

**Alexis Faruth Perea Sánchez\***

# Fútbol y mercado de valores

## MECANISMOS PARA LA FINANCIACIÓN DE LOS CLUBES COLOMBIANOS A TRAVÉS DEL MERCADO BURSÁTIL.

### I. Introducción

Desde hace muchos años, el fútbol profesional dejó de ser simplemente una pasión que congrega a millones de seguidores semanalmente para transformarse en un importante negocio global. Las millonarias transferencias de jugadores, los elevados salarios que reciben las estrellas de este deporte, los ingresos por derechos de transmisión de los partidos por televisión, los llamados “amistosos de lujo”<sup>1</sup>, entre otros aspectos son una prueba fehaciente de ello. Pese a lo anterior, no todos los clubes de fútbol del mundo gozan de una situación financiera envidiable. Muchos, aún teniendo un gran número de seguidores atraviesan actualmente por dificultades económicas que los ponen en riesgo de desaparecer. A esta realidad no escapan los clubes colombianos, lo cual se ha visto reflejado tanto en los resultados que últimamente vienen obteniendo en los

\* Abogado de la Universidad tecnológica del Chocó (Colombia), Especialista en Derecho del Mercado de Capitales de la Pontificia Universidad Javeriana (Colombia), Se ha desempeñado como Miembro de la COMISIÓN DE LOBBY DEL TRATADO DE LIBRE COMERCIO ENTRE COLOMBIA Y ESTADOS UNIDOS; Abogado de la dirección legal y disciplinaria del AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA –AMV-; Gerente y abogado de la firma AJF CONSULTING GROUP LTDA.; Director Jurídico de la CORPORACIÓN GEINNOVA incubadora de empresas; Asesor en Litigios mercantiles y estructuración de Negocios de la firma SANÍN GÓMEZ Ltda.; Miembro de la junta directiva de la empresa UNIDAD MÉDICO QUIRÚRGICA CITARÁ S. A., y Abogado de la firma HINESTROZA PEREA Abogados. Ha participado como conferencista en el VIII Congreso Internacional de Cambio Climático Marzo de 2008, con la ponencia: “Los Mercados de Carbono y las Inversiones Ecológicas”; igualmente, fue invitado por la fundación PHELP STROKE FUND de USA a Washington a dictar la conferencia “Carbon market and ecological investment” en el marco del Global Education and Leadership Conference en noviembre de 2008, e igualmente fue invitado por la Asociación Latinoamericana de Derecho del Deporte a dictar la conferencia “La Financiación del Fútbol a través de los mercado de valores” en Buenos Aires (Argentina) en Septiembre de 2009. [aperea@ajfconsultores.com](mailto:aperea@ajfconsultores.com), [alexisfa5@hotmail.com](mailto:alexisfa5@hotmail.com)

<sup>1</sup> Entendemos por tal, aquellos partidos amistosos que celebran los clubes o las selecciones nacionales con escuadras internacionales de primera línea (ejemplo la selección de Brasil o el Real Madrid), en los que estos se comprometen a alinear a sus principales figuras a fin de lograr importantes rentas como consecuencia de la gestión mercantil que se da alrededor del encuentro.

torneos internacionales, como en el nivel que hace años tiene el torneo doméstico, lo cual sin duda amerita la búsqueda de alternativas para financiar a los clubes y hacerlos viables.

En el presente trabajo, se procurará hacer una aproximación a los mecanismos con que podrían contar los clubes colombianos para financiarse a través del mercado de valores. En ese sentido, se enseñarán algunos aspectos generales de los clubes cafeteros tales como: sus estructuras organizativas y algunos de sus problemas financieros; posteriormente se hará referencia a varios mecanismos tanto de renta fija como de renta variable que pueden utilizar los clubes para financiarse, e igualmente nos referiremos a las carteras colectivas, vehículos que podrían ayudar a canalizar los recursos de los inversores hacia áreas importantes del negocio de los clubes; por último, se expondrán algunas conclusiones y recomendaciones sobre el tema tratado. No sobra advertir, que con este artículo no pretendemos agotar el tema en cuestión, mucho más teniendo en cuenta que el mismo se halla en pleno desarrollo. Se busca en cambio, hacer una aproximación al mismo dirigida principalmente a aquellas personas que por primera vez se interesan en él.

de asociaciones, como consecuencia, los clubes colombianos salvo el ya mencionado Boyacá Chicó no tienen la calidad de comerciantes, lo cual hace que en términos de supervisión queden por fuera del alcance de la Superintendencia de Sociedades (SUPERSOCIEDADES), organismo estatal encargado de ejercer la inspección, vigilancia y control de las empresas colombianas, quedando su vigilancia asignada exclusivamente al Instituto Colombiano del Deporte (COLDEPORTES)<sup>3</sup> órgano rector del deporte en el país. Igualmente, al no ser empresas, gozan de un tratamiento tributario especial ya que estas corporaciones pagan una tarifa menor por concepto de impuesto de renta en comparación a la que deben pagar las sociedades comerciales. Sin embargo, estas corporaciones no pueden repartir utilidades a sus asociados, ya que los aportes que hacen estos a los clubes no son susceptibles de generar ningún tipo de renta pues no tienen la calidad de inversiones. De la misma forma, vale destacar que estas entidades no pueden emitir acciones o bonos convertibles en acciones en el mercado bursátil a fin de atraer nuevos accionistas, pues su capital no está constituido por acciones sino por derechos, que hasta el momento no son títulos negociables en nuestro mercado de valores<sup>4</sup>.

## 1. La naturaleza social de los clubes del fútbol colombiano y sus consecuencias jurídicas

En cuanto a la naturaleza social de los clubes, debe destacarse que si bien la ley 181 de 1995 los autorizó para organizarse como sociedades anónimas, casi todos los equipos de la máxima división del fútbol colombiano son en la actualidad, corporaciones deportivas sin ánimo de lucro. Sólo un club el Boyacá Chicó es en la actualidad una sociedad anónima<sup>2</sup>.

La estructura organizacional que los clubes de fútbol adopten, tiene desde el punto de vista jurídico varias consecuencias que hacen que su régimen varíe. Así por ejemplo, si un club se constituye como corporación sin ánimo de lucro, no se rige por las normas del código de comercio, sino por las del código civil, la ley del deporte y los decretos que regulan este tipo

## 2. Los problemas financieros del fútbol colombiano

Durante los últimos años los clubes colombianos han estado sumidos en una profunda crisis económica, presentando en algunos casos saldos en rojo que los han obligado a acudir a procesos concursales para poder seguir existiendo<sup>5</sup>. Tal situación se debe en gran parte a que estos poseen elevados niveles de deuda para el mercado local y, a que siguen teniendo como principal fuente de ingresos la venta de entradas a los estadios, contrario a lo que ocurre en las principales ligas de fútbol donde dicho rubro representa entre en 21% y 37% de los ingresos de los clubes<sup>6</sup>, mientras que los pagos por derechos de televisión, las transferencias de jugadores y el merchandising constituyen la parte más importante de sus entradas de dinero. Este déficit es en uno de los grandes obstáculos que impiden a los clubes confor-

2 En este sentido véase Montes, Jimmy. "COLDEPORTES y SUPERSOCIEDADES alistan estatuto para meter en cintura a equipos del fútbol colombiano". Septiembre 20 de 2007. Periódico "El Tiempo". [http://www.eltiempo.com/deportes/futbol/futbolcolombiano/noticias/ARTICULO-WEB-NOTA\\_INTE-RIOR-3729736.html](http://www.eltiempo.com/deportes/futbol/futbolcolombiano/noticias/ARTICULO-WEB-NOTA_INTE-RIOR-3729736.html)

3 Es importante destacar que tanto COLDEPORTES como la SUPERSOCIEDADES, han venido uniendo esfuerzos para realizar una adecuada supervisión sobre los clubes colombianos, teniendo en cuenta las especialidades de cada una de estas entidades.

