



Voetbalaandelen: toto of belegging?

Auteur(s):

Corman, R.
Huisman, R.

Rik Corman is student aan de Universiteit Maastricht; Ronald Huisman is werkzaam aan het Limburg Institute of Financial Economics aan de Universiteit Maastricht.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4166, pagina 680, 11 september 1998

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

financiële, markten, aandelen, sport

De waarde van een aandeel in een voetbalclub is gevoelig voor mee- en tegenvallers in de competitie. Om als belegging interessant te worden dienen de clubs zich meer te richten op bronnen van stabiele inkomsten.

De introductie van het aandeel van de voetbalclub Ajax op de Amsterdamse effectenbeurs rond half mei 1998 bracht heel wat beroering teweeg. Ten eerste het enthousiasme waarmee het aandeel onthaald werd; de 125 miljoen gulden die de club binnen wilde halen met de emissie waren na enkele dagen moeiteloos opgebracht door beleggers die bereid waren de relatief hoge prijs van 25 gulden per aandeel te betalen. Gemiddeld betaalden zij ruim negentig keer de winst per aandeel terwijl dit voor een gemiddeld aandeel in Amsterdam rond de 24 ligt ¹. Ten tweede de daaropvolgende mediadiscussie omtrent hoe het voor Nederland nieuwe begrip voetbalaandeel gezien dient te worden: als een serieuze belegging of als een concurrent van de voetbaltoto. Mede gezien het feit dat na het succes van Ajax ook andere Nederlandse voetbalclubs een beursgang voorbereiden (onder andere Vitesse, Feyenoord, ADO Den Haag) is het belangrijk om te weten wat beleggers van zulke aandelen kunnen verwachten. Dit artikel poogt hier inzicht in te verschaffen.

De introductie van het aandeel Ajax is het begin van een trend naar meerdere voetbalclubs die een notering op de beurs zullen aanvragen. De ideeën hiervoor stammen uit Groot-Brittannië en de Verenigde Staten waar sportverenigingen al jaren kapitaal vergaren met het emitteren van aandelen. In Engeland staan veel beroemde voetbalclubs zoals Aston Villa, Chelsea en Manchester United op de beurs genoteerd en het koersverloop van deze aandelen geeft dan ook inzicht in de factoren die de prijzen beïnvloeden.

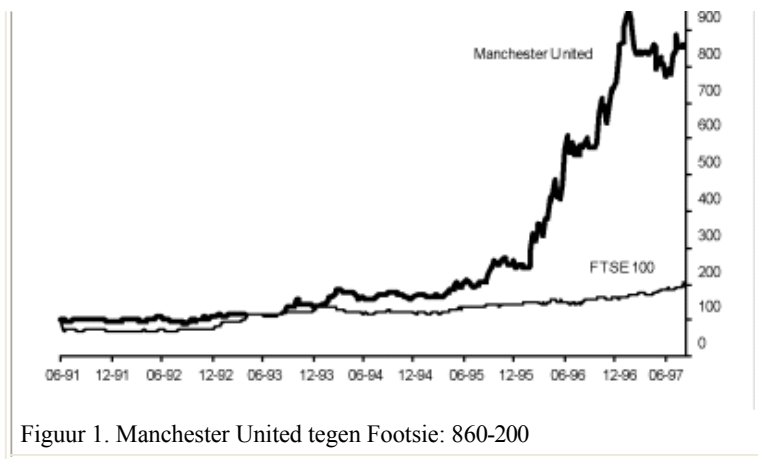
Uit de financieringstheorie is bekend dat aandelenprijzen direct reageren op onverwacht nieuws; prijzen reflecteren verwachtingen en onverwacht nieuws maakt dat deze verwachtingen soms dienen te worden aangepast. Dit gaat dus ook op voor voetbalaandelen en wellicht in versterkte mate gezien de emotionele verbondenheid met de achterliggende club. Zo berichtte bijvoorbeeld *NRC Handelsblad* in februari 1998 dat het aandeel van Chelsea met 6% daalde na de bekendmaking van het verrassende ontslag van Ruud Gullit als trainer/manager. En dat het eerder steeg met 9% als reactie op de onverwacht hoge overwinning van 6-1 op Tottenham Hotspur eind december 1997. Onverwachte veranderingen in de samenstelling van de spelersgroep, het (voetbaltechnisch) management en onverwachte uitslagen hebben dus een effect op de koersen. Men zou hier dus op kunnen speculeren door te proberen aan te voelen wanneer een resultaat in de lucht hangt dat niemand anders verwacht. Vanuit deze gedachte kan het aandeel gezien worden als een alternatief voor de voetbaltoto alhoewel bewijs ontbreekt of zulke speculaties gemiddeld de hoge transactiekosten compenseren die actief beleggen met zich meebrengt.

