Norman Chester Centre sobre esta materia, concluyen que casi el 75% de los aficionados que asisten a los estadios han comprado la camiseta oficial en las últimas dos temporadas, de ellos, la mitad pensaban que el precio era bastante caro y casi el 30% que era muy caro. Además, los aficionados se manifestaban a favor de que se mantuvieran, al menos, tres temporadas. Así, sugieren que las equipaciones deportivas de los clubes tengan un periodo mínimo de vigencia e, incluso, que figure en las etiquetas la fecha de la próxima renovación (FTF, 1999).

No obstante, los clubes tienen un punto de vista diferente. Teniendo en cuenta que, según Howard y Sayce (2002), vestir las camisetas de los clubes se ha convertido en una moda y, por ese motivo, establecer un periodo mínimo de vida útil para las indumentaria puede ir en contra de los deseos de los aficionados cuando las camisetas, chándales y otras prendas de los clubes, se ha convertido en prendas vestidas de forma habitual, no sólo cuando se practica deporte o se

acude al estadio. Un tipo de medida como ésta, no permitiría adecuarse a los cambios en la moda ni a las innovaciones en la confección (FTF, 1999).

Por otro lado, el hecho de que una camiseta sea la réplica exacta de la que luce un jugador la avalora. Este es uno de los motivos por los que debe figurar el número y el nombre del jugador en la camiseta. Pero, al mismo tiempo, los derechos potenciales de merchandising, a obtener por un club una vez que incorpora a su disciplina a determinado jugador, van a incluirse en las negociaciones de los derechos de traspaso a pagar por ese jugador.

En España, el Athletic de Bilbao ha llevado hasta las últimas consecuencias la explotación de su marca en su orientación de merchandising. Desde septiembre de 2002, treinta comercios venden la marca Athletic Club, con una oferta de prendas que incluyen la ropa de entrenamiento, juego y paseo del primer equipo. En esa fecha trabajaban unas 35 referencias de ropa deportiva y productos para mujeres. El objetivo era alcanzar alrededor de 80 en 2003. Para la manufactura de estas prendas llegan a acuerdos con diferentes fabricantes y orientan su penetración en el mercado a través de la indumentaria de sus equipos filiales y de otras disciplinas deportivas (Athletic Club, Informe para los Socios Compromisarios 01/02).

4.7. Ayudas públicas: Subsidios

Las ayudas públicas al fútbol en España tienen un peso inusual en las finanzas del fútbol. En el fútbol inglés, apenas si existen este tipo de ayudas. De hecho, entre las entradas de tesorería de los clubes de la Premier League, no aparecen ingresos con este origen. Sólo para los equipos de la Football League, registran importes procedentes de ayudas de la Premier League (Deloitte & Touche, 2002). En el caso español, estas ayudas se materializan, fundamentalmente, en forma de subvenciones o a través de las apuestas deportivas del Estado.

Aunque dentro de las partidas de subvenciones subsidios, los clubes incluyen diversos conceptos en general, las administraciones públicas contribuyen notablemente al sostenimiento económico de los clubes de fútbol españoles, cosa que no sucede en nuestro país. Las subvenciones representan una forma de ayuda financiera directa. Pero habría que añadir los ahorros que supone disfrutar de estadios municipales y que las corporaciones públicas se hagan cargo de los gastos de mantenimiento o mejoras.

No obstante, el peso de las ayudas públicas canalizadas en forma de subvenciones es mucho más elevado en los equipos de Segunda División. Las subvenciones de explotación representan entre el 0,3% (temporada 01/02) y el

0,5% (temporadas 97/98 y 99/00) de los ingresos de agregados de los clubes de Primera División. Sin embargo, su importancia relativa se eleva considerablemente en los equipos de Segunda llegando a representar el 4,2% en la temporada 99/00. Algo similar ocurre con las subvenciones en capital que en Segunda alcanzaron una importancia relativa del 8,4% de los ingresos en la temporada 99/00 frente al 0,6% de los clubes de Primera División en la temporada 01/02.