4 En este sentido, se pronunció la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia -SUPERFINANCIERA-) en el año 2005 al manifestar que dicha superintendencia no tenía facultades para autorizar la emisión de derechos que pretendía realizar el club deportivo los Millonarios de Bogotá puesto que los mismos no tienen la calidad de valores negociables en bolsa (Superintendencia de Valores de Colombia, Concepto 20056 - 946 del 27 de julio de 2005 - Delegatura para emisores).

5 En algunos casos los principales acreedores resultan ser los mismos jugadores. Un caso que puede citar se es el del Club deportivo los Millonarios, el equipo que más veces ha ganado el torneo nacional y donde militaron grandes del fútbol como Alfredo Di Stéfano y Adolfo Pedernera, pero que debido a una profunda crisis económica tuvo que acogerse a la llamada de ley reestructuración de pasivos (ley 550 de 1999) a fin de poder llegar a acuerdos de pagos con los acreedores para de esa forma poder salvar la institución de una posible liquidación.

6 Fernández Fernández Loreto y otros. Financiación de entidades deportivas en el mercado bursátil. [http://www.kirolzerbitzua.net/adminkirolak/docsdin/Escudero%20Prado\\_Financiación%20de%20Entidades%20Deportivas%20en%20el%20Mercado%20Burs%C3%A1til.pdf](http://www.kirolzerbitzua.net/adminkirolak/docsdin/Escudero%20Prado_Financiación%20de%20Entidades%20Deportivas%20en%20el%20Mercado%20Burs%C3%A1til.pdf)

mar equipos competitivos para obtener buenos resultados deportivos que inviten a los aficionados a asistir a los estadios.

Lo anterior, ha llamado la atención del gobierno nacional que desde hace algún tiempo viene impulsando la idea de transformar los clubes en verdaderas empresas, insistiendo en la necesidad de democratizarlos a través de la consecución de nuevos socios, prioritariamente los hinchas. Así, el actual gobierno ha presentado varias iniciativas tendientes a mejorar la situación financiera de los clubes, las cuales han ido desde proponer a los propietarios de los equipos vender a nuevos socios una fracción de sus actuales participaciones<sup>7</sup>, hasta la que actualmente viene gestando a través de COLDEPORTES, que busca convertir los clubes del rentado nacional en “sociedades anónimas deportivas” (SAD) a partir del modelo español<sup>8</sup>.

Desde nuestro punto de vista la adopción de las SAD es una excelente iniciativa, sin embargo, creemos que la solución a los problemas financieros de los clubes colombianos puede encontrarse en parte con la salida de estos a bolsa, ya que es allí donde pueden encontrar los recursos necesarios para salir de su crisis y alcanzar gradualmente la democratización deseada.

### 3. El mercado de valores

La idea de llevar los clubes al mercado de valores es uno de los aspectos más difundidos en el ambiente futbolístico mundial. Sin embargo, es poco lo que se conoce sobre éste, quiénes interactúan en él y los distintos instrumentos que allí se negocian. Así, vale pena comenzar por definir los valores como todos aquellos títulos de carácter negociable, que sean ofrecidos públicamente en el mercado por entidades emisoras,<sup>9</sup> en serie o en masa y cuyo objeto sea la captación de recursos del público, a fin de obtener financiación para la realización de sus negocios, ejemplo de ellos son las acciones y los bonos. A estos valores también se les denomina comúnmente como títulos o papeles.

Igualmente, podemos afirmar que el mercado de valores es un sistema compuesto por personas, instituciones y medios que se encargan de canalizar el ahorro que generan los agentes con superávit hacia la inversión a través de la negociación de valores. Dentro de éste, encontramos las bolsas de valores, punto de encuentro de los actores del mercado, las

cuales son sociedades autorizadas por el Estado para administrar el mercado y proveer las condiciones para el acercamiento entre demandantes y oferentes de valores. También actúan en este mercado agentes como las sociedades comisionistas de bolsa, intermediarios principales de este mercado, en la medida en que es a través de ellas que los inversionistas pueden primariamente comprar o vender valores; las agencias calificadoras de riesgos, cuya función es la de asignar una determinada calificación a las emisiones según los riesgos que puedan tener para los inversores; y los inversionistas; de la misma manera son actores importantes del mercado organismos estatales, como el gobierno, la SUPERFINANCIERA y los organismos autorreguladores, que son órganos surgidos de la propia industria y cuyas funciones básicas son dictar reglamentos, supervisar el mercado y disciplinar a los intermediarios de valores, sin que ello implique una dualidad de funciones con el supervisor financiero.

Por último, debe destacarse que este mercado tiene como piedra angular la confianza de los inversores, por tanto aspectos como el suministro de información veraz y oportuna por parte de los emisores es fundamental para la transparencia y adecuado funcionamiento del mismo y la protección de los inversores. Por ello, las obligaciones de información de los emisores son bastante exigentes y a menudo resulta ser la principal preocupación del órgano supervisor.

#### 3.1. El mercado de valores una alternativa para la financiación de los equipos del fútbol en Colombia

El mercado de valores colombiano se encuentra actualmente segmentado básicamente en dos mercados a saber:

- 1) El de renta fija, donde se negocian todos aquellos instrumentos de deuda que ofrecen al inversionista la devolución del capital invertido más unos intereses ofrecidos por el emisor a la fecha de vencimiento del plazo de los títulos, títulos que pueden ser de deuda pública como los TES que emite la nación, o de deuda privada como los bonos corporativos o los papeles comerciales; y
- 2) El de renta variable, donde se tranzan aquellos valores que, como las acciones de las sociedades cotizadas no garantizan ningún tipo de rendimiento a los inversionistas, ya que aquí la renta-

7 En este sentido véase Millán Correa, Mauricio. “La democratización del fútbol colombiano un fracaso anunciado”. Periódico deportivo “Nuevo estadio”. [http://www.nuevostadio.com/php/ver\\_noticia.php?noticia=2405&seccion=1&fecha=2006-7-10](http://www.nuevostadio.com/php/ver_noticia.php?noticia=2405&seccion=1&fecha=2006-7-10)

8 Véase Viana Rojas, Jaime. “Equipos de fútbol maquillan balances”. Periódico “Portafolio”. [http://www.portafolio.com.co/port\\_secc\\_online/porta\\_econ\\_online/2007-10-24/ARTICULO-WEB-NOTA\\_INTERIOR\\_PORTA-3681175.html](http://www.portafolio.com.co/port_secc_online/porta_econ_online/2007-10-24/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-3681175.html)

9 En Colombia de acuerdo con el artículo 1.1.2.2. de la Resolución 400 de 1995 de la Sala General de la Superintendencia de Valores de Colombia (hoy SUPERFINANCIERA) pueden emitir valores entre otras las sociedades por acciones como las anónimas, los patrimonios autónomos y las entidades sin ánimo de lucro como las corporaciones deportivas.

bilidad de la inversión está ligada a las utilidades obtenidas por la empresa en la cual se invirtió y por las ganancias de capital obtenidas por la diferencia entre el precio de compra y venta<sup>10</sup>.

De estos mercados, el que en Colombia acapara casi todo el mercado bursátil es el de renta fija, el cual en septiembre de 2009 representó más del 90% del total de las transacciones efectuadas en la bolsa de valores de Colombia (BVC), como se puede ver en el siguiente gráfico:

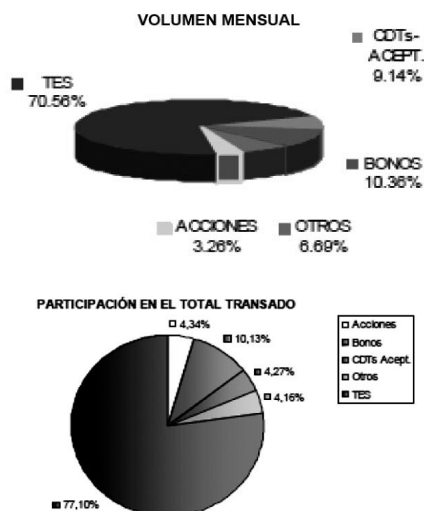
Gráfico 1.



Fuente: BVC. Los mercados de la BVC en septiembre, publicado el 8 de octubre de 2009.

Este dominio del mercado de renta fija se puede explicar entre otras razones, por la normativa de importantes actores como los fondos de pensiones, que los obliga a invertir gran parte de sus recursos en TES, y por el moderado perfil de riesgo que existe en los inversionistas colombianos. Pese a ello, el mercado de renta variable ha ido aumentando su participación al punto que la comparación de los meses de octubre de 2007 y 2009 muestra que el mercado accionario pasó de representar el 3,26% del mercado al 4,34%<sup>11</sup>, lo que muestra un crecimiento importante, pues se evidencia que pese a los riesgos de este mercado, las acciones de las sociedades cotizadas son vistas cada vez más como una buena alternativa de inversión.

Gráfico 2.



Fuentes: BVC. Los mercados de la BVC en Agosto de 2007 y Los mercados de la BVC en Agosto de 2009.

### 3.1.1. Algunos mecanismos para captación de recursos a través del mercado de valores

En el mercado de valores colombiano existen actualmente diversos valores a través de los cuales los emisores pueden financiarse, siendo los más conocidos los bonos y las acciones. Sin embargo, existen otro tipo de valores e incluso de vehículos que pueden ayudar a que los clubes que ingresen a este mercado puedan obtener recursos para sus proyectos.

#### 3.1.1.1. La renta fija

Los valores de renta fija que pueden ser utilizados por parte de los clubes en el mercado bursátil colombiano para captar recursos del público son básicamente, los papeles comerciales, los bonos y los títulos resultantes de las titularizaciones. Estos títulos, por su menor nivel de riesgo frente a las acciones podrían resultar muy atractivos para los inversores, en especial para los no profesionales como los hinchas. Sin embargo, debe aclararse que pese a su género, estos títulos tienen riesgos como cualquier inversión bursátil, así lo reconocen expertos como Juan Manuel Maza, al afirmar que: “Se trata de un riesgo diferente si lo comparamos con la volatilidad de la renta variable. Pero, al fin y al cabo, riesgo también... Los dos riesgos de invertir en renta fija es la calidad del papel que, en caso de quiebra o suspensión de pagos, puede no pagar el principal, por lo que hay que elegir calidad; el segundo es el movimiento de tipos de interés. Cuando estos suben baja el valor del papel y viceversa”<sup>12</sup>.

##### 3.1.1.1.1. Los papeles comerciales

Estos instrumentos de deuda son pagarés ofrecidos públicamente en el mercado de valores a través de emisiones masivas o seriales. Se caracterizan principalmente porque pueden ser emitidos tanto por sociedades anónimas como por entidades sin ánimo de lucro. Las emisiones pueden ser garantizadas por instituciones financieras; su plazo de vencimiento no puede ser inferior a 15 días ni superior a un año. El monto mínimo de la emisión debe ser del dos mil (2.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes; los intereses se pueden pagar junto con el capital al vencimiento del título. La emisión puede hacerse de forma única sin posibilidad de prórroga del plazo de vencimiento o de manera rotativa con o sin prórroga del plazo, en este último caso la prórroga será como máximo por un término igual al inicial.

La importancia de este tipo de valores para las empresas que quieran ingresar a bolsa es tal, que ex-

10 En este sentido véase B.V.C. <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=30>  
 11 Ver gráfico 2.  
 12 MAZA, Juan Manuel. “Renta Fija: Invertir en bonos” [www.jmmaza.com/rentafija.htm](http://www.jmmaza.com/rentafija.htm)

pertos del mercado bursátil colombiano como Carlos A. Londoño los consideran el instrumento ideal para ingresar al mismo, entre otras razones porque permiten solucionar las necesidades de liquidez de corto plazo y resulta atractivo para inversionistas no institucionales como las personas naturales y las empresas del sector real<sup>13</sup>.

Este tipo de papeles ha sido utilizado en el pasado reciente por clubes de fútbol para financiar su capital de trabajo. Un ejemplo lo encontramos a finales de los ochentas cuando el Barcelona emitió los llamados pagarés Koeman para financiar el fichaje del ex defensor holandés<sup>14</sup>.

Desde nuestro punto de vista, la emisión de estos valores constituye una buena opción para la salida a bolsa de los clubes del fútbol nacional, entre otras cosas porque son títulos cuyos destinatarios podrían ser las personas naturales, en especial los hinchas de los equipos, con lo que se conseguiría liquidez para invertir en capital de trabajo. Así por ejemplo, con los recursos que se captan se podrían realizar amistosos de lujo con los grandes clubes de Europa, lo que además de la venta de boletas, generaría ingresos a los equipos por derechos de televisión, con lo que se recuperaría el costo de la emisión, se generarían rentas para el emisor y confianza en el público para futuras emisiones.

### **3.1.1.1.2. Los bonos corporativos**

Los bonos corporativos son básicamente títulos de renta fija que emite una organización privada para captar recursos a largo plazo a un costo fijo predecible en el tiempo. Al igual que los papeles comerciales, estos títulos pueden ser emitidos por sociedades anónimas o por entidades sin ánimo de lucro, y el monto de la emisión debe ser de como mínimo dos mil (2.000) salarios mínimos mensuales. Sin embargo, se diferencian de los papeles comerciales porque a) son instrumento de deuda de largo plazo, pues su plazo de vencimiento no puede ser inferior a un año; b) se pueden emitir en forma sindicada, es decir, varias entidades pueden hacer una emisión conjunta; c) Pueden ser de varias clases, por ejemplo, ordinarios, caso en el cual al vencimiento del título se le paga al inversor el capital más los correspondientes intereses, o convertibles en acciones<sup>15</sup>, donde al vencimiento del título el inversionista recibe obligatoria u op-

cionalmente un número determinado de acciones de la compañía emisora; y d) Se utilizan por sus emisores para financiar proyectos como la construcción de plantas de producción e inversiones en activos fijos.

En el pasado, varios equipos de fútbol han utilizado estos valores para financiar sus proyectos deportivos. Por ejemplo, en 1953 Real Madrid realizó una emisión destinada a la ampliación del estadio de Chamartín (hoy Santiago Bernabeu). Esta emisión tuvo un modelo interesante ya que el club merengue emitió dos tipos de bonos, unos con un valor nominal de 6,01€ dirigidos a inversionistas institucionales y otros de 0,601€ para pequeños inversionistas<sup>16</sup>, lo cual facilitó que sus hinchas invirtieran en estos papeles. Este club también realizó dos emisiones de bonos en 1957 y 1960 con el objeto de financiar su Ciudad Deportiva.

En Colombia el mercado de bonos corporativos se caracteriza por ser ilíquido, entre otras razones por la escasez de emisiones, el bajo monto de las mismas y a que se dirigen principalmente a inversionistas institucionales<sup>17</sup>. Pese a ello, su volumen de participación en el mercado ha ido en alza, pasando de un 5.9% al final el primer semestre de 2006 a un 10.36%<sup>18</sup> en octubre de 2007, lo cual muestra que tales títulos poco a poco han ido ganando terreno en el mercado.

En este entorno, consideramos que la emisión de bonos además de ser un mecanismo idóneo para que los clubes financien inversiones de largo plazo, tales como su infraestructura deportiva, o el fichaje de jugadores para conformar equipos competitivos, permitiría a los clubes chicos hacer emisiones sindicadas para obtener recursos que les ayuden a crecer. Además, tales emisiones serían una buena fuente para dar liquidez y profundizar este mercado gracias a la aparición de nuevos emisores y al interés que tendrían estos en vender sus títulos, tanto a inversionistas institucionales como a las personas naturales, en especial a sus propios hinchas.

### **3.1.1.1.3. Los procesos de titularización de activos<sup>19</sup>**

Uno de los mecanismos que últimamente han venido utilizando los clubes del fútbol internacional para financiarse a través del mercado de valores es la titularización de activos, operación que podemos

13 Londoño, Carlos A. "Papeles Comerciales: El Instrumento de Deuda Ideal para Ingresar al Mercado de Capitales". Corredores asociados S.A. [www.colombiacapital.com.co](http://www.colombiacapital.com.co)

14 Sánchez Martín, Jordi. "Sociedades anónimas deportivas y mercados financieros". [www.esrp.com/art/clubes1.pdf](http://www.esrp.com/art/clubes1.pdf)

15 Estos bonos solo pueden ser emitidos por sociedades por acciones, no por entidades sin ánimo de lucro. Además debe destacarse que en Colombia estos bonos hacen parte del mercado de renta variable.

16 En este sentido véase Cueto Ignacio citado por Fernández Fernández y otros.

17 En este sentido, véase Asociación Bancaria y de entidades financieras de Colombia. "Bonos Corporativos: un mercado que requiere impulso", en "La semana económica" N° 599. Bogotá. Abril de 2007.

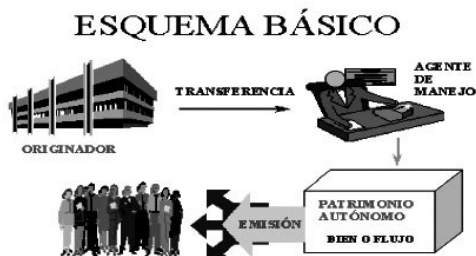
18 Ver gráficos 1 y 2.

19 En algunos países se le conoce a esta operación como securitización o titulización de activos.



definir como un mecanismo mediante el cual el originador del proceso, con la intención de captar recursos transfiera a una sociedad fiduciaria unos activos capaces de generar flujos de caja futuros, con los que se constituye un patrimonio autónomo, el cual emite los títulos que habrán de ser colocados en el mercado por agentes colocadores de valores a fin de que éstos sean adquiridos por los inversionistas, como puede verse en el siguiente gráfico:

Grafico 3.



Fuente. [www.geocities.com/sanmiguelpetro/titulariz.htm](http://www.geocities.com/sanmiguelpetro/titulariz.htm)

Aunque estos títulos en principio son de renta fija, la regulación colombiana, permite que se puedan emitir igualmente títulos cuya renta sea variable y títulos mixtos donde además de dar participación al inversor en las utilidades o pérdidas del negocio le garanticen una rentabilidad mínima, lo cual es ideal para aquellos inversionistas con un perfil de riesgo moderado. Vale destacar que en Colombia, el mercado de las titularizaciones ha crecido en forma significativa, alcanzando para el 2006, un volumen negociado de más de 1.000 millones de euros en la BVC, lo que significó un aumento de casi el 100% en comparación con el año 2004, tal avance se produjo principalmente por las titularizaciones del sector hipotecario, de cartera de crédito y de flujos de caja<sup>20</sup>.

En los mercados internacionales son varios los clubes de fútbol que han hecho uso de este mecanismo para financiarse. Dentro de estos casos encontramos las titularizaciones hechas por equipos de la Liga Premier de Inglaterra como el Tottenham Hotspurs, Newcastle United, o el Everton, que en el 2002 emitió 30 millones de libras esterlinas contra flujos futuros de venta de entradas para sus partidos<sup>21</sup>. En Italia, el Parma titularizó entre los años 2002 y 2003, 94 millones de euros generados por flujos futuros de derechos de transmisión de sus partidos por televisión, licencias y auspicios. Por su parte, en España

el Racing Club de Santander se convirtió en 2006 en el primer club ibérico en utilizar esta operación para financiarse. En este caso, el club realizó una emisión de 17.8 millones de euros con un plazo de 11 años, cuyo subyacente eran los derechos futuros de una licencia otorgada por la empresa pública regional CEP Cantabria a dicho club. Esta emisión fue dirigida a inversionistas institucionales pues fue colocada a través de 356 bonos con un valor nominal de 50.000 euros, la cual además no tuvo que salir a bolsa pues fue adquirida en su totalidad por un solo inversor, la Confederación Española de Cajas de Ahorro<sup>22</sup>.

En Colombia, la titularización podría convertirse en un buen mecanismo para que los clubes se financien, ya que les permitiría captar recursos a largo plazo, pudiendo titularizar desde flujos de caja futuros provenientes de los ingresos por derechos de televisión o venta de boletería, hasta los proyectos de construcción de estadios propios.

### 3.1.1.2. La renta variable

Las inversiones en este mercado son más riesgosas puesto que los inversores desconocen cuanto recibirán al momento de vender sus títulos, ya que serán circunstancias como el valor a precios de mercado de las acciones las que determinen las pérdidas o ganancias de la inversión.

#### 3.1.1.2.1. La emisión de acciones y la democratización de la propiedad accionaria de los equipos se fútbol

Otra forma como los clubes de fútbol podrían financiarse en el mercado, y sin duda la más conocida, es mediante el mercado accionario, para lo cual se viene promoviendo la idea de transformar los equipos en sociedades anónimas, enlistar sus acciones<sup>23</sup> en bolsa y transarlas como lo hacen otras empresas, lo cual básicamente supondría la adquisición de recursos frescos y la democratización de los clubes, pues serían muchos los inversionistas que entrarían a ser parte de la vida corporativa de estos emisores.

La emisión de acciones en bolsa es usada desde hace años por algunos equipos para capitalizarse, clubes como Manchester United, Tottenham Hotspurs, primer club de fútbol en cotizar sus acciones en la bolsa

20 CORDOBA, Juan Pablo. "Las titularizaciones en el mercado colombiano". [www.titularizadora.com/archivos/documentos/boletines/BoletinSep2006/html5anios/ppts/cordoba.ppt](http://www.titularizadora.com/archivos/documentos/boletines/BoletinSep2006/html5anios/ppts/cordoba.ppt)

21 Ver Institucion Investros Newslster. Citado por Nacional Financiera Boliviana. "Titularización de los equipos de fútbol en Europa". Boletín informativo sobre titularización. [www.nafibo.com.bo/titularizacion/boletin2.asp?Id=1&Id2=6](http://www.nafibo.com.bo/titularizacion/boletin2.asp?Id=1&Id2=6)

22 Ver El Diario Montañés. "El caso del Racing, un modelo a seguir en la titulación de derechos futuros". [www.eldiariomontanes.es/20060817/deportes/caso-racing-modelo-seguir\\_20060817.html](http://www.eldiariomontanes.es/20060817/deportes/caso-racing-modelo-seguir_20060817.html)

23 Las acciones son las partes en que se divide el capital de una sociedad anónima o en comandita por acciones, las mismas están representadas en títulos libremente negociables que confieren a su propietario la calidad de accionista de la compañía emisora. En el mercado bursátil colombiano, se negocian tres tipos de acciones a saber: las ordinarias que dan a su propietario derecho a estar presente en las reuniones de la asamblea general de accionistas y votar en ellas, y recibir una parte utilidades de la empresa; las privilegiadas que además de los derechos anteriores, dan a su propietario beneficios adicionales como dividendos superiores a los de las acciones ordinarias; y acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto en las cuales el dividendo de estos accionistas tiende a ser una suma fija que se le otorga a los inversionistas a cambio de que renuncien a su derecho de voto.

**“En cuanto a la cotización de los clubes, varios estudios han demostrado que este tipo de acciones tienden a ser bastante volátiles, pues existe una importante influencia de los resultados deportivos en su valor.”**



de Londres en 1983, Borussia Dortmund, Lazio, Juventus o el Colo Colo de Chile han cotizado sus acciones en distintas plazas bursátiles buscando captar recursos para desarrollar sus proyectos y expandir sus negocios. De los anteriores, sin duda el caso más reconocido es el del Manchester United que cotizó en la bolsa de Londres entre 1991 y 2005, periodo durante el cual consiguió multiplicar su valor y gracias a la financiación bursátil pudo contratar jugadores de primer nivel que lo llevaron a ganar varios torneos nacionales e internacionales.

En principio, se podría afirmar que la emisión de acciones es un buen mecanismo de financiación, entre otras razones porque se obtiene capital a término indefinido, lo cual permite financiar proyectos a largo plazo, se pueden captar importantes sumas de dinero tanto de inversionistas institucionales como pequeños inversores; los accionistas sólo perciben dividendos cuando la sociedad obtiene utilidades; existe una valoración permanente de la empresa a precios de mercado, supone una mejora de la gestión de la empresa por parte de los directivos ya que las empresas quedan bajo la supervisión estatal; y porque listar en bolsa supone una mejora en la imagen corporativa<sup>24</sup>.

Pese a las consideraciones anteriores, es menester indicar que la experiencia bursátil de los clubes que han cotizado sus acciones ha demostrado que este mecanismo tiene varias limitaciones relacionadas con los éxitos de las emisiones, la posterior cotización de las mismas y su rentabilidad. En este sentido, para expertos como el chileno Jaime Larraín no todos los clubes son factibles de llevar a bolsa, ya que es difícil que por ejemplo el éxito que en su país tuvo la cotización de acciones de Colo Colo (que logró que el club pasara de estar en quiebra en 2001 a ser el club más rico de Chile en 2006) se repita en equipos más pequeños de regiones, pues considera que pocos in-

versores comprarían acciones de clubes como Temuco o San Felipe<sup>25</sup>. Esto a nuestro modo de ver es muy importante para el caso colombiano, pues a primera vista podría pensarse que las salidas a bolsa de equipos como Atlético Nacional, Millonarios, América o Deportivo Cali tendrían la posibilidad de ser exitosas pues son los equipos con mayor afición y más títulos de Colombia, mientras que sería poco factible que clubes chicos como Quindío o Pasto, equipos de provincia y con enormes carencias de recursos y aficionados puedan atraer a los inversionistas. Sin embargo, no todos los clubes que cuentan con un buen número de aficionados, ganan títulos o cuentan con recursos económicos han tenido salidas a bolsa exitosas como las de Manchester United o Colo Colo. Por ejemplo, el Borussia Dortmund, pese a ser uno de los equipos más importantes de Alemania, a que en los noventa fuera campeón de Europa y, que cotiza en un mercado maduro, ha visto como el precio de sus acciones ha caído desde el momento de su emisión, pasando de los 11 euros que originalmente valía cada una a tan solo 1,45 euros el 19 de enero de 2008, con lo cual se evidencia que estos factores en todos los casos no aseguran que las acciones de los clubes tengan una buena demanda en el mercado.

En cuanto a la cotización de los clubes varios estudios han demostrado que este tipo de acciones tienden a ser bastante volátiles pues existe una importante influencia de los resultados deportivos en su valor. Así por ejemplo, en un estudio hecho con equipos que cotizan en la bolsa de Londres, se concluyó que las acciones de algunos equipos eran muy sensibles, ya que si los equipos lograban victorias tales acciones podían subir al día siguiente, mientras que si eran derrotados posteriormente el valor de las mismas caía en el mercado<sup>26</sup>. En este sentido, encontramos que por ejemplo que en enero de 2000 la eliminación del

24 En este sentido véase: Bolsa de comercio de Santiago. “Emisión de acciones como alternativa de financiamiento”. Santiago. 2002.

25 Véase Diario Estrategia. “El fútbol se tomará la bolsa”. [www.estrategia.cl/histo/200507/18/valores/futbol.htm](http://www.estrategia.cl/histo/200507/18/valores/futbol.htm)

26 Ver Ximénez de Sandoval Torres, José Luis. “El fútbol en los mercados de valores”. <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2002/07/pp.58-62.pdf>

Manchester United del mundial de clubes a manos del Vasco da Gama de Brasil produjo una caída en el precio de sus acciones. Sin embargo, en marzo del mismo año las acciones de este club marcaron record al alcanzar una alta cotización luego de la victoria de este club sobre el Bordeaux de Francia que lo ponía cerca de clasificar a la segunda fase de la Champions League de ese año. Un caso similar ocurrió en mayo de 2000 cuando la Lazio de Italia ganó la liga de ese país, al día siguiente sus acciones aumentaron un 25% en la bolsa de Milán, lo cual provocó que el valor de su capitalización pasara de 277 a más de 323,4 millones de euros<sup>27</sup>.

Además de lo anterior, otros factores como la imagen del club, las contrataciones o despidos de jugadores o las sanciones impuestas al equipo o sus jugadores han influido en valor de las acciones. Casos como el despido en 1998 del holandés Ruud Gullit del Chelsea, provocó una caída del 10% en las acciones del club. Igualmente, el ocurrido en la temporada 2000 – 2001 con la Lazio cuando su estrella el Serbio Mihailovic lanzó insultos racistas a un jugador del Arsenal de Inglaterra que hizo que sus acciones tuvieran una importante desvalorización, o el de las acciones de la Juventus que en 2006 luego de que fuera descendido a la Serie B de Italia perdieran en un 55% de su valor muestran la enorme volatilidad que pueden tener estas acciones, lo cual ha llevado a que los expertos hablen de la existencia de inversionistas pasionales, asunto que le añade una mayor grado de especulación a estos valores frente a las acciones de otro tipo de empresas<sup>28</sup>.

Un último factor que aleja a los inversionistas de las acciones de los clubes y sin lugar a dudas el más importante es de su rentabilidad. Para expertos como Matthew Halt analista del Football Governance Research, el modelo del mercado de valores no es apropiado para los equipos, pues además de los objetivos comerciales de cualquier empresa, tienen objetivos deportivos, lo cual explica su tendencia a invertir casi todos sus ingresos en los salarios de los jugadores. Por su parte, el profesor español José Luis Fernández Valderrama es más extremo llegando a afirmar que nunca invertiría en clubes de fútbol porque estos no buscan la rentabilidad económica, y para sustentar su tesis enseña que pese a que durante el 2005 el Real Madrid tuvo 275 millones de euros sus ganancias fueron apenas de 6 millones<sup>29</sup>.

Bajo esta óptica, consideramos que si bien la emisión de acciones en bolsa puede ser un buen me-

canismo para lograr la democratización de los equipos colombianos y hacer que estos consigan recursos para financiarse, no resulta factible para la mayoría de ellos realizar este tipo de operación en el corto plazo, tanto por los factores que influyen en el valor de estas acciones, como por el tamaño que actualmente tiene el mercado accionario local, el cual pese a su crecimiento no llega a representar ni el 10% del total de las operaciones de bolsa, lo cual a larga, podría llevar a que los inversionistas no encontraran en ciertos momentos demanda por las acciones que tengan en su poder, como en el caso del Borussia Dortmund, los obligue a venderlas a precios inferiores a los de adquisición con lo que estos incurrirían en pérdidas y los clubes en una disminución de su valor bursátil.

#### 4. Las carteras colectivas (fondos de inversión)

Otro de los mecanismos que desde hace algún tiempo se viene empleando en distintos países para financiar la actividad de los clubes es de los fondos de inversión o carteras colectivas, los cuales se pueden definir como vehículos de captación o administración de recursos entregados por un número plural de personas a una sociedad autorizada para tal efecto, a fin de que sean invertidos colectivamente<sup>30</sup> y de estas forma obtener rentabilidades.

Estos fondos son calificados actualmente como inversiones institucionales, convirtiéndose en actores importantes del mercado de valores gracias a que, por una parte a través de ellos se acumula una gran cantidad de recursos que luego son invertidos en los distintos títulos, con lo cual se canaliza el ahorro del público hacia la inversión, y por la otra, a que ofrecen a sus inversionistas una alternativa más rentable que las que normalmente ofrecen las cuentas de ahorros. Tal ha sido la importancia de estos vehículos de inversión en los últimos años en Colombia, que el gobierno por medio del decreto 2175 de 2007 realizó una trascendental reforma en procura de organizar y modernizar este subsector. En dicha reforma, se determinó cambiar la denominación genérica de fondos por la de carteras colectivas, clasificándolas como abiertas cuando quiera que los inversionistas puedan retirar sus recursos en cualquier tiempo; escalonados cuando el inversor sólo pueda efectuar tal retiro una vez transcurridos los plazos previamente determinados; y cerradas cuando el inversionista sólo puede retirarse al finalizar el plazo previsto para la duración de la respectiva cartera. Vale la pena desta-

27 En este sentido véase Sánchez Martín, Jordi. *Ibid.*

28 *Ibid.*

29 Díaz, David. "Invertir en fútbol, una jugada arriesgada". [www.cincodias.com/articulo/D/Invertir/futbol/jugada/arriesgada/cdspor/20060422edsediena\\_2/Tes/](http://www.cincodias.com/articulo/D/Invertir/futbol/jugada/arriesgada/cdspor/20060422edsediena_2/Tes/)

30 Estas carteras colectivas o fondos de inversión se encuentran divididos internamente en participaciones que representan el número de unidades que tienen cada inversionista en la respectiva cartera.



car que en el citado decreto se le dio a los documentos representativos de los derechos de participación que tengan los inversionistas en carteras colectivas cerradas y escalonadas, la calidad de valores negociables en el mercado bursátil, por lo que los mismos podrán transarse como cualquier acción.

Por último, es indispensable resaltar que estos inversionistas institucionales están jugando actualmente un papel importante fuera del mercado de valores, principalmente en sectores como el inmobiliario o el energético, por lo cual creemos que podrían convertirse en un elemento clave para el desarrollo del mercado futbolístico colombiano.

#### 4.1. Las carteras o fondos de inversión en traspasos

Uno de los mecanismos financieros que se ha venido desarrollando en los últimos años es el de los llamados fondos de inversión en traspasos, los cuales son básicamente carteras colectivas constituidas con los aportes de personas que apuestan por invertir sus recursos en los derechos deportivos de jugadores jóvenes, principalmente de las canteras de los clubes con edades entre los 14 y los 26 años; y una importante proyección deportiva a fin de que una vez que estos hayan logrado una buena cotización en el mercado de pases sean vendidos por cifras representativas que les permitan obtener rentabilidades.

Uno de los primeros clubes en hacer uso de este mecanismo fue el Boca Juniors de Argentina, que en 1997 creó un fondo de este tipo, el cual llegó a contar con un importante número de inversores que lo llevaron a recaudar casi 13 millones de dólares al momento de la suscripción inicial, además este fondo empezó a cotizar en la bolsa de Buenos Aires como una acción más, ya que era un fondo cerrado con límite de cuotas-partes. Dicho fondo operaba en asocio con el club, el cual le transfería un porcentaje de los derechos deportivos de los jugadores a valor de costo, siempre que éstos fueran menores de 26 años y la compra fuera aprobada de forma unánime por el comité del fondo, el que estaba integrado por directivos de Boca Juniors, el director técnico, asesores, y representantes de la sociedad administradora del fondo, los cuales eran prestados al club para que los pusiera a jugar. Así, el fondo llegó a adquirir importantes porcentajes en los pases de jugadores como Martín Palermo o Walter Samuel, cuya millonaria venta a la Roma de Italia trajo importantes ganancias al Fondo.

Por otro lado, hay que destacar que según un estudio hecho por el profesor argentino Daniel Esteban Perrotti,<sup>31</sup> a diferencia de lo que ocurría con las ac-

ciones de otros clubes, el valor de este fondo no se veía afectado por los resultados deportivos, pues si bien en dicho fondo habían inversionistas pasionales, también tenía una importante presencia de inversionistas institucionales que le hacían contrapeso a las posturas asumidas por los primeros. En últimas, al liquidarse el Fondo en 2003, seis años después de su constitución, reportó ganancias de 30 millones de dólares, de los cuales casi 10 millones correspondieron a inversionistas distintos al club.

La experiencia de Boca Juniors ha sido replicada por algunos fondos europeos como MSI, que en 2005 adquirió los pases de los argentinos Carlos Tévez y Javier Mascherano por casi 35 millones de dólares, para venderlos casi un año después por un precio superior luego de haberlos enrolado en el Corinthians de Brasil, y otros de reciente formación como GSI, GSA o TOP GOAL que operan en los mercados de Italia, Portugal y España lo que en últimas muestra este modelo como un buen negocio y como un camino a seguir en Colombia.

## 5. Conclusiones y recomendaciones

Luego de realizar este artículo, podemos concluir que la salida de los clubes de fútbol colombianos a bolsa se constituye en una excelente forma para que estos puedan financiar sus proyectos y convertirse en empresas rentables. Sin embargo, dicha salida a bolsa es un proceso que deberá ser realizado de forma paulatina, ya que el mercado de valores colombiano es un mercado que aún se encuentra en desarrollo y no existe en el país una verdadera cultura bursátil. En este sentido, es importante a nuestro modo de ver que los clubes que decidan salir a bolsa lo hagan a través de la emisión de instrumentos de renta fija, puesto que además de que este mercado es el que domina ampliamente el mercado bursátil patrio, daría a los inversores una sensación de menor riesgo frente al mercado accionario.

Bajo esta óptica, sería importante que los clubes ingresaran al mercado con la emisión de papeles comerciales, los cuales por ser instrumentos de corto plazo por una parte proporcionarían a los clubes recursos para invertir en capital de trabajo y por otra les permitiría ganar la confianza de los inversores, ya que la devolución de su dinero y la rentabilidad se haría en poco tiempo, con lo que se mostraría al emisor como una entidad sólida en la cual se puede invertir. Posteriormente, podrían realizar una emisión de bonos para obtener financiación a un plazo superior, con lo cual se realizarían por ejemplo, fichajes de importantes jugadores para conformar equipos

31 Perrotti, Daniel Esteban. "Incidencia económica de resultados deportivos: el caso del fondo común cerrado de inversiones Boca Juniors". [www.aaep.org.ar/espa/anales/works06/PerrottiDaniel.pdf](http://www.aaep.org.ar/espa/anales/works06/PerrottiDaniel.pdf)

competitivos para varias temporadas. Igualmente, los equipos una vez hayan realizado las emisiones anteriores, podrían titularizar sus flujos de caja o proyectos de infraestructura como la construcción de estadios propios, con lo que se conseguirían de forma anticipada recursos para la realización de inversiones por parte de estos. Por último, podría pensarse en la transformación de los clubes en sociedades anónimas y enlistar sus acciones en bolsa a fin de lograr su democratización y la obtención de recursos a largo plazo. Esta opción, por lo menos para el caso colombiano, consideramos que se debe tomar luego de tener reconocimiento en el mercado y una solidez financiera, puesto que la experiencia europea ha demostrado este tipo de acciones son proclives a verse afectadas por los resultados deportivos, por lo tanto los inversionistas solo las verían como una verdadera opción de inversión si las empresas de antemano han demostrado ser rentables.

Por último, considero que la creación de carteras colectivas o fondos de inversión en traspasos sería una excelente opción para canalizar la inversión hacia el principal activo de los clubes, los jugadores, pues le permitiría fortalecer sus canteras e ingresar con fuerza en el mercado de pases, cuya rentabilidad ha venido demostrándose en los últimos años en países como Argentina y Brasil sobre todo cuando se realizan transacciones internacionales, además supondría la participación en las ganancias obtenidas por la venta de jugadores a las personas que tengan participaciones en dichos vehículos de inversión.

## 6. Bibliografía

Asociación Bancaria y de entidades Financieras de Colombia. “Bonos Corporativos: un mercado que requiere impulso”, en La Semana Económica N° 599. Bogotá. Abril de 2007.

BARRAZA, Jorge. “El ejemplo de Colo-Colo: de la quiebra al paraíso”.

- [www.eltiempo.com/opinion/columnistas/jorgebarraza/ARTICULO-WEB-NOTA\\_INTERIOR-3384352.html](http://www.eltiempo.com/opinion/columnistas/jorgebarraza/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR-3384352.html)

Bolsa de valores de Colombia. Informe mensual - semestral, publicado en Julio de 2007.

Bolsa de valores de Colombia. Los mercados de la BVC en octubre, publicado el 8 de noviembre de 2007.

Bolsa de valores de Colombia. Los mercados de la BVC en septiembre, publicado el 8 de octubre de 2007.

CÓRDOBA, Juan Pablo. “Las titularizaciones en el mercado colombiano.” [www.titularizadora.com/archivos/documentos/boletines/BoletinSep2006/html5anios/ppts/cordoba.ppt](http://www.titularizadora.com/archivos/documentos/boletines/BoletinSep2006/html5anios/ppts/cordoba.ppt)

CUETO, Ignacio y Sánchez María José. “Fútbol y Bolsa se dan cita en Madrid”. Revista de la Bolsa de Madrid N° 81. Octubre de 1998.

CUETO, Ignacio. “El mercado español ya sabe de fútbol”. Revista de la Bolsa de Madrid N° 68. Julio de 1998.

CUETO, Ignacio. “Las raíces de la FutBolsamania: FutBolsa= Fútbol, S. A.” Revista de la Bolsa de Madrid N° 57. Julio de 1997.

Diario Estrategia. “El fútbol se tomará la bolsa”.

En: [www.estrategia.cl/histo/200507/18/valores/futbol.htm](http://www.estrategia.cl/histo/200507/18/valores/futbol.htm)

DÍAZ, David. “Invertir en fútbol, una jugada arriesgada”.

- [www.cincodias.com/articulo/D/Invertir/futbol/jugada/arriesgada/cdspor/20060422cd\\_scdicna\\_2/Tes/](http://www.cincodias.com/articulo/D/Invertir/futbol/jugada/arriesgada/cdspor/20060422cd_scdicna_2/Tes/)

ESPADA CORCHADO, Juan Luís. “La cotización de las sociedades anónimas deportivas en las bolsas de valores”.

- [www.iusport.es/php2/index.php?option=com\\_content&task=view&cid=403&Itemid=33](http://www.iusport.es/php2/index.php?option=com_content&task=view&cid=403&Itemid=33)

FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ LORETO y otros. “Financiación de entidades deportivas en el mercado bursátil”.

- [www.kirolzerbitzua.net/adminkirolak/docsdin/Escudero%20Prado\\_Financiaci%C3%B3n%20de%20Entidades%20Deportivas%20en%20el%20Mercado%20Burs%C3%A1til.pdf](http://www.kirolzerbitzua.net/adminkirolak/docsdin/Escudero%20Prado_Financiaci%C3%B3n%20de%20Entidades%20Deportivas%20en%20el%20Mercado%20Burs%C3%A1til.pdf)

GERSCOVICH, Carlos Gustavo. “Derecho Bancario y financiero Moderno”. Primera edición. Editorial Ad-hoc. Buenos Aires. 1999.

Gestión 2000.com. “Curso de bolsa”. Ediciones gestión 2000. Barcelona. 2002.

Guía de fondos de inversión fondos.com.ar. Fondo común cerrado Boca Juniors.

- [www.fondos.com.ar/saber/articulos/boca.htm](http://www.fondos.com.ar/saber/articulos/boca.htm)

HEILING, Rafael. “El fútbol, offside en la bolsa.”

- [www.dw-world.de/dw/article/0,6070,152688,00.html](http://www.dw-world.de/dw/article/0,6070,152688,00.html)

LONDOÑO, Carlos A. “Papeles Comerciales: El Instrumento de Deuda Ideal para Ingresar al Mercado de Capitales”. Corredores asociados S.A. [www.colombiacapital.com.co](http://www.colombiacapital.com.co)

MAZA, Juan Manuel. “Renta Fija: Invertir en bonos”.

- [www.jmmaza.com/rentafija.htm](http://www.jmmaza.com/rentafija.htm)

MAZA, Juan Manuel. “La renta variable”.

- <http://www.jmmaza.com/rentavariante.htm>

MARTÍNEZ, Fernando. “La titulización busca alternativas a las emisiones de deuda hipotecaria”. [www.cincodias.com/articulo/mercados/titulizacion/busca/alternativas/emisiones/deuda/hipotecaria/cdscdi/20070604cdscdimer\\_1/Tes/](http://www.cincodias.com/articulo/mercados/titulizacion/busca/alternativas/emisiones/deuda/hipotecaria/cdscdi/20070604cdscdimer_1/Tes/)

MARTÍNEZ NEIRA, Néstor Humberto. “Cátedra de derecho bancario colombiano.” Segunda edición. Editorial Legis. Bogotá.2004.

MILLÁN CORREA, Mauricio. “La democratización del fútbol colombiano un fracaso anunciado. Periódico deportivo”. Nuevo estadio.

- [www.nuevoestadio.com/php/ver\\_noticia.php?noticia=2405&seccion=1&fecha=2006-7-10](http://www.nuevoestadio.com/php/ver_noticia.php?noticia=2405&seccion=1&fecha=2006-7-10)

MONGE, Tomás. “Dow Jones Stoxx se suma a la fiebre del fútbol y lanza primer índice sectorial.”

- [www.invierta.com/empresas/noticias/noticia.asp?idDoc=61207&idtel=IB16INDU&span=&idNoticia=612107](http://www.invierta.com/empresas/noticias/noticia.asp?idDoc=61207&idtel=IB16INDU&span=&idNoticia=612107)

MONTES, Jimmy. “COLDEPORTES y SUPER-SOCIEDADES alistan estatuto para meter en cintura a equipos del fútbol colombiano.”

- [www.eltiempo.com/deportes/futbol/futbolcolombiano/noticias/ARTICULO-WEB-NOTA\\_INTERIOR-3729736.html](http://www.eltiempo.com/deportes/futbol/futbolcolombiano/noticias/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR-3729736.html)

MORALES, Leonardo. “Fútbol y bolsa: un idilio que genera amor y odio.”

- [www.clarin.com/diario/2000/01/03/o-01801d.htm](http://www.clarin.com/diario/2000/01/03/o-01801d.htm)

NACIONAL FINANCIERA BOLIVIANA. “Titularización de los equipos de fútbol en Europa”. Boletín informativo sobre titularización.

- [www.nafibo.com.bo/titularizacion/boletin2.asp?Id=1&Id2=6](http://www.nafibo.com.bo/titularizacion/boletin2.asp?Id=1&Id2=6)

NARVÁEZ GARCÍA, José Ignacio. “Derecho mercantil colombiano”. Segunda edición. Editorial Legis. 2005.

OLMOS, Marta Fdez. “El fútbol también se juega en los mercados”.

- [www.elpais.com/articulo/economia/futbol/juega/mercados/elpepueco/20070131elpepueco\\_1/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/futbol/juega/mercados/elpepueco/20070131elpepueco_1/Tes)

PERROTTI, Daniel Esteban. “Incidencia económica de resultados deportivos: el caso del fondo común cerrado de inversiones Boca Juniors”. [www.aaep.org.ar/espa/anales/works06/PerrottiDaniel.pdf](http://www.aaep.org.ar/espa/anales/works06/PerrottiDaniel.pdf)

REYES VILLAMIZAR, Francisco. “Derecho societario”. Tomo I. Editorial Temis. Bogotá.2002.

RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. “Negocios fiduciarios”. Primera edición. Editorial Legis. Bogotá. 2005.

SÁNCHEZ MARTÍN Jordi. Sociedades anónimas deportivas y mercados financieros. [www.esrp.com/art/clubes1.pdf](http://www.esrp.com/art/clubes1.pdf)

SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE COLOMBIA. “Concepto 20056 – 946 del 27 de julio de 2005 – Delegatura para emisores”.

VAREL, Luís. “Se inicia el último año de la Xeneixe, sociedad de inversión.”

- [www.clarin.com/diario/2000/10/26/e-02401.htm](http://www.clarin.com/diario/2000/10/26/e-02401.htm)

VARÓN PALOMINO, Juan Carlos. “Portafolios de inversión. Asociación de fiduciarias.” Bogotá.1994.

VEIGA, Gustavo. “El fondo común de inversiones de boca juniors sigue pese a las polémicas.”

- [www.pagina12.com.ar/diario/deportes/8-9949-2002-09-10.html](http://www.pagina12.com.ar/diario/deportes/8-9949-2002-09-10.html)

VEIGA, Gustavo. “Se liquida con polémica el fondo el fondo común de inversiones de Boca Juniors.” [www.pagina12.com.ar/diario/deportes/8-23578-2003-08-03.html](http://www.pagina12.com.ar/diario/deportes/8-23578-2003-08-03.html)

VIANA ROJAS, Jaime. “Equipos de fútbol maquillan balances. Periódico Portafolio.” [http://www.portafolio.com.co/port\\_secc\\_online/porta\\_econ\\_online/2007-10-24/ARTICULO-WEB-NOTA\\_INTERIOR\\_PORTA-3681175.html](http://www.portafolio.com.co/port_secc_online/porta_econ_online/2007-10-24/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-3681175.html)

XIMÉNEZ DE SANDOVAL TORRES, José Luís. “El fútbol en los mercados de valores.”

- <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2002/07/p58-62.pdf>

ZULOAGA, Jorge y Calvo, Pedro. “¿Por qué no rueda el balón en los parques españoles?” [www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/171101/01/70/Por-que-no-rueda-el-balon-en-los-parques-espanoles.html](http://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/171101/01/70/Por-que-no-rueda-el-balon-en-los-parques-espanoles.html)

PERROTTI, Daniel Esteban. “Incidencia económica de resultados deportivos: el caso del fondo común cerrado de inversiones Boca Juniors”.

- [www.aaep.org.ar/espa/anales/works06/PerrottiDaniel.pdf](http://www.aaep.org.ar/espa/anales/works06/PerrottiDaniel.pdf)