



Munich Personal RePEc Archive

# **Professional football and Stock Exchange: experince in some European Leagues**

Barajas, Angel

University of Vigo

May 2002

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/15291/>

MPRA Paper No. 15291, posted 19 May 2009 04:45 UTC

# **Fútbol Profesional y Bolsa: experiencia en otras ligas europeas.**

**Barajas Alonso, Angel Antonio**  
Dpto. de Economía Financeira e Contabilidade  
Facultade de Ciencias Empresariais de Ourense  
Universidade de Vigo  
Campus Universitario  
32004-Ourense

Tfo. 988.36.87.13  
e-mail: [abarajas@uvigo.es](mailto:abarajas@uvigo.es)

## **ABSTRACT**

Desde enero de 2002, las Sociedades Anónimas Deportivas (SAD) pueden cotizar en Bolsa en España. Desde hace varios años, otras ligas europeas nos llevan la delantera y los equipos más relevantes intercambian sus acciones en las Bolsas de Valores. No obstante en España el fútbol ya ha tenido relación con el mercado secundario. En el presente trabajo se repasan estas experiencias y se exponen las condiciones necesarias para que las SAD coticen en España.

Por otro lado, se hace un recorrido por distintas Bolsas europeas para conocer los requisitos exigidos para la cotización de títulos. En concreto se analizan las de Londres, Portugal, Italia y Alemania. Con esto se pretende descubrir los factores que han facilitado que numerosos equipos de la Premier League y la First División inglesa ya coticen, que dos clubes -Oporto y Sporting de Lisboa- ya estén cotizando en la Bolsa de Lisboa, o que en Italia los dos equipos romanos negocien sus acciones en el Mercado Secundario de Milán y recientemente se les haya añadido la Juventus.

Las propias características de los mercados, la cultura financiera de los diferentes países hace que esté más o menos extendida esta forma de búsqueda de recursos. También se exponen en este sentido de forma comparativa como han respondido los inversores ante este tipo de valores.

Finalmente, se hace un estudio sobre la problemática que los analistas encuentran para estimar los precios adecuados para comprar o vender las acciones de los clubes de fútbol. Se analizan una serie de informes financieros sobre la A.S. Roma y la S.S. Lazio entre mayo de 2000 y septiembre de 2001.

### **1. Antecedentes y situación actual en España**

Desde enero de 2002, según lo previsto en la Disposición Transitoria sexta de la Ley del Deporte (redacción de la Ley 50/1998) las Sociedades Anónimas Deportivas (SAD) españolas pueden cotizar en Bolsa. En esa fecha se cumple el plazo de tres años que establece la citada disposición transitoria. Tanto la mencionada ley, como el Real Decreto 1251/1999 sobre Sociedades Anónimas Deportivas, se han orientado hacia la aproximación del régimen jurídico de las entidades que adoptan esta figura al del resto de las sociedades anónimas, con el objeto entre otros de permitir su futura cotización en Bolsa, a más de establecer unos sistemas de control económico a fin de velar tanto por

los intereses públicos, como los de los posibles inversores, y, simultáneamente, garantizar el equilibrio de la competición deportiva.

Ahora bien, una sociedad se puede plantear su cotización en Bolsa por distintas razones, vinculadas en gran medida a las funciones propias de éstas, entre las que pueden destacar, según el Instituto Español de Analistas Financieros (1996; 213) por una parte las referentes a la canalización del ahorro, y por otra, las relativas a la financiación de la empresa. Dado que estos dos fines se dan de forma inseparable en la inversión bursátil, gracias a que proporciona liquidez a los inversores al permitir el acceso a toda la comunidad inversora, constituye una fuente de financiación muy apropiada para financiar el crecimiento de la empresa. Además, facilita la obtención de recursos a largo plazo; y no sólo mediante la posibilidad de emitir acciones, sino también a través del recurso a las obligaciones.

Dado que en Bolsa se negocian, además de acciones, otros tipos de títulos, en España, los clubes de fútbol ya han tenido experiencias a la hora de acudir a la Bolsa para obtener recursos financieros. Evidentemente, hasta el momento sólo se ha tratado de títulos de deuda. Según Cueto (1998, 37), tanto el Real Madrid Club de Fútbol como el Club Atlético de Madrid –en la actualidad el segundo ha adoptado la figura de SAD-, acudieron a la emisión de renta fija cotizada en Bolsa para financiar la construcción de sus estadios.

El Real Madrid, para financiar la construcción del entonces denominado estadio de Chamartín, hizo una emisión<sup>1</sup> de 60.101'21 € en 1944. Al tener como garantía los terrenos y las instalaciones del club, se trató de una emisión de Obligaciones Hipotecarias, que, posteriormente, se completó con otras dos: la primera, en 1946, por importe de 90.151'82 €; y, en 1947, la segunda, por 30.050'61 €. Más adelante, en 1953, hizo una nueva emisión de títulos, en esta ocasión Bonos de Tesorería, por importe de 72.121'45 €. Finalmente, en 1957 y 1960, los títulos emitidos fueron Bonos de Construcción de la Zona Deportiva, por un importe nominal de 150.253'03 € y 180.303'63 € respectivamente (Cueto, 1998; 38-39).

El Atlético de Madrid hizo en 1958 una emisión de Obligaciones Hipotecarias Indexadas al coste de la vida. El valor nominal de la emisión era de 601.012'10 € y ésta fue incluida en Bolsa el 2 de mayo de 1961 (Cueto, 1998; 40).

Sin embargo, pese a esos precedentes, en los últimos años, los clubes españoles de fútbol han preferido recurrir a otras fuentes de financiación ajena, especialmente bancarias; y, también, han recurrido al endeudamiento con acreedores diversos. La emisión de obligaciones en Bolsa supone un complicado trabajo administrativo necesario para preparar la emisión que en muchas ocasiones encarece sus costes y, además, aunque los tipos de interés sean actualmente bajos, tornan no atractiva esta vía para los clubes. Por otro lado, el recurso a la Bolsa exige una transparencia informativa y una continuada publicidad de estados financieros que actualmente no estarían dispuestos a facilitar muchos de los clubes (Deloitte&Touche, 2000; 50).

La delicada situación financiera de los clubes, es tal que, según el antes citado Informe de Deloitte&Touche (2000), la mayoría de los analizados en él presentan un fondo de

---

<sup>1</sup> Las emisiones se realizaron obviamente en pesetas, aunque por razones igualmente obvias las cantidades que figuran recogidas aquí son su equivalente en euros.

maniobra negativo y un peso excesivo del endeudamiento; lo que les hace recomendable, no sólo alargar los plazos de la deuda, sino también obtener recursos propios. En este sentido, el cauce ideal para atraer inversores a los clubes es la Bolsa. Por eso, en algunos países europeos con mayor tradición inversora, como Inglaterra, numerosos clubes cotizan en el mercado bursátil. Pero también en otros países, como Italia y Portugal, al menos los clubes más importantes negocian sus acciones en Bolsa.