Waardedragers

Naast de bovenstaande korte-termijn eigenschappen van voetbalaandelen is het de vraag wat deze aandelen op lange termijn te bieden hebben. Dit is waardevol voor met name institutionele beleggers (bijvoorbeeld pensioenfondsen) die aandelen aanschaffen vanuit een lange-termijn beleggingshorizon. Indien, zoals te verwachten is, meer voetbalclubs meer aandelen gaan emitteren, wordt het steeds belangrijker deze beleggers tegemoet te komen om voldoende aanbod van (institutioneel) kapitaal te garanderen. Het lange-termijn inzicht is te krijgen door de factoren te beschouwen die het lange-termijn rendement op voetbalaandelen als Ajax beïnvloeden. We volgen daarbij enigszins de theorie van Alfred Rappaport door het identificeren van waardedragers binnen de voetbalclubs, zeg maar de pijlers die de waarde van de onderneming en dus het aandeel bepalen. Het identificeren van waardedragers is van groot belang indien een club van plan is haar strategie te richten op maximalisatie van aandeelhouderswaarde, hetgeen de missie is van veel 'normale' bedrijven ².

Het eerste inzicht in het belang van waardedragers is wederom te vinden in het buitenland. [figuur 1](#) geeft het verloop weer van een belegging van honderd Britse ponden in het aandeel van één van de absolute Engelse topclubs Manchester United en van een belegging van honderd Britse ponden in de FTSE-100 index welke representatief is voor een goed gespreide belegging in aandelen van 'normale' Britse ondernemingen.





Figuur 1. Manchester United tegen Footsie: 860-200

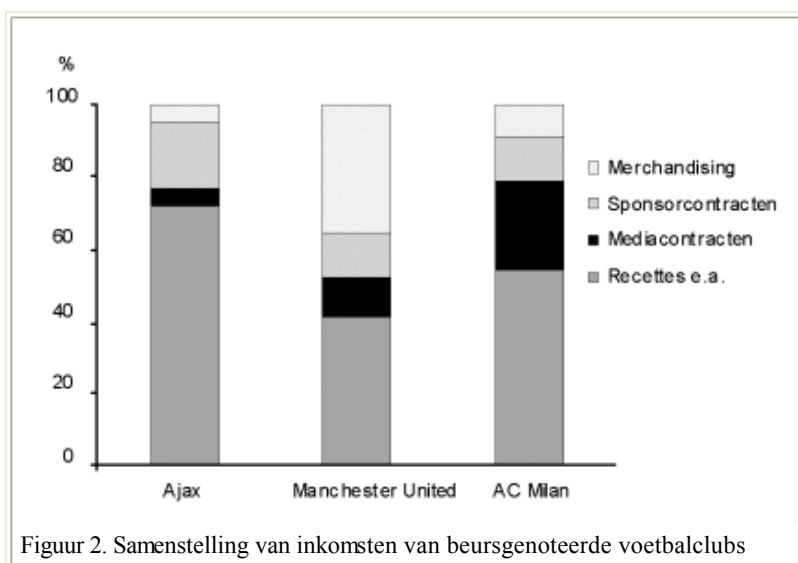
Tv-inkomsten

We zien duidelijk twee opvallende perioden in [figuur 1](#). Ten eerste de periode voor 1996 waarbij het aandeel Manchester United de FTSE-index volgt. Opvallend en belangrijk is de kentering die eind 1995 heeft plaatsgevonden. Vanaf die datum zien we een koerse explosie die kenmerkend is voor alle voetbalclubs uit de premier-league. De waarde van de belegging in Manchester United steeg binnen anderhalf jaar van 200 pond tot rond de 900 pond. Deze waardeverhoging van de voetbalaandelen is volledig toe te schrijven aan het sterk verbeterde televisiecontract dat is afgesloten met alle clubs uit de premier-league. Dit contract trad eind 1995 in werking. Hiermee is direct één van de factoren gevonden die de lange-termijn inkomsten van de clubs garanderen.

Overige inkomsten

Andere waardedragers die relevant zijn voor de lange-termijn omzet en winstgevendheid van voetbalclubs en mede daardoor de waarde van de aandelen bepalen zijn inkomsten uit recettes, sponsorcontracten, merchandising en inkomsten gegenereerd door exploitatie van het stadion.