4.8. Apuestas deportivas

La popular quiniela corresponde con las Apuestas Deportivas del Estado o Apuestas Mutuas Deportivo Benéficas. El aliciente de este tipo de apuesta radica en la incertidumbre de los resultados de los partidos de la jornada de liga. Dado que el origen de los ingresos percibidos por el Organismo Nacional de Loterías y Apuestas del Estado está en el fútbol, parece lógico que la Liga reciba alguna cantidad de los mismos.

El Real Decreto 258/1998, de 20 de febrero, regula la distribución de la recaudación y premios de las quinielas en España. En su artículo 1º indica que el 10% de la recaudación se destinará a la Liga Nacional de Fútbol Profesional y el 1% para el CSD, con destino al fútbol no profesional. En la actualidad, los clubes, ante las dificultades económicas por las que atraviesan, pretenden que la Administración eleve el porcentaje que les corresponde hasta el 15%. Parece probable que este objetivo se pueda alcanzar en breve.

El destino de las cantidades ingresadas por la LNFP se estipula en el artículo 3 del mencionado Real Decreto. Se otorga preferencia a la cancelación de las deudas contraídas por la LNFP a raíz de la cancelación anticipada de Plan de Saneamiento del Fútbol Profesional. En segundo término, deben destinarse a la construcción, remodelación, ampliación, mejora, mantenimiento y conservación de los estadios e instalaciones deportivas donde se celebran competiciones de carácter profesional. El importe dedicado a estos menesteres no debe ser inferior al 30% y está encaminado a que se cumplan los requisitos de seguridad y prevención de la violencia en espectáculos deportivos.

También se indica que el remanente se distribuirá aplicando criterios objetivos entre los clubes y SAD (art. 3.2). Para poder recibirlos, deben estar al corriente de sus pagos con la Seguridad Social y Hacienda. En caso contrario retendrá las cantidades correspondientes que están afectadas al pago de las deudas pendientes.

Aprovechando la afición a las apuestas sobre los partidos de fútbol y la implantación de las nuevas tecnologías, los clubes están preparando un sistema

de quiniela a través del teléfono móvil. El público potencial es bastante elevado pues en España existen 35 millones de líneas de móviles. La idea consiste en que los apostantes deben adivinar el número de goles de un partido y el nombre de los goleadores.

4.9. Ingresos extraordinarios por la venta de jugadores

Voy a reseñar algunos aspectos de carácter económico referentes a este concepto. Pero antes de proseguir debemos matizar que el hecho de la venta de un jugador a otro club tiene un efecto diverso en la cuenta de pérdidas y ganancias y en la tesorería.

En la primera aparecerá el importe de la plusvalía generada en la venta como consecuencia entre el precio de venta de los derechos de traspaso y el valor neto contable de los mismos. En este sentido, es de esperar que se produzca una asimetría en los ingresos extraordinarios derivados de la venta de jugadores de aquellos clubes con una política de generación de jugadores mediante la inversión en categoría inferiores y aquellos que acuden mayoritariamente al mercado para componer sus plantillas.

No obstante, no existe evidencia sobre el efecto de la cantidad de jugadores procedentes de la cantera en la generación de ingresos extraordinarios por el traspaso de jugadores. Si bien, cabría esperar que los equipos que con una importante cantera invirtieran menos que los demás y, al no registrar el valor de adquisición de los jugadores por estar formados internamente, todo el importe de su venta sería beneficio de traspaso. Por este motivo, sería lógico pensar que los clubes con más jugadores canteranos en su plantilla también presentarán mayores ingresos extraordinarios por la venta de jugadores.

Se ha contrastado esta hipótesis en la temporada 99/00 de la LNFP y el resultado obtenido evidencia que no existe relación significativa entre el número de jugadores procedentes de la cantera y el beneficio derivado del traspaso de jugadores, ni en Primera ni en Segunda División. Sin embargo, hemos corroborado que el número de jugadores extranjeros, incluso los jugadores nacionales, en la plantilla sí que tiene una relación significativa positiva con los beneficios procedentes del traspaso de jugadores.