La salida a Bolsa de clubes de fútbol profesional en España puede verse complicada, no tanto por los requisitos necesarios para cotizar, sino más bien por las reticencias que plantearán a esta alternativa de financiación. Sin ir más lejos, y para comenzar, tanto Barcelona FC como Real Madrid, los dos clubes más poderosos en términos económicos de la Liga española, han rechazado su conversión en SAD y, en consecuencia, su posible cotización en Bolsa<sup>2</sup>. Pero esto no acaba aquí, hay aspectos de la cotización que frenarán a los dirigentes de las SAD a la hora de plantearse la posibilidad de que los títulos de la entidad se negocien en Bolsa. Pueden destacarse los siguientes:

- temor a perder el control de la sociedad,
- reticencia a la pérdida de privacidad consecuencia de la información que las sociedades han de poner a disposición de los inversores,
- pensar que supone elevados costes de salida y por cánones de permanencia,
- recelo a que conlleve gran esfuerzo en recursos humanos y dedicación de tiempo.

Llegado este punto, y sin entrar a discutir la razonabilidad de los aspectos que se acaban de enumerar como motivos de posible desconfianza ante los mercados bursátiles, puede resultar de interés analizar los requisitos que exigen las diferentes Bolsas para admitir un título a cotización, con el objeto de saber si éstos pueden suponer un obstáculo o, por el contrario, un aliciente a la hora de que un club de fútbol cotice en Bolsa. Así se podrá obtener al menos una conclusión clara de si éste es un factor determinante o no a la hora de adoptar una decisión en este sentido.

## **2. Requisitos para la cotización en Bolsa**

### **2.1.España.**

El art. 32 de la Ley del Mercado de Valores, exige la verificación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>3</sup> para que los valores sean admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Además se le añade la necesidad del acuerdo del organismo rector de la Bolsa.

Los requisitos de admisión están establecidos reglamentariamente, según lo previsto por el citado art. 32 de la Ley 24/1988. Rige el reglamento de las Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967 que establece las siguientes condiciones mínimas para la admisión a negociación de las acciones (<http://www.bolsamadrid.es>):

---

<sup>2</sup> Atlético de Bilbao y Osasuna están en las mismas circunstancias.

<sup>3</sup> CNMV

- el capital mínimo<sup>4</sup> deberá ser de 1.202.024'21 €, en el cálculo de esta cifra no se incluirá la parte de capital que corresponda a accionistas que, cada uno, posean, directa o indirectamente, una participación en dicho capital igual o superior al 25%,
- la entidad emisora debe haber obtenido, en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos dentro de los últimos cinco, beneficios suficientes para poder repartir un dividendo mínimo del 6% del capital desembolsado, una vez dotadas las reservas legales y obligatorias, y habiendo hecho la previsión para el impuesto de sociedades.

El Ministerio de Economía y Hacienda, el 19 de junio de 1997, emitió una Orden mediante la cual autoriza a la CNMV a conceder la excepción, en determinados casos de este requisito. Se pretende facilitar que puedan admitirse a negociación a valores emitidos por entidades de nueva creación. Así no es necesario que transcurran dos años o cinco en el peor de casos. Se podrá autorizar esta excepción en los siguientes supuestos:

- a) si la entidad, independientemente del plazo que haya transcurrido desde su constitución, aporte un informe de su órgano de administración explicando las perspectivas económicas y financieras de su negocio, y las consecuencias que estiman se producirán sobre sus resultados en los próximos ejercicios. Esta información se presentará a la CNMV para que esta la ponga a disposición del público para que el mercado y los potenciales inversores puedan contar con datos adecuados para su toma de decisión<sup>5</sup>,
  - b) si la entidad procede de una fusión, escisión o aportación de una rama de actividad,
  - c) si la entidad está inmersa en un proceso de reordenación, reestructuración económica o de privatización de una entidad pública.
- al final de la colocación deben existir, al menos, 100 accionistas cuya participación individual sea inferior al 25%. Este requisito busca la consecución de una liquidez mínima. Lo habitual es que las salidas a Bolsa superen, con creces, este requisito.

Desde el año 2000, las Bolsas de Valores españolas ofrecen un segmento especial de negociación que se denomina “Nuevo Mercado” y que se creó por medio de una Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999. En dicho segmento, está previsto que se negocien los valores de empresas de sectores innovadores o con alta capacidad de crecimiento pero con mayores niveles de riesgo que los sectores tradicionales. Las sociedades emisoras informarán, al menos una vez al año, de las marchas, evolución y perspectivas del negocio.

La propia naturaleza -y sobre todo la actividad que desarrollan: en gran medida ligada a unos resultados deportivos- de los clubes de fútbol profesional que han adoptado la figura de SAD podría justificar su inclusión en este segmento de mercado.

También existe, como en otros de los países que se analizan, lo que se denomina el Segundo Mercado. Pero dadas las exigencias que conlleva y lo poco que ofrece no tiene

---

<sup>4</sup> El reglamento establece ese capital en 200 millones de pesetas. Como no se ha emitido ninguna normativa de ajuste al Euro, simplemente se aplica la equivalencia al tipo de cambio fijado en 1 €: 166'386 Pts.

<sup>5</sup> La redacción de esta letra es la resultante del art. 2 de la Orden de 22 de diciembre de 1999.

casi importancia. Por lo cual, lógicamente, un club que pensara en que sus títulos se negociaran se vería encaminado a cualquiera de los dos primeros.

## 2.2. Reino Unido.

La Bolsa de Londres, que celebró el pasado año su bicentenario, y es la principal en la zona europea, juega un importante papel para mantener a la City de Londres como uno de los principales centros financieros del mundo. Dentro de esa Bolsa, se pueden distinguir tres segmentos de mercado, el principal, el denominado AIM<sup>6</sup> –mercado creado para las empresas jóvenes y con alto potencial de crecimiento- y el tecnológico (*techMARK*).

Pues bien, en la Bolsa de Londres cotizan las acciones del Manchester Utd., Leeds Utd., Sunderland, Aston Villa, Tottenham Hotspur, Leicester City y Southampton -dentro de los clubes de la Premier League- en el mercado principal; y el Chelsea y el Charlton Athletic, en el mercado AIM. Además, también tiene admitidas sus acciones a cotización el Celtic, de la liga escocesa y otros clubes, que militan en la First Division<sup>7</sup>, también cotizan en Bolsa.

Para que una compañía sea admitida a cotización en la Bolsa londinense tiene que superar un proceso de admisión a través de dos etapas. Así, los títulos deben ser admitidos a cotización oficial por la UKLA<sup>8</sup> -una división de la Autoridad de Servicios Financieros<sup>9</sup>- y también por la misma Bolsa. Concluido ese proceso, los títulos cotizarán oficialmente (London Stock Exchange, 2000; 1-1).

Y, de otra parte, las condiciones a reunir por una sociedad que quiera cotizar en dicho mercado están reguladas en un documento denominado “Las Reglas de Cotización”. Se distingue en él entre las condiciones que hacen referencia a las corporaciones solicitantes y las relativas a los títulos. Entre las condiciones exigidas a las primeras destacan las siguientes (FSA, 2002):

- estar constituida o establecida válidamente de acuerdo con las leyes de su lugar de constitución o establecimiento;
- haber publicado los estados financieros auditados que:
  - a) normalmente cubran los tres últimos años<sup>10</sup>, si bien, en el caso de nuevos solicitantes deben referirse a un periodo finalizado dentro de los últimos seis meses (doce para las compañías que ya coticen en el mercado AIM),
  - b) deben ser consolidados, a no ser que se acuerde otra cosa con la UKLA,
  - c) se hayan preparado de acuerdo con las leyes nacionales del solicitante y los principios de contabilidad generalmente aceptados en el Reino Unido, los Estados Unidos o los International Accounting Standards,
  - d) los auditores sean independientes, y
  - e) el informe, para el caso de los nuevos solicitantes, no contenga salvedades;

---

<sup>6</sup> Siglas de *Alternative Investment Market* (Mercado Alternativo de Inversión).

<sup>7</sup> El equivalente a la 2ª División A de la Liga española.

<sup>8</sup> UK Listing Authority (Autoridad de Cotización del Reino Unido).

<sup>9</sup> FSA, Financial Services Authority.

<sup>10</sup> Se puede admitir un periodo inferior si la UKLA entiende que es beneficioso tanto para los solicitantes como para los inversores y, además, estos últimos disponen de información suficiente con respecto a los títulos y las corporaciones solicitantes (FSA, 2002; art. 3.4).

- mantener su actividad principal, por sí misma o a través de sus participadas;
- estar dirigidas por equipos con experiencia suficiente para responder del acierto en el gobierno de los negocios de la sociedad y elegidos de modo que no pueda existir un posible conflicto entre el desempeño de sus obligaciones para con la empresa y sus propios intereses personales;
- disponer de un capital circulante suficiente para las exigencias actuales de financiación de la actividad del grupo e incluir un estado del capital circulante en la información presentada con la solicitud de cotización;
- gozar del suficiente margen de independencia con respecto a la gestión de negocios por parte de los accionistas que puedan, de algún modo, controlar la sociedad.

Por otra parte, en lo que hace referencia a las condiciones que se exigen a los títulos, destacan entre las exigidas por la FSA (2002) las siguientes:

- dichos títulos deben cumplir los requisitos legales exigidos en el lugar de origen de los solicitantes, además de estar debidamente autorizados y haberse verificado los consentimientos estatutarios o cualquier otro necesario al respecto;
- se han poder transferir libremente;
- el valor de capitalización de mercado esperado de las acciones para que coticen debe ser al menos de<sup>11</sup> 1.147.541 €, aunque se puede admitir excepcionalmente un valor menor si se estima con fundamento que habrá un mercado efectivamente adecuado para las acciones implicadas;
- debe haber como mínimo un 25% de las acciones distribuido entre el público.

Aparte de cumplir preceptivamente los requisitos aquí enumerados, las sociedades que cotizan en Bolsa se comprometen a cumplir igualmente otros relativos a la publicidad que deben facilitar con respecto a todos aquellos aspectos de su negocio susceptibles de afectar sensiblemente al precio de los títulos, y, además, se obligan a hacerlo sin ningún retraso. Dentro de esta información se incluyen tanto las condiciones financieras de la sociedad, como los resultados de su actividad o cualquier otro desarrollo relevante en la esfera de sus negocios (London Stock Exchange, 2000).

Ahora bien, todos los requisitos para la cotización bursátil se suavizan notablemente con respecto al segmento AIM. Este planteamiento corresponde a la propia concepción de dicho mercado, que nació como herramienta clave de la estrategia concebida por la Bolsa de Londres para crear nuevas y variadas oportunidades, especialmente relativas a aquellos negocios crecientes que puedan desarrollarse en cualquier lugar del mundo. Parte del atractivo de este mercado consiste en que el conjunto empresarial que cubre potencialmente pueden adquirir experiencia en un mercado público, lo que es un modo de ganar flexibilidad en áreas como las adquisiciones, o, puede en todo caso, ser un paso previo para pasar más tarde a cotizar en el mercado principal (London Stock Exchange, 2001).

---

<sup>11</sup> La cifra mínima exigida es de 700.000 £. Se ha calculado el correspondiente importe en euros con un tipo de cambio calculado según los datos mensuales de 2002 publicados por el Banco Central Europeo, que han oscilado entre 0'61110, en el mes de enero, y 0'61540, en el de abril. Hemos tomado como tipo de cambio el de 1 € : 0'61 £.

Los criterios de entrada en el AIM al ser menos exigentes, permiten que una gama más amplia de compañías pueden acceder al mercado secundario. A lo que se añade que el régimen legal también es más asequible. Las reglas para las adquisiciones de empresas son más favorables, de modo que se facilita el crecimiento a través de la compra; y además existen ciertos beneficios fiscales específicos. Éstas pueden ser algunas de las razones que llevan a las sociedades a entrar en ese mercado (London Stock Exchange, 2001).

De forma resumida, se pueden destacar los siguientes requisitos necesarios para cotizar en el mercado AIM (<http://www.londonstockexchange.com/>):

- no se admiten restricciones a la libre transmisión de las acciones;
- no existe la exigencia de un número mínimo de acciones en manos del público;
- no es necesaria la actividad comercial anterior;
- no se requiere la aprobación previa de los accionistas para las transacciones;
- los documentos de admisión no deben ser revisados previamente por la UKLA; y,
- no se impone una capitalización mínima.

### **2.3. Italia.**

Dentro de la Bolsa Italiana, las acciones pueden cotizar, o bien, en el mercado principal, o bien dentro del nuevo mercado, rigiéndose ambos según las reglas aprobadas por la Junta de Accionistas de la Bolsa Italiana celebrada el 6 de septiembre de 2001 y confirmadas por las resoluciones de la CONSOB<sup>12</sup> 13338 y 13377, de 14 de noviembre y 5 de diciembre de ese mismo año, respectivamente.

Pero, además, existe un segmento diferenciado del mercado principal -denominado STAR<sup>13</sup>-, el del Mercado de Títulos Electrónico<sup>14</sup>, que, organizado y gestionado por la propia Bolsa Italiana, está reservado a empresas de reducida y media capitalización caracterizadas por operar con éxito en los sectores económicos tradicionales y reunir unos requisitos más estrictos y específicos con respecto a la transparencia, liquidez y gobierno corporativo (<http://www.borsaitalia.com>).

El Nuevo Mercado, que así se denomina el otro segmento bursátil especializado, tiene por objeto ofrecer una posibilidad de financiación a aquellas empresas de tamaño pequeño o mediano que pretenden crecer y efectuar inversiones estratégicas, impulsándolas en el desarrollo y fortalecimiento de su competitividad y éxito futuros. En general, se pretende acoger a empresas innovadoras que operen en el sector tecnológico, o, al menos, que aún desarrollando su actividad en sectores más tradicionales, pretenden no obstante abordar nuevos productos o servicios de acuerdo con un ambicioso plan de negocio (<http://www.borsaitalia.com>).

---

<sup>12</sup> Siglas de la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* que es la autoridad pública responsable de la regulación del mercado de valores italiano (<http://www.consob.it/>). Viene a ser el equivalente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en España.

<sup>13</sup> Acrónimo de *Segmento Titoli con Alti Requisiti* (Segmento del mercado de acciones con altos requisitos).

<sup>14</sup> *Mercato Telemático Azionario*-MTA.

En general, las sociedades que pretenden cotizar en Bolsa deben reunir una serie de requisitos bien delimitados. Son, en este caso, por un lado, los exigidos por la naturaleza del propio mercado, como los de que tengan una trayectoria económica y financiera positiva, presenten un plan de negocio ambicioso y realista, lo gestione un equipo cualificado que siga una política corporativa adecuada, haya verdadera transparencia en la presentación de los estados financieros y en la propiedad de las acciones, y, además, acudan a la Bolsa en un momento apropiado y en que el mercado esté receptivo. Quizás, la percepción de estas exigencias del mercado resulta algo subjetivo. Sin embargo, al mismo tiempo existen en el conjunto de requisitos bursátiles una serie de obligaciones reglamentarias, que deben ser satisfechas por las sociedades.

De un lado, están los requisitos generales para la admisión a cotización en Bolsa (art. 2.1.3 del Reglamento de los Mercados Organizados por la Bolsa Italiana<sup>15</sup>), que básicamente vienen a sancionar la necesidad de que las sociedades emisoras estén debidamente constituidas, conforme a la legislación que les sea de aplicación. Y, es más, los mismos instrumentos financieros se deberán emitir de acuerdo a las leyes y reglamentos a los que estén sujetos, a más de que deben ser transferibles en todo caso sin restricciones. Existen particularidades al respecto para su aplicación a los emisores extranjeros, pero aquí no se consideran, pues se entiende que los clubes de fútbol buscarán esta forma concreta de financiación básicamente en sus propios mercados secundarios nacionales.

Por otro lado, están las condiciones exigidas como requisitos obligados a los emisores de las acciones (art. 2.2.1 del RMOBI) y las propias de las acciones (art. 2.2.2. del RMOBI), que se resumen a continuación, comenzando por las primeras:

- pueden ser admitidas a cotización las acciones de aquellos emisores que hayan hecho públicas las cuentas anuales consolidadas durante los tres últimos ejercicios, las cuales al menos en el caso del último año deben ir acompañadas por la opinión de un auditor<sup>16</sup>;
- ahora bien, las sociedades constituidas recientemente o aquellas otras cuyos activos y pasivos hayan sufrido cambios sustanciales en el ejercicio económico precedente, deben completar la citada información con estados financieros pro forma junto con un informe de una empresa de auditoría pronunciándose sobre su razonabilidad;
- en todo caso, la entidad emisora debe proseguir el cumplimiento de su objeto social con una actividad capaz de generar establemente ingresos. Esto lo realizará directamente o a través de sus participadas y en condiciones de autonomía en la gestión.

En lo que se refiere a los requisitos relativos a las acciones, se pueden destacar los siguientes:

- debe preverse que se alcance un nivel de capitalización bursátil de por lo menos 5 millones de Euros, aunque cabría admitir acciones con una

---

<sup>15</sup> En adelante, se citará como RMOBI.

<sup>16</sup> Si el informe de auditoría recoge una opinión desfavorable, cabe que no se admita la cotización de las acciones. Por otro lado, en circunstancias excepcionales y siempre que beneficie al emisor y a los inversores y que la información disponible a estos últimos sea suficiente, se puede aceptar un número menor de cuentas anuales.

- capitalización bursátil menor cuando se prevea que se desarrollará un mercado adecuado para esas acciones,
- el *free float* deberá ser de, al menos, el 25% del capital representado por acciones de la misma clase<sup>17</sup>. A la hora de obtener este porcentaje, no se tendrán en cuenta:
    - a) las que estén en poder de accionistas o con intención personal evidente de control o con acuerdos establecidos entre accionistas que restrinjan la transmisibilidad de las acciones,
    - b) las de aquellos accionistas que excedan el 2% del total considerado, salvo si la Bolsa entiende que, evaluadas la naturaleza del inversor y sus propósitos, no aparece reducida su negociabilidad,
    - c) en todo caso, sí se incluirán en el anterior porcentaje las acciones en manos de sociedades de inversión colectiva y fondos de pensiones,

Hay una serie de requisitos adicionales para que las acciones puedan ser negociadas en el segmento STAR (art. 2.2.3 RMOBI):

- poseer una capitalización bursátil, efectiva o predecible, inferior al límite establecido en el art. IA.4.1.2 párrafo 1 de las Instrucciones<sup>18</sup> para la regulación de mercados organizados y gestionados por Borsa Italiana S.p.A. (800 millones de Euros);
- en el caso de las empresas que empiezan a cotizar, tener un *free float* del 35% de las acciones ordinarias (art. IA.4.1.3 párrafo 1 IRMOBI); y, en el de las que ya coticen, ese límite mínimo se reduce al 20% (art. IA.4.1.3 párrafo 2 IRMOBI);
- contar con el respaldo de un operador especialista para garantizar la liquidez de la acción;
- contar con que el emisor:
  - a) publicará sus informes trimestrales en los 45 días siguientes al final de cada trimestre;
  - b) enviará los estados financieros a la Bolsa Italiana en formato electrónico;
  - c) se obligará a que sus informes trimestrales, semestrales y anuales, además de otra información, estén disponibles en sus páginas web, tanto en italiano como en inglés;
  - d) contará dentro de su organización con una persona de cualificación específica para encargarse de las relaciones con los inversores;
  - e) contará con directores no ejecutivos e independientes en número suficiente como para que alcancen una ponderación significativa en las decisiones corporativas;
  - f) establecerá un comité para el control interno,
  - g) introducirá, en la remuneración de sus directores ejecutivos, determinados incentivos que relacionen sus objetivos individuales con la obtención de los logros corporativos.

---

<sup>17</sup> La Bolsa italiana podrá admitir excepciones a este requisito cuando el valor de mercado de las acciones en manos del público sugiera que la operativa de mercado puede conseguirse con un porcentaje menor que el especificado como límite general.

<sup>18</sup> En adelante, se utiliza la abreviatura IRMOBI.

## 2.4. Alemania.

El mercado bursátil alemán ofrece tres posibilidades de negociación: la oficial, la del mercado regulado y la del mercado regulado no oficial. El primero de los tres sería el mercado principal, en el cual cotizan actualmente unas 630 acciones y algo más de 5.000 bonos (<http://deutsche-boerse.com>). Tanto para la negociación oficial como para el mercado regulado, el emisor de las acciones tiene que superar un proceso de aprobación por parte de las autoridades públicas.

Las normas relativas a la admisión de títulos a cotización oficial están recogidas en un documento<sup>19</sup> de 15 de abril de 1987, publicado y revisado el 9 de septiembre de 1998. A continuación se extractan las más relevantes:

- el emisor deberá haberse constituido de acuerdo con las leyes del país en el que esté domiciliado; y, asimismo, también los estatutos y otros acuerdos de la sociedad deberán cumplir esas mismas leyes (art. 1 SEAR);
- la sociedad deberá contar un mínimo de tres años y haber publicado sus estados financieros anuales durante los tres años fiscales precedentes (art. 3.1. SEAR);
- el valor de mercado de las acciones cotizadas, o, si no se puede estimar, el capital de la compañía, será como mínimo de 1'25 millones de Euros<sup>20</sup> (<http://deutsche-boerse.com>); si bien la oficina de admisiones puede permitir excepciones a esta limitación si considera que habrá suficiente mercado para esos títulos (art. 2.4 SEAR);
- las acciones tienen que gozar de total libertad para poder ser transferidas (art. 5 SEAR);
- las acciones deben estar suficientemente distribuidas entre el público de uno o más miembros de la UE o uno o más Estados que mantengan acuerdos en el área económica europea; se entiende que está suficientemente distribuida si, por lo menos, el 25% del valor nominal total (o, si no, del número de las acciones admitidas) ha sido adquirido por el público, o si, debido al elevado número de acciones de la misma clase y su amplia distribución entre el público, se asegura una elevada negociación con un porcentaje menor (art. 9.1. SEAR).

Las condiciones para participar en el mercado regulado son menos exigentes; y, por otra parte, una sociedad que ya cotiche en este mercado o en otra bolsa alemana podrá solicitar la admisión a la cotización oficial sin necesidad de recurrir –como ocurre en otro caso- al apoyo de una institución. En este caso, se pueden reseñar aquí los siguientes aminoramientos de los requisitos:

- no se exige una actividad mínima a la empresa (<http://deutsche-boerse.com>);
- para la admisión inicial de acciones de un emisor el capital nominal mínimo a emitir será de 250.000 € (art. 58.1 FWB01e<sup>21</sup>);
- no se precisa un número mínimo de acciones en manos del público,

---

<sup>19</sup> Reglamento sobre la admisión de títulos a cotización oficial en Bolsa. Lo citaremos como SEAR (*Stock Exchange Admission Regulation*).

<sup>20</sup> Realmente, el art. 2.1 SEAR establece el límite en 2'5 millones de marcos. Teniendo en cuenta que el cambio definitivo entre Euro y marco fue de 1'95583 marcos por euro, esa cifra mínima sería de 1'28 millones de Euros.

<sup>21</sup> *Exchange Rules for the Frankfurt Stock Exchange*.

- el folleto de emisión debe incluir información apropiada para que los inversores puedan realizar una evaluación ajustada sobre el valor de las acciones (<http://deutsche-boerse.com>; art. 59 FWB01e).

## **2.5. Portugal.**

Los requisitos exigidos por la Bolsa de Portugal son similares a los que se exigen en los países ya analizados. De forma resumida y según BVLP (2001), serían los siguientes:

- sólo pueden ser admitidos a cotización valores mobiliarios que se ajusten a la legislación que les sea aplicable;
- la sociedad emisora debe estar constituida y operar dentro del marco legal que le sea propia;
- tiene ésta que haber desarrollado la actividad durante al menos un mínimo de tres años;
- debe además haber publicado las cuentas anuales e informes de gestión de los tres años previos a su solicitud de admisión;
- y se comprobará, por otra parte, que posee una situación económica y financiera compatible con la naturaleza de los valores para los cuales solicita admisión y con el mercado en el que la solicita;
- las acciones, por su parte, deben verificar a su vez los siguientes requisitos:
  - a) debe haber en manos del público al menos un 25% del capital social, o, si no,
  - b) una capitalización bursátil prevista, para las acciones por las que se solicita la admisión, de 2'5 millones de Euros, calculados si ya hubiera otras acciones de la sociedad emitidas y admitidas previamente a cotización; porque, si no se pudiera determinar así la capitalización, se calcularía en cambio partiendo del valor de los recursos propios, incluyendo los resultados no distribuidos del último ejercicio.

Además de este primer mercado, de cotización oficial, también existe lo que se denomina el Segundo Mercado, que tiene unos requisitos menos exigentes, pero también su importancia es mucho menor.

Finalmente, está el Nuevo Mercado, especialmente dirigido a la negociación de valores mobiliarios o bien representativos de sociedades que desarrollan su actividad en sectores tecnológicos, de carácter innovador, dotados con un elevado potencial de crecimiento, o, asimismo, de entidades con necesidades de financiación para proyectos operados en sectores tradicionales pero con proceso, productos y servicios innovadores aptos para permitir unas bases de crecimiento significativas. El emisor, en este caso, además de estar constituido de acuerdo con las leyes oportunas, debe presentar un plan que permita comprobar cómo su situación económica y financiera es compatible tanto con la naturaleza de los valores a emitir como con el mercado en el que pretende cotizar (<http://www.bvl.pt>).

### 3. La experiencia bursátil de los clubes de fútbol europeos.

Una vez vistos los requisitos exigidos por algunas de las Bolsas europeas para admitir los títulos a negociación, a continuación, se muestra la experiencia vivida por los clubes europeos que han acudido a los mercados bursátiles para negociar sus acciones.

El caso más notable es el del fútbol inglés: de los veinte equipos de la Premier League en la temporada 2000/2001 la mitad cotizaban sus acciones en la Bolsa de Londres. Además de ellos –recogidos en la Tabla 1-, al menos, otros ocho clubes, de otras categorías, también negociaban sus títulos en Bolsa.

**Tabla 1: Comparación entre Clubes de la Premier League cotizados en Bolsa de Londres (12 últimos meses)**

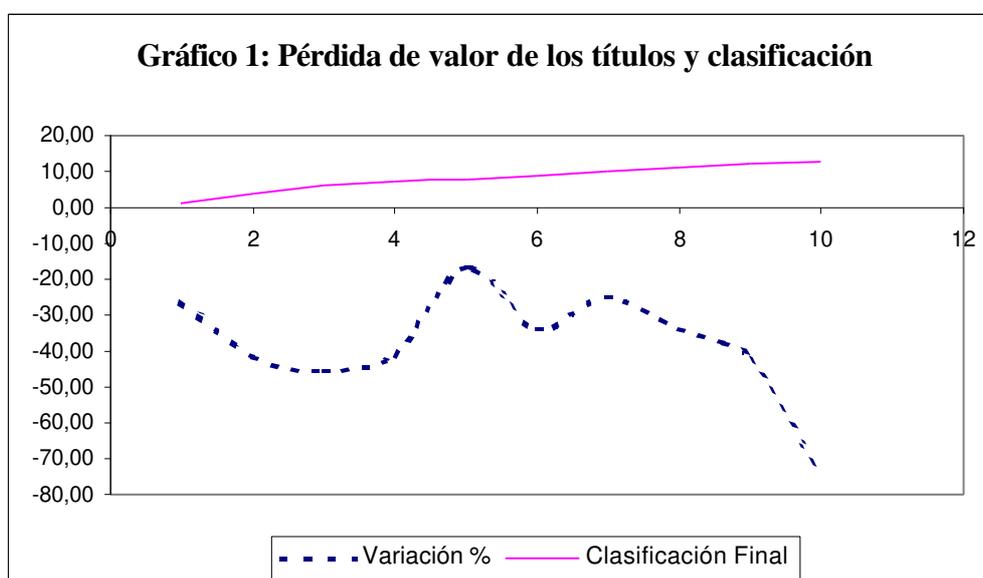
	Precio Apertura	Precio Cierre	Variación %	Mayor Precio	Menor Precio	Variación %	Clasificación Final
MANCHESTER UTD.	177,00	131,00	-25,99	183,00	118,00	55,10	1
LEEDS UNITED	12,00	7,00	-41,67	13,00	6,75	92,60	4
CHELSEA VILLAGE	34,00	18,50	-45,59	44,00	17,00	158,80	6
SUNDERLAND	432,50	255,00	-41,04	440,00	255,00	72,50	7
ASTON VILLA	182,50	152,50	-16,44	207,50	151,00	37,40	8
CHARLTON ATHLETIC	35,50	23,50	-33,80	36,50	20,50	78,00	9
SOUTHAMPTON	46,50	35,00	-24,73	47,00	35,00	34,30	10
NEWCASTLE UTD.	34,00	22,50	-33,82	41,50	19,50	112,80	11
TOTTENHAM.HOTSPUR	50,00	28,50	-43,00	51,50	28,00	83,90	12
LEICESTER CITY	50,50	13,00	-74,26	60,50	12,00	404,20	13

Fuente: *www.londonstockexchange.com, The Rec.Sport.Soccer Statistics Foundation. Elaboración propia*

Datos: 16 abril 2002

La experiencia del fútbol inglés en el mercado bursátil arranca en octubre de 1983 con el comienzo de la negociación de las acciones del Tottenham aunque es en la década de los noventa y, en especial, en los años 96 y 97, cuando se producen la mayoría de las salidas a bolsa de los clubes ingleses. Sin embargo, aunque son bastantes los clubes cotizados, pocos concentran la capitalización bursátil del conjunto. Por otro lado, otra característica apreciada en la tabla 1 es la elevada volatilidad de los precios llegando incluso a superar un 400% en el caso del Leicester y estando en todos los casos por encima de un 30%.

Además existe una cierta relación entre la cotización de los títulos y los resultados



deportivos de los clubes. En el gráfico 1 se aprecia una tendencia a la pérdida de valor de los títulos del club a medida que la clasificación en la liga es peor. Al mismo tiempo, merece la pena resaltar que la peor clasificación de estos clubes fue un decimotercer puesto. Entre los trece primeros clasificados de la Premier League en la temporada 2000/2001 sólo había tres que no cotizaban en Bolsa.

También merece la pena hacer una referencia al volumen de contratación de las acciones de los clubes de fútbol ingleses en la Bolsa de Londres. Tal y como se recoge en la Tabla 2, se puede apreciar una importante diferencia en la liquidez de unos valores y otros. Por un lado, los títulos de clubes como Leeds, Manchester y Tottenham se negocian con elevados niveles de contratación y lo han hecho en todos los días del periodo estudiado (comprende 81 sesiones). Sin embargo, las acciones de otros cuatro clubes no se han contratado durante más de un tercio de las sesiones y, cuando lo han hecho, el número de títulos que han cambiado de propietario ha sido muy escaso.

**Tabla 2: Contratación bursátil de clubes de fútbol en Bolsa de Londres (28/12/02-24/12/02)**

	Vol. Máx	Vol. Medio	Días sin Contratación
Sunderland	16.655	1.498	28
Aston Villa	33.368	2.226	25
Charlton Ath	56.250	4.798	35
Southampton	102.000	11.034	26
Chelsea	177.746	20.435	3
Newcastle Utd.	276.475	60.526	0
Tottenham Hotspur	1.095.534	64.699	0
Manchester Utd.	3.663.770	468.583	0
Leicester City	4.504.766	104.034	16
Leeds United	5.115.322	474.195	0
Media Inglaterra	1.504.189	121.203	13,3

*Elaboración Propia*

Ahora se puede analizar desde esta misma perspectiva, cuál ha sido el comportamiento en bolsa de los valores que cotizan en otros mercados secundarios europeos. En Italia, cotizan en Bolsa tres de los clubes más relevantes de la Serie A. Dos de ellos son los equipos romanos: la S.S. Lazio y la A.S. Roma; y, además, recientemente se ha incorporado al mercado bursátil el equipo turinense, esto es, la Juventus FC, que cotiza sus acciones en el segmento STAR.

Los tres clubes italianos disfrutaban de unos niveles de contratación bursátil con una liquidez aceptable. No llegan a los volúmenes de los grandes equipos ingleses pero tienen un nivel medio de contratación bastante superior al de la mayoría de ellos y al del resto de los clubes europeos analizados (tal como se puede comprobar a la vista de las tablas 2 y 3). Además, y esto es una característica común con los equipos portugueses y el Borussia, en todas las sesiones analizadas se ha producido alguna transacción de acciones.

La volatilidad de las acciones de los equipos italianos, en este periodo, es elevada aunque no tanto como la de los portugueses, ingleses<sup>22</sup> y alemanes.

<sup>22</sup> En este periodo, la variación media de los clubes ingleses analizados es del 45'20%.

**Tabla 3: Contratación bursátil de clubes de fútbol europeos (81 sesiones 1er trimestre 2002)**

	AS Roma	SS Lazio	Juventus FC	Media Italia	Borussia Dortmund	FC Do Porto	Sporting Lisboa	Media Portugal
Vol. Máx	1.544.455	372.779	1.012.936	976.723	32.311	256.984	238.901	247.943
Vol. Medio	118.115	62.983	175.142	118.747	7.088	18.988	27.833	23.410
Precio Máx.	3,9	1,76	3,63	3,10	6,9	4,15	7,85	6
Precio Mín.	2,33	1,42	3,22	2,32	4,5	2,12	2,52	2,32
% Variación	67,38%	23,94%	12,73%	34,69%	53,33%	95,75%	211,51%	153,63%
Precio Inicio	2,87	1,73	3,6	2,73	5,25	3,76	6,35	5,055
Precio Final	2,92	1,75	3,55	2,74	4,5	2,6	2,58	2,59
Rendimiento	1,74%	1,16%	-1,39%	0,50%	-14,29%	-30,85%	-59,37%	-45,11%

*Elaboración propia*

La liquidez de los títulos portugueses y del Borussia, especialmente de este último, es muy baja. La contratación media se mantiene en unos niveles inferiores a los 30.000 títulos diarios. Cueto (1999, 81), refiriéndose al caso portugués, achaca este fenómeno a que las acciones de las sociedades están principalmente en manos de los clubes que las constituyeron y de los aficionados, de tal manera que quedan muy pocos títulos libres en el mercado con lo que la liquidez es escasa y el sistema de formación de precios resulta ineficiente.

A la vista de los datos de las tablas 1 a 3, cabe afirmar que los clubes de fútbol, excepto algunos de los más grandes por prestigio y presupuesto, cuando cotizan en bolsa se encuentran con un mercado estrecho. Una primera razón se ha apuntado anteriormente: la escasez de títulos para negociarse entre el público. Esto tiene dos componentes: por un lado, el deseo de los dirigentes de los clubes de no perder el control y, por otro, que muchos aficionados se convierten en accionistas para apoyar financieramente al club (De Ruyters y Wetzels, 2000). Pero también se puede encontrar una justificación a esta iliquidez en el escaso interés que despierta en los inversores institucionales por lo volátil de los resultados -dependientes del rendimiento deportivo- y la dificultad que presenta este sector a la hora de realizar estimaciones de valor para la toma de decisiones de inversión.

Una de las principales motivaciones que tiene una sociedad al negociar sus acciones en el mercado secundario es la de proporcionar a los inversores liquidez suficiente y así facilitar que éstos se animen a adquirir sus títulos. Mediante esta mecánica, si la compañía presenta unos resultados atractivos, cualquier empresa tiene entonces en la Bolsa una fuente de financiación. Pero el inversor -especialmente el institucional- busca un rendimiento para el dinero que arriesga. La rentabilidad que obtiene la puede lograr por dos vías: los dividendos y las plusvalías generadas. Los primeros dependen de los resultados que obtenga la empresa y la política de distribución de resultados que tenga la sociedad. Los segundos, serán consecuencia de las variaciones de precio de cotización del título, que a su vez están condicionados principalmente por las expectativas de generación de flujos de caja futuros actualizados.

Un inversor racional procurará realizar sus estimaciones de precio objetivo de un título y, en función de la cotización actual, determinará si le interesa o no adquirir una acción. Por todo lo anterior, parece interesante analizar los métodos que utilizan los analistas financieros para establecer los precios objetivo de las acciones de los clubes de fútbol. En este caso, se han estudiado los informes que la Bolsa de Milán

(<http://www.borsaitalia.com>) facilita sobre los clubes de fútbol italianos en el periodo mayo de 2000 a marzo de 2001. En la tabla 4 aparecen resumidos los aspectos más relevantes.

**Tabla 4: Informes con recomendación de precio de clubes italianos (mayo 2000 a marzo 2001)**

Fecha informe	Precio Objetivo	Club	Tipo de análisis	Club de referencia
23/05/00	5,50 €	AS Roma	EV/Ventas *	SS Lazio
16/11/00	7,00 €	AS Roma	EV/Ventas2001 ** EV/EBITDA2001	SS Lazio
13/12/00	3,80 €	SS Lazio	Técnico	
08/01/01	2,51 €	SS Lazio	Técnico	
19/01/01	3,43 €	SS Lazio	Técnico	
06/03/01	6,50 €	AS Roma	EV/Ventas2002 ** EV/EBITDA2002	SS Lazio
06/03/01	5,46 €	AS Roma	Técnico	

\* Estima una media entre las ventas de 2000 y 2001

\*\* Estima una media entre ambos múltiplos y redondea

Hay que hacer dos anotaciones respecto a los análisis estudiados. En primer lugar, cabe señalar que son de dos tipos: unos con carácter fundamental y otros de tipo técnico. Los primeros tienen una base de estudio amplia en función del análisis de la actividad de los clubes y de sus estados financiero y pretenden fijar un precio objetivo a medio y largo plazo. Los segundos, sin olvidar aspectos fundamentales, se basan en precios y volúmenes de contratación y pretenden ofrecer recomendaciones operativas a corto plazo. La segunda anotación hace referencia al criterio elegido para valorar las acciones en el caso del análisis fundamental. Se rechaza el criterio de descuento de flujo de caja por considerar muy difícil su estimación dada la actividad que desarrollan. Por el contrario, se inclinan por una valoración a través de múltiplos comparando con clubes similares. Este tipo de valoración tiene como objeto valorar activos análogos a otros que tienen un precio de mercado (Damodaran, 2001; 251). Son útiles e intuitivos, sencillos de usar pero también es fácil que conduzcan a decisiones equivocadas.

Se puede apreciar lo que ocurre al aplicar el método de los múltiplos a la AS Roma. Se ofrecen tres recomendaciones de precio objetivo: 5'50, 7'00, y 6'50 €, pero los precios estimados distan mucho del nivel de cotización actual que ronda los 3'00 €. Hasta junio de 2001 la cotización estaba alrededor de los 6'50 €, sin embargo, en ese mes se acababa de proclamar campeón de la liga italiana y cayó hasta 3'49 € el 11 de julio. ¿Qué ocurrió? Probablemente, los analistas, al utilizar múltiplos no consideraron el efecto de las primas que el club se vio obligado a desembolsar por la consecución del título.

Una situación como está, en la cual los análisis y las estimaciones de valor distan tanto de los precios del mercado –sobre todo por la incertidumbre de la actividad- hace que los inversores se retraigan a la hora de arriesgar su dinero en unos valores sobre los cuales no saben muy bien como estimar cual debe ser su precio objetivo.

#### 4. Conclusiones

Ante la posibilidad de que los clubes de fútbol españoles coticen en bolsa, se ha revisado la experiencia de las principales ligas europeas. Partiendo de la hipótesis de que los requisitos exigidos para cotizar por las distintas bolsas podría ser un factor

determinante a la hora de que en unos países haya más clubes negociando sus títulos que en otros, se ha repasado la reglamentación propia de cada país para descubrir posibles factores diferenciales. Sin embargo, la realidad es que la reglamentación y la estructura de los mercados bursátiles se ha manifestado muy similar entre los países analizados.

Se podría resumir afirmando que todas las bolsas estudiadas presentan diversos segmentos de negociación con el objeto de facilitar que nuevas empresas se incorporen al mercado. Habitualmente, existe un mercado principal y luego otro segmento con exigencias más livianas especialmente en lo que se refiere a la actividad previa. Sólo en el caso italiano, el segmento STAR se configura con unos requisitos más exigentes. Por otro lado, se observa como en todos los casos, la autoridad encargada de la admisión puede establecer excepciones para los requisitos fijados.

Básicamente los requisitos de admisión se pueden agrupar en:

- **legales:** títulos y emisores deben cumplir la legislación vigente en sus países;
- **liquidez:** con ella se pretende garantizar la negociación. Esto se procura por medio del establecimiento de un *free float* (en casi todos los países se habla de un mínimo del 25%), de un capital mínimo (en este punto es donde se producen mayores oscilaciones entre lo exigido por España, Inglaterra y Alemania -rondando 1'2 millones de €-, los 2'5 millones en Portugal y los 5 millones en Italia) y que las acciones sean libremente transferibles;
- **transparencia:** ligado a la información exigida. En todas las Bolsas se exige que las cuentas anuales estén auditadas y se requiere varios ejercicios de actividad previa. El desempeño de la actividad en ejercicios anteriores se puede exceptuar presentado los adecuados planes y si la correspondiente autoridad entiende que son suficientes para que los inversores puedan tomar sus decisiones con garantías;
- **gestión:** centrado en la independencia y capacidad de sus directivos.

Como los citados requisitos, con variaciones no relevantes, se exigen en todas las Bolsas analizadas, se puede concluir que **los requisitos de admisión exigidos por los mercados secundarios de valores no explican la diferencia en el número de clubes de fútbol que negocian en Bolsa.**

En segundo lugar, también se puede apuntar que, en el caso de España, superada la primera limitación legal genérica, al permitir la Ley del Deporte su cotización desde enero de este año, **las dificultades para que los clubes de fútbol coticen en Bolsa persisten** y se pueden agrupar en las siguientes:

- a) a la vista de la experiencia europea donde los clubes que cotizan –y logran que sus títulos se contraten a diario- son los más poderosos económicamente y con mejor historial deportivo, en España existe una restricción legal para que dos de los clubes que reúnen estas características –Barcelona y Real Madrid- puedan negociar sus títulos en Bolsa por no ser SAD,
- b) el temor a la pérdida del control y a revelar información.

Finalmente, dado que, por los escasos volúmenes de contratación de las acciones de clubes europeos, se puede afirmar que los inversores institucionales no han entrado a la

negociación de estos títulos -por su volatilidad y la dificultad de estimar su valor-. Como consecuencia los mercados tenderán a seguir siendo estrechos para estas acciones lo que les restará atractivo.

## REFERENCIAS:

- BVLP – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.(2001): *Guia de Admissão em Mercados Regulamentados*. Lisboa. Março.
- Cueto, I. (1998): “El mercado español ya sabe de fútbol” *Revista de la Bolsa de Madrid* nº 68, pp 34-40
- Cueto, I.; Sánchez, M<sup>a</sup>.J. (1999): “Fútbol y Bolsa se dan cita en Madrid” *Revista de la Bolsa de Madrid* nº 81, pp 22-28
- Damodaran, A (2001): *The Dark Side of Valuation. Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. Prentice Hall. Upper Saddle River.
- De Ruyters, K.; Wetzels, M (2000): “With a little help from my fans – Extending models of pro-social behavior to explain supporters’ intentions to buy soccer club shares” *Journal of Economic Psychology* 21 pp. 387-409
- Deloitte&Touche (2000): *Informe anual 1997/98 y 1998/1999. Las Finanzas en la Primera División del Fútbol en España*.
- Financial Services Authority (2002): *The Listing Rules*. London. April.
- INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS (1996): *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. Ariel. Barcelona.
- London Stock Exchange (2000): *Admission and Disclosure Standards*. London. May.
- London Stock Exchange (2001): *AIM. The international market for growing companies*. London. April
- <http://www.lfp.es>
- <http://deutsche-boerse.com>
- <http://www.consob.it>
- <http://www.londonstockexchange.com/>
- <http://www.borsaitalia.it/>
- <http://www.bvl.pt/>
- Exchange Rules for the Frankfurt Stock Exchange (FWB01e; March 26, 2002).
- Instructions for the Regulation of Markets Organised and Managed by Borsa Italiana S.p.A.
- Ley 10/1990, de 15 de octubre, del Deporte.
- Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social. Artículo 109.- Modificación de la Ley 10/1990 del Deporte.
- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (modificada por las Leyes 37/1998, de 16 de noviembre y 14/2000 de 29 de diciembre).
- Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de junio de 1997, por la que se permite exceptuar el requisito de haber obtenido beneficios como presupuesto para la admisión de valores en Bolsa (BOE, 21 junio de 1997).
- Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999 por la que se crea un segmento especial de negociación en la Bolsas de Valores denominado “Nuevo Mercado” y se modifican los requisitos de admisión a Bolsa (BOE, 30 de diciembre de 1999).
- Real Decreto 1251/1999, de 16 de julio, sobre Sociedades Anónimas Deportivas.
- Reglamento de las Bolsas de Comercio, aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio de 1967. BOE núm. 168, de 15 de julio de 1967.
- Regulation Concerning the Admission of Securities to Official Listing on a Stock Exchange (Stock Exchange Admission Regulation) dated April 15, 1987; published as amended on September 9, 1998 (Federal Gazette I p. 2832 of September 17, 1998).
- Rules of the Market Organised and Managed by the Italian Exchange.
- Rules of the Nuovo Mercato Organised and Managed by Borsa Italiana S.P.A.