



## Voetbalaandelen: emotie aan de beurs

**Auteur(s):**

D. Brounen, P.G.J. Roosenboom en W. Bemer

*Brounen en Roosenboom zijn als universitair docent werkzaam aan de Rotterdam School of Management van de Erasmus Universiteit Rotterdam.**Bemer is student aan de Erasmus Universiteit. [D.Brounen@fbk.eur.nl](mailto:D.Brounen@fbk.eur.nl)***Verschenen in:**

ESB, 89e jaargang, nr. 4438, pagina 347, 23 juli 2004

**Rubriek:**

sporteconomie

**Trefwoord(en):***Beleggers in voetbalaandelen reageren rationeel op de sportieve prestaties van de clubs. Verlies op het veld wordt echter negatiever beoordeeld dan winst.*

Voetbal is big business. Premies, sponsorbedragen en transfersommen in het internationale voetbal hebben het spel veranderd in een serieuze bedrijfstak. Inmiddels hebben 38 voetbalsclubs een beursnotering. Deze cijfers duiden op een volwassen beleggingscategorie. In hoeverre zijn dergelijke voetbalaandelen serieuze beleggingsproducten? Bestaat er een relatie tussen de beursprestaties en het succes op het veld?

**Laboratorium**

De beursnotering van regerend landskampioen AFC Ajax in mei 1998 deed veel stof opwaaien. Het bestuur van de Amsterdamse club hoopte met de beursgang de autonome groei van de club te kunnen faciliteren. Beleggers reageerden aanvankelijk enthousiast en kochten massaal de Ajax-aandelen, hetgeen resulteerde in een eenmalige opbrengst van ruim 55 miljoen euro. Ook vanuit de wetenschap werd het beursdebuut van Ajax op de voet gevolgd. Zo beschreven Corman en Huisman (1998) het financiële huishoudboekje van beursgenoteerde voetbalclubs. Zij stelden zich de vraag in hoeverre een aandeel Ajax gezien mag worden als serieuze belegging of dat er wellicht eerder sprake is van een emotieaandeel voor de trouwe fans.

Zes jaar na dato kan deze vraag beantwoord worden door het koersverloop van beursgenoteerde voetbalclubs te bestuderen. Er zijn in Europa 38 voetbalclubs uit 7 verschillende landen aan de beurs genoteerd. Engeland loopt in dit opzicht voorop met 21 beursgenoteerde voetbalclubs. Denemarken is verrassend tweede met zes clubs, gevolgd door Schotland (4), Italië (3), Portugal (2) en Duitsland en Nederland met elk één. Deze steekproefomvang stelt ons in staat om de efficiënte markthypothese van Eugene Fama (1970) te toetsen. De meest milde variant van deze hypothese stelt dat aandelenmarkten efficiënt zijn indien informatie uit het verleden niet gebruikt kan worden ter voorspelling van toekomstige koersen. De waarde van het aandeel is een functie van de toekomstige opbrengsten. Deze theorie vormt een van de peilers binnen de moderne financiële wetenschap. Indien de hypothese standhoudt, is het onmogelijk om op basis van openbare informatie uitzonderlijke beleggingsrendementen te behalen. De markt is immers in staat om nieuwe publieke informatie onmiddellijk in de koers van het aandeel te verwerken. Maar in hoeverre 'de markt' slaagt in het adequaat verwerken van beschikbare informatie, de marktefficiëntie, is vaak onderwerp van discussie. Het transparante karakter van de prestaties van voetbalclubs kan derhalve dienen als laboratorium. Omdat wedstrijden eenduidig te monitoren zijn en veelal buiten de openingstijden van de beurs om plaatsvinden, levert dit een concrete informatiestroom op.<sup>1</sup>

**Onderzoek**

In ons onderzoek hebben wij alle voetbaluitslagen van de 38 beursgenoteerde Europese clubs sinds 2000 verzameld. Daarmee ontstaat een steekproef van 5.127 wedstrijden uit zowel nationale als internationale competities. In de eerste fase van ons onderzoek hebben wij de wedstrijdresultaten gekoppeld aan de koersreacties op de eerstvolgende handelsdag van elke waarneming. Omdat wedstrijden plaatsvinden nadat de beurzen zijn gesloten, zijn wij begonnen met het berekenen van het openingsrendement.<sup>2</sup> De meest milde vorm van marktefficiëntie vereist dat de financiële consequenties van een wedstrijduitslag adequaat wordt vertaald in de eerstvolgende koers van het clubaandeel. De resultaten, zoals weergegeven in sectie a van [tabel 1](#), tonen dat een winstwedstrijd wordt gevolgd door een milde opleving van de koers terwijl een verlies ook op de beurs tot verliezen leidt. Ook wanneer we corrigeren voor de bewegingen van de algehele markt op de betreffende dag blijft dit positieve verband tussen voetbal- en beursprestaties overeind.