Respecto al efecto en la tesorería, hay que mencionar su relevancia habiendo sido una importante fuente de financiación para los clubes. No obstante, ha presentado un importante paralelismo con las inversiones realizadas en la compra de nuevos jugadores. De esta manera, las entradas de tesorería procedentes de la venta de algún jugador suelen destinarse a la adquisición de otro u otros. Esta práctica,

venta antes del 30 de junio y compra en los primeros días del mes siguiente, permite maquillar los estados financieros, al cierre del ejercicio, a los clubes con peor situación de endeudamiento. Cuando han surgido problemas de ingresos como ha ocurrido con la crisis de las televisiones se ha producido un paro en la actividad de compraventa de jugadores, lo que ha supuesto importantes dificultades para numerosos clubes, ya que la falta de liquidez impedía los traspasos.

5. CONCLUSIONES

En conclusión, el presente proyecto señala la necesidad de legislar con respecto a las corporaciones sin ánimo de lucro, sociedades anónimas y sus procesos de transformación societaria; como así también su respectivo ingreso como cotizantes activos en Bolsa de Valores, bajo unas condiciones diferentes u/o especiales. Y por supuesto el aumento en la coherencia entre la normatividad y la realidad, en lo que tiene que ver con la actividad deportiva profesional y amateur existente en el país.

Sugiere también, ciertos cambios en la organización interna administrativa de los clubes de fútbol profesional colombiano, que les permita mejorar su visibilidad y representatividad ante terceros, para buscar recursos frescos en el mercado de dinero, que les brinde mayor capacidad en la toma de decisiones, y lo más importante que demarque el plan estratégico a seguir en la organización. De este modo se eliminarían algunas limitaciones propias del negocio tal y como está concebido actualmente, con el fin de hacer de los clubes unas entidades rentables que permitan su democratización, emulando a sus pares europeos. Sin embargo, si se tienen en cuenta los clubes europeos cotizados en Bolsa, cualquier equipo local que desee entrar, se encontrará con un mercado reducido, que originaría una ineficiencia en la fijación de los precios, es por esto que se estiman que únicamente los clubes de fútbol grandes, tienen asegurado un mercado bursátil líquido, dada su fama y presupuesto.

Como se ha visto, el deporte profesional y, en especial el fútbol, es un negocio de enormes dimensiones que requiere para un efectivo funcionamiento no solo un modelo societario acorde sino también el ingreso de grandes capitales, para poder competir en el mercado global de este deporte. Con los topes a la propiedad accionaria y las exigencias poco eficaces en materia de socios, lo que se hace es desincentivar la rentabilidad de los clubes, en tanto que no permite el ingreso de grandes capitales sanos a tales entidades.

Para mejorar los resultados deportivos es necesario tener una plantilla de jugadores de calidad, está comprobado bajo modelos de negocio de conocimiento público, como el del Real Madrid, que una inversión acumulada en jugadores repercute directa y positivamente en los resultados en los terrenos de juego del club, esto genera acceso y visibilidad en más competiciones de carácter internacional, y por consiguiente mayor atracción de público a los estadios debido al nivel del espectáculo, todo esto hace que los clubes ganadores tengan más probabilidades de atraer mayores ingresos.

La urgencia de ofrecer soluciones al problema de sostenibilidad financiera de los clubes colombianos es apremiante, ya que no existe en Colombia una sola institución profesional de fútbol que presente superávit en sus resultados, inclusive los campeones confirman que pierden dinero a pesar de los premios en efectivo que ofrecen los dos torneos locales y los internacionales. Y para agravar aun más la situación, el patrocinador del campeonato Coltabaco bajo su marca Mustang, deberá salir del negocio debido a la nueva ley antitabaco y terminar así una relación de más de 18 años de cooperación entre el fútbol profesional nacional y la empresa colombiana.