Indien we deze waardedragers onderzoeken voor clubs uit verschillende landen, dan zien we opvallende verschillen. [figuur 2](#) geeft de omzetverdeling van Ajax en twee andere Europese topclubs, Manchester United en AC Milan, weer over het seizoen 1995/1996³. Het aandeel van de sponsorcontracten is hetzelfde verdeeld over de drie clubs. Manchester United is sterk afhankelijk van inkomsten uit merchandising, terwijl mediacontracten een belangrijk gedeelte van de omzet bij AC Milan bepalen. Bij Ajax spelen deze twee waardedragers nauwelijks een rol. Ajax is in veel sterkere mate afhankelijk van met name recettes en andere inkomsten die direct met voetbalwedstrijden te maken hebben. Evenals Ajax heeft Manchester United aandelen uitgegeven (AC Milan niet). Aangezien de omzet van Manchester United voor meer dan de helft afkomstig is uit stabiele, niet voetbalresultaat afhankelijke, inkomsten zoals recettes, is de waarde van dit aandeel meer afhankelijk van een stabiele waardedragers dan het aandeel Ajax. De directe invloed van deze afhankelijkheid van voetbalresultaten blijkt uit het feit dat Ajax zich voor het seizoen 1997/1998 niet geplaatst had voor de Champions league, het meest lucratieve Europese toernooi voor clubteams, en daardoor naar verwachting een omzetsdaling van 11% zal zien in vergelijking met het seizoen daarvoor. Verder is het stadion van Ajax al voor iedere thuiswedstrijd uitverkocht, waardoor er bijna geen groei zit in de voornaamste waardedragers van het aandeel (Europese wedstrijden bieden nog wat soelaas). Overigens verwacht Ajax in de toekomst minder afhankelijk te zijn van recettes, alhoewel men verwacht dat het aandeel van de recettes in de omzet nog altijd zo'n 62% zal zijn in het seizoen 1999/2000.



Figuur 2. Samenstelling van inkomsten van beursgenoteerde voetbalclubs

De sterke afhankelijkheid van de recettes in Ajax' omzet is deels een resultaat van het feit dat Nederland een kleine markt is in vergelijking met Engeland en Italië. Men biedt veel minder geld voor uitzendrechten en voor merchandising is in Nederland een veel kleinere afzetmarkt voorhanden en spelen cultuurverschillen een belangrijke rol. De gemiddelde Nederlander loopt immers niet zo snel in een shirt van zijn of haar favoriete voetbalclub rond zoals bijvoorbeeld de Britten en Italianen. Om Nederlandse voetbalaandelen aantrekkelijker te maken voor met name institutionele beleggers, dienen de voetbalclubs meer inkomsten te genereren uit alternatieve niet resultaatafhankelijke bronnen, alhoewel er naar verwachting nog groei in de merchandising zit en media-innovaties als pay-per-view

mogelijkheden bieden. Twee van deze alternatieve bronnen kunnen ons inziens gegeneerd worden uit een verbeterde stadionexploitatie en door gebruik te maken van de huidige securitisatiehype.

Voor wat betreft de stadionexploitatie kan een voorbeeld worden gevonden in de Verenigde Staten. Aandelen van sportclubs deden het vaak veel slechter dan de markt, wat werd verklaard door de beperkte groeimogelijkheden die de industrie biedt. Het stadion van Ajax is bijvoorbeeld al iedere week uitverkocht en alleen de Europese wedstrijden bieden nog enige ruimte voor uitbreiding. Er zit wat dat betreft weinig groei in de recettes waar Ajax zo sterk van afhankelijk is. Sportclubs in de Verenigde States zitten met hetzelfde probleem en zoeken inkomsten van buiten de sport door de stadions beter te exploiteren. Naast voetbal en andere sportevenementen wordt het stadion ook gebruikt voor concerten, tentoonstellingen e.d. waar de sportclub, indien eigenaar van het stadion, direct van profiteert. Zo ziet men in de Verenigde Staten vaak hotels gebouwd op het terrein van het stadion die bij belangrijke evenementen volledig vol zitten. Aangezien de sportclubs hier eigenaar van zijn zorgt dit voor een andere niet resultaatafhankelijke inkomstenstroom. Stadions zijn dus belangrijke waardedragers in de Verenigde Staten en daarom een belangrijke pijler voor de waarde van een aandeel. In Nederland zijn de clubs veelal geen eigenaar van het stadion zoals Feyenoord dat de Kuip huurt, of zijn slechts voor een klein deel mede-eigenaar, zoals Ajax een 13% belang heeft in de Amsterdam ArenA en niet van plan is dit op korte termijn uit te breiden. Stadions bieden in Nederland geen basis voor de voetbalaandelen. Ook wat dit betreft hebben Nederlandse voetbalaandelen te weinig te bieden. Een uitzondering is de Arnhemse club Vitesse, die alles in het werk stelt om volledig eigenaar van het multifunctionele Gelredome te worden.

Het bovenstaande toont aan dat Nederlandse voetbalaandelen weinig waarde te bieden hebben voor lange-termijn beleggingen. TV en mediacontracten leveren te weinig geld op in vergelijking met het buitenland, er is een te grote recetteafhankelijkheid waar weinig groei in zit, de merchandising staat nog in de kinderschoenen en Nederland biedt wat dat betreft ook een zeer kleine afzetmarkt. Daarnaast worden de stadions te weinig gebruikt om er door exploitatie stabiele inkomsten uit te genereren. Alhoewel het aandeel Ajax wellicht gezien kan worden als alternatief voor de voetbaltoto, wat de reden is dat het door verschillende media is getypeerd als pretfonds⁴, biedt het op dit moment toch te weinig voor met name de institutionele beleggers. Gezien het feit dat veel andere voetbalclubs dan Ajax een beursgang voorbereiden en gezien het weinige dat deze aandelen op lange termijn te bieden hebben voor institutionele beleggers is het dan ook de vraag of er uiteindelijk wel voldoende interesse en kapitaal bestaat in Nederland voor deze aandelen. Voetbalclubs hebben echter een dringende vraag naar kapitaal. De concurrentie met voetbalclubs in Europa wordt groot. Door de hoge mediacontracten, de betere exploitatie van stadions en de merchandising in met name Engeland, Italië en Spanje worden de verschillen tussen de begrotingen van Nederlandse en buitenlandse clubs te groot. Voeg daaraan toe de enorme groei van de salarissen van spelers in de afgelopen paar jaar, dan wordt de kans geringer dat Nederlandse clubs een vooraanstaande rol zullen spelen in het Europese voetbal. Men moet immers met Italië en Engeland concurrerende salarissen bieden om de beste spelers te kunnen behouden.

Gezien de geringe waarde is het dus de vraag of voetbalclubs massaal aandelen moeten gaan uitgeven. Aan de andere kant is er een duidelijke financieringsbehoefte bij de clubs om concurrerend te kunnen blijven. Een belangrijk alternatief voor de uitgifte van aandelen wordt geboden door de huidige trend om toekomstige inkomstenstromen te securitiseren. Deze inkomstenstromen worden gebruikt als onderpand voor een lening. Zo zouden voetbalclubs dus bijvoorbeeld leningen kunnen uitgeven met bijvoorbeeld de verkoop van toegangskarten, businessseats, portretrechten van spelers (voor zover de clubs deze bezitten), het uitbaten van het logo van een voetbalclub, deelnamegelden aan internationale wedstrijden en toernooien als de Championsleague en dergelijke als onderpand. Het uitgeven van dergelijke leningen is een aantrekkelijk alternatief voor de voetbalclubs en geeft beleggers een veel minder resultaatafhankelijke belegging.

Zoals het er nu voorstaat lijkt het aandeel Ajax inderdaad een pretfonds te worden waarbij beleggers of fans kunnen speculeren op onverwachte resultaten. Aandelen uitgegeven door Nederlandse voetbalclubs in het algemeen bieden te weinig waarde, zeker in vergelijking met buitenlandse clubs, als serieuze investeringsmogelijkheid voor bijvoorbeeld institutionele beleggers, welke toch die beleggers zijn waar dadelijk het geld vandaan moet komen als ook al die andere clubs naar de beurs gaan. Het is dus nog maar de vraag of beleggers zitten te wachten op deze voetbalaandelen tenzij men een alternatief voor de voetbaltoto verlangt. Een meer haalbare financieringsmogelijkheid wordt ons inziens geboden door de huidige trend om toekomstige inkomstenstromen te securitiseren. Het is dan ook wachten op de eerste Feyenoord lening

¹ Bron: *Elsevier*, 16 mei 1998.

² Zie Alfred Rappaport, *Creating shareholder value*, The Free Press, New York, 1986. Michael Porter, *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*, The Free Press, New York, 1980 geeft een uitstekend hulpmiddel ter identificatie van deze waardedragers door naar de kracht van concurrenten te kijken. In dit artikel volgen we in principe deze methodiek.

³ In de omzetcijfers zijn de inkomsten uit transfers niet opgenomen. Bronnen: ABN Amro Dutch Desk, Ajax, 20 april 1998 en Deloitte & Touche, *Annual review of football finance*, augustus 1997.

⁴ Zie bijvoorbeeld de *Elsevier* van 16 mei 1998 of *FEM* van 7 maart 1998.