**Tabel 1. De gemiddelde koersreacties**

A: algeheel gemiddelde	verliespartij	gelijkspel	winstpartij
gemiddeld openingsrendement	-0,59%	-0,20%	0,65%
openingsrendement gecorrigeerde voor markt	-0,54%	-0,18%	0,65%
aantal waarnemingen	1477	1271	2379
B: inclusief verwachtingen			
indien winst werd verwacht	-0,95%	-0,36%	0,37%

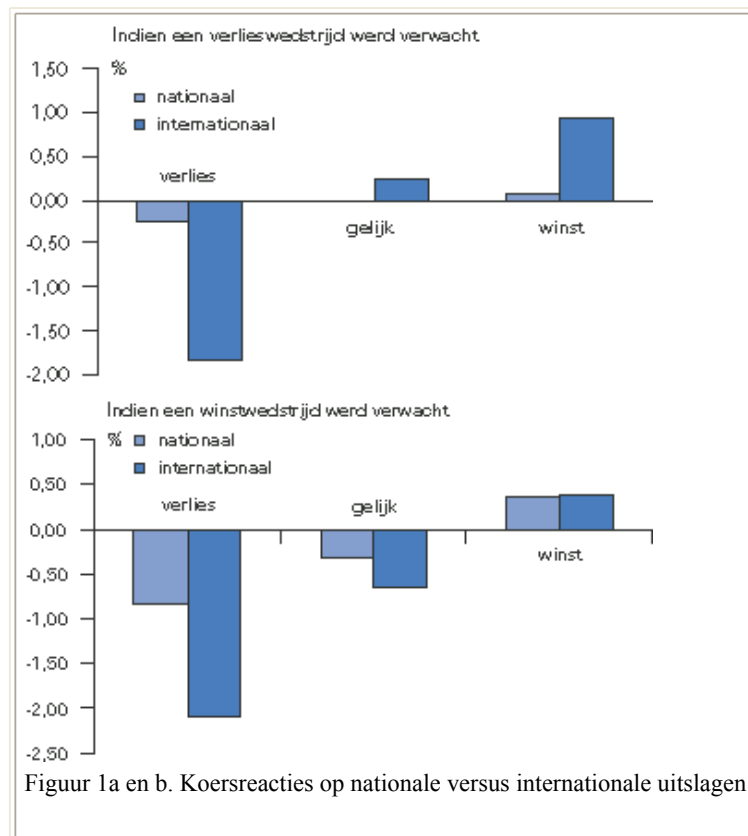
aantal waarnemingen	594	719	1787
indien verlies werd verwacht	-0,43%	0,01%	1,16%
aantal waarnemingen	832	496	488

## Verwachtingen

Een volgende vraag in ons onderzoek is in hoeverre reeds op de uitslagen wordt geanticipeerd. Een verrassende wedstrijduitkomst zou op een efficiënte markt tot heftiger koersreacties moeten leiden. Een studie die rekening houdt met deze verwachtingen kan de efficiëntie van de markt nog duidelijker aantonen. Door het persoonlijke karakter van verwachtingen ontbreekt dit facet in het merendeel van de financiële studies. Binnen de context van ons onderzoek doet zich de mogelijkheid voor om verwachtingen op een eenduidige wijze te kwantificeren. Daarbij maken wij gebruik van unieke informatie van Britse wedkantoren. Deze bedrijven geven voorafgaand aan de wedstrijd quoteringen af waartegen weddenschappen kunnen worden afgesloten op verlies, winst en gelijkspel. De deelnemers, doorgaans goed geïnformeerd over de stand van zaken, bepalen door hun inleg zelf de gemiddelde verwachting. Deze gegevens stellen ons in staat om elk wedstrijdresultaat in onze steekproef te voorzien van een verwachting.<sup>3</sup> In sectie b van [tabel 1](#) groeperen wij de openingsrendementen op basis van uitslag en verwachting. Aangezien slechts in 211 gevallen een gelijkspel wordt verwacht, zijn deze resultaten niet in ons onderzoek opgenomen. Opnieuw vertonen de resultaten een logisch patroon. Verliespartijen gaan gepaard met grotere koersverliezen wanneer een winst op het veld werd verwacht, terwijl winstpartijen het warmste onthaal op de beurs genieten wanneer op voorhand op een verliespartij werd gerekend. Op basis van deze resultaten kan opnieuw worden gesteld dat beleggers op een rationele wijze de prestaties van de clubs doorvertalen in het koersverloop van de aandelen.

## Internationale successen

In het laatste onderdeel van ons onderzoek maken wij onderscheid tussen wedstrijden in nationaal en internationaal verband, aangezien de financiële consequenties aanzienlijk verschillen. Zo is deelname aan Champions League een bron van premies en sponsoropbrengsten, welke afhankelijk van het succes van de clubs kan oplopen tot ruim dertig procent van de totale jaarinkomsten.<sup>4</sup> In [figuur 1](#) presenteren wij de gemiddelde koersreacties op wedstrijduitslagen waarbij wij een onderscheid maken op basis van het competitieverband. Duidelijk blijkt uit de resultaten dat openingskoersen het sterkst reageren op internationale resultaten. Opnieuw toont de belegger zich van zijn rationele kant. Het verschil in financiële repercussies lijkt ook vanuit deze invalshoek adequaat in de koersen te worden verwerkt.



Opmerkelijk in dit verband is dat verliespartijen telkens gepaard gaan met meer uitgesproken koersreacties. Onze resultaten tonen duidelijk dat, ongeacht de verwachting, verlies op het veld een sterkere koersval veroorzaakt dan een overwinning de koers doet stijgen. Deze asymmetrie in koersgedrag kan niet worden verklaard aan de hand van de financiële consequenties van de velduitslagen van clubs. De menselijke psyche moet in ogenschouw worden genomen om dergelijke koerspatronen volledig te kunnen begrijpen. Uit eerder wetenschappelijk onderzoek is reeds gebleken dat verlies tweemaal zwaarder weegt in het gevoel van de mens dan de euforie die ontstaat bij winst (zie Kahneman & Tversky, 1979).<sup>5</sup> Dit patroon vinden wij ook terug in onze resultaten.

## Conclusie

Ons onderzoek bevestigt de efficiënte markthypothese. De beurskoersen reageren 'rationeel' op de uitslagen op het voetbalveld. Daarbij blijkt dat verwachtingen de koersreacties duidelijk beïnvloeden, hetgeen impliceert dat beleggers adequaat anticiperen aan de hand van bestaande informatie. Ook de omvang van deze financiële consequenties wordt door de belegger overzien. Hij of zij is in staat om het verschil tussen nationale en internationale veldprestaties te onderscheiden en te vertalen op de beurs. Tegelijkertijd blijkt ook de voetbalbelegger een mens van vlees en bloed. Immers, naast al deze rationele reacties blijkt slecht nieuws vanaf de voetbalvelden langer en harder door te dreunen dan euforie.

**Dirk Brounen, Peter Roosenboom en Waldo Bemer**

## Literatuur

Corman, R. en R. Huisman (1998) Voetbalaandelen: toto of belegging? *ESB*, 11 september 1998, blz. 680-681.

Fama, E.F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25, blz. 383-417.

Kahneman, D. en A. Tversky (1979) *Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk*. *Econometrica*, 47, blz. 263-291.

---

**1** Wij beweren niet dat wedstrijduitslagen de enige relevante informatiestroom inzake de waarde van een voetbalclub vormen. Ook zaken als transferbeleid, de kwaliteit van de jeugdopleiding en merchandising vormen een onderdeel van de waarde van de club. In ons onderzoek richten wij ons uitsluitend op de relatie tussen de wedstrijduitslagen en de corresponderende koersreacties.

**2** Het openingsrendement is gelijk aan de het verschil tussen de openingskoers van het aandeel en de slotkoers van de vorige handelsdag als percentage van de slotkoers van de vorige dag.

**3** De gemiddelde quotering wordt berekend over alle wedkantoren die een quotering afgeven voor de desbetreffende wedstrijd. De kans op winst, verlies en gelijkspel wordt bepaald door de reciproque van de gemiddelde quotering van de wedkantoren. De uitslag met de hoogste kans wordt aangemerkt als de verwachte uitslag.

**4** Real Madrid, winnaar van de Champions League 2001/2002, verdiende 48,2 miljoen euro aan Champions League inkomsten (premies, extra sponsorreclames en dagopbrengsten) hetgeen afgezet tegen de jaaromzet van 152,2 miljoen euro ruim 32 procent uitmaakt van het totaal.

**5** De Behavioral Finance stroming combineert economische theorie met psychologische kennis. Kahneman en Tversky toonden reeds in 1979 aan dat emoties zoals trots en spijt het aan- en verkoopgedrag van individuele beleggers mogelijk kunnen verklaren.