A pesar de las condiciones del mercado colombiano, se puede decir con confianza que existen varios clubes en el país con las condiciones ideales para buscar un desarrollo empresarial, que apueste con la entrada y cotización exitosa de sus acciones en bolsa. Entre estos se pueden mencionar al Club Atlético Nacional, el América de Cali, Club Los Millonarios, Once Caldas, o hasta los nuevos exitosos Cúcuta Deportivo, y Boyacá Chicó quienes en conjunto cuentan con grandes aficiones alrededor del país y buenos resultados deportivos.

Así las cosas, se espera que lo propuesto en toda la extensión de este documento esclarezca un poco más la llegada de grandes inversionistas a los clubes de fútbol profesionales.

6. BIBLIOGRAFIA

NARVÁEZ GARCÍA, José Ignacio. Derecho Mercantil Colombiano, Tipos de Sociedad. Legis Editores S.A. Segunda Edición 2002.

REYES VILLAMIZAR, Francisco. Derecho Societario Tomo II, Editorial Temis S.A., 2002.

JARAMILLO DÍAZ, Juan Carlos. Entidades sin ánimo de lucro: Características y aplicaciones del régimen tributario. Legis Editores S.A. Cuarta Edición 2007.

PARDO RUEDA, Rafael. Proyecto de Ley 277 de 2005, radicado en Cámara de Representantes, "Por medio del cual se dictan disposiciones relacionadas con el deporte profesional". (Archivado).

BARAJAS, Angel; Fraiz, José Antonio. "Gestión empresarial del deporte" en Ciencias de la Actividad Física y del Deporte, Dosil, J. ediciones. Síntesis, Madrid, 2003.

BARAJAS ALONSO, Angel Antonio. Modelo de Valoración de Clubes de Fútbol Basado en los Factores Clave del Negocio. Universidad de Navarra, Pamplona, España. 2004.

CABALLER MELLADO, Vicente. Métodos de valoración de empresas. Editorial Pirámide. Madrid, 1998.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 3rd Edition. John Wiley & Sons, INC. New York. 2000.

DAMODARAN, Aswath. Investment Valuation. John Wiley & Sons, Inc. New York. 1996.

ERNST & YOUNG. Transformación de clubes de fútbol y baloncesto en sociedades anónimas deportivas. Ed. Civitas. Madrid. 1992.

FERNÁNDEZ LÓPEZ, Pablo. Valoración de Empresas, Ed. Gestión 2000. Barcelona. 1999.

GUZMÁN RAJA, Isidoro; SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, José Luis; MORENO ROJAS, José. "Las Sociedades Anónimas Deportivas ante el Mercado

de Capitales: Incidencia de la Activación de Intangibles”. Comunicación al Congreso ASEPUC, Santiago de Compostela, 30-31 Mayo y 1 Junio 2002.

SZYMANSKI, Stefan; KUYPERS, Tim. Winners and Losers: The Business Strategy of Football. Penguin, Harmondsworth. 1999.

MORROW, S. The new bussines of Football: Accountability and Finance in Football. Palgrave Macmillan, Houndmills. 1999.

KANE, John E. “Sports Team Valuation and Venue Feasibility” en The handbook of business valuation, R. Reilly y R. Schweihs. McGraw-Hill, New York. 2000.

GUIJARRO MARTÍNEZ, Francisco; BLASCO RUIZ, Ana; RIVAL SANCHÍS, Francisco Javier; RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, José Angel. “Aplicación de Costes Presupuestarios para la Valoración de Marcas de Clubes de Fútbol Españoles”. Comunicación al Congreso ACODI, Octubre. 2000.

PÁGINAS WEB

<http://www.lfp.es>

<http://uefa.com>

<http://bolsamadrid.es>

<http://www.eltiempo.com/deportes>

<http://www.superfinanciera.gov.co/>

<http://www.stoxx.com/index.html>

<http://www.londonstockexchange.com>

<http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp>