

SCOREN MET VOETBALAANDELEN: ALTIJD LASTIG!

TEKST: GERBEN HETTINGA (VALUE8)

Berlusconi, Scheringa en Abramovich kunnen erover meepraten. Beleggen in voetbal is een sport op zich. Voor de gewone sterveling zijn er aansprekende beursgenoteerde clubs.

In Nederland is het fenomeen van de beursgenoteerde voetbalclub nooit echt van de grond gekomen. Alleen Ajax wist tot dusver de stap naar de beurs te maken en haalde in 1998 liefst 53 miljoen euro op in ruil voor 27 procent van de aandelen. Toen was Ajax nog zeer gewild, niet verwonderlijk want in de drie jaar voor de beursgang was Ajax tweemaal kampioen geworden en stond de club tweemaal in de finale van de Champions League.

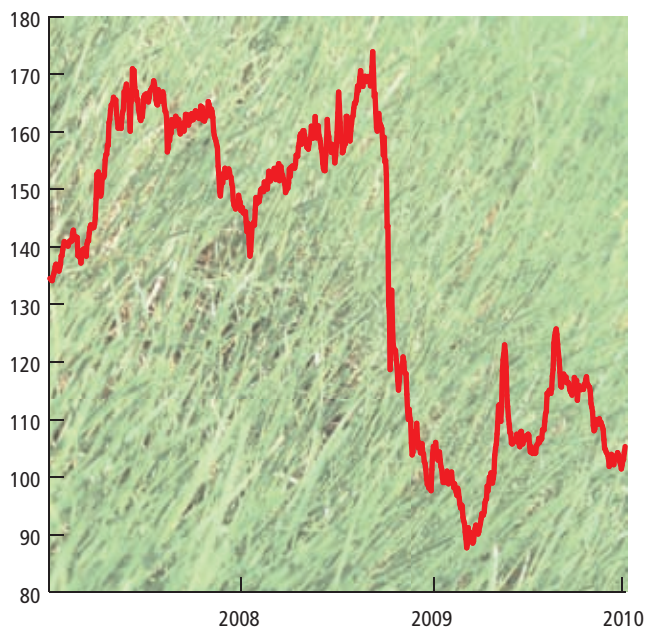
SPURS WAREN DE EERSTE

De bakermat van beursgenoteerd voetbal ligt net als die van het voetbal zelf in Groot-Brittannië. Tottenham Hotspur was in 1983 de eerste voetbalclub die de stap naar de beurs waagde en is nog altijd op de Londense effectenbeurs genoteerd. In de jaren negentig ontdekten veel andere Britse clubs de aandelenbeurs. Aansprekende namen als Manchester United, Arsenal, Chelsea en de Schotse rivalen Celtic en Rangers maak-

ten allemaal de gang naar de beurs. Maar ook kleinere clubs als Preston North End, Watford, Millwall en Sheffield United kregen een notering. In 2001 waren in totaal liefst 26 Britse voetbalclubs genoteerd. De beursgang bleek een mooie manier om miljoenen op te halen om zo de sportieve ambities van de club te financieren.

In andere Europese landen kreeg de beursgang navolging, met name in Denemarken. Brøndby was na Tottenham Hotspur de

DJ STOXX FOOTBALL INDEX (€)



TOP 10 CHAMPIONS LEAGUE-INKOMSTEN 2008/09

De inkomsten uit de Champions League zijn gebaseerd op prestaties en het land van herkomst (marketpool). De inkomsten uit de marketpool zijn afhankelijk van het aantal deelnemers per land en de grootte van de televisiemarkt in het betreffende land. Zo kan het dat PSV meer verdient dan Liverpool omdat er meerdere Engelse clubs deelnemen.

	Prestatie	Marketpool	Prestaties	Totaal
Manchester United	Finale	18,8	19,5	38,3
Bayern München	Kwartfinale	21,5	13,1	34,6
FC Barcelona	Winnaar	8,2	22,8	31,0
Chelsea	Halve finale	15,4	15,5	30,9
Internazionale	Laatste 16	18,9	9,4	28,3
Arsenal	Halve finale	11,3	15,5	26,8
AS Roma	Laatste 16	16,1	10,0	26,1
PSV	Groepsfase	19,6	6,0	25,6
Olympique Lyonnais	Laatste 16	13,6	10,0	23,6
Liverpool	Kwartfinale	10,1	13,1	23,2

Bron: UEFA, bedragen in miljoenen euro

tweede genoteerde voetbalclub ter wereld, maar ook Parken (FC Kopenhagen), Århus, Silkeborg en Aalborg zijn inmiddels op de Deense beurs te vinden. Vooral aan FC Kopenhagen kunnen de meeste clubs een voorbeeld nemen. Deze investeerde de beursopbrengst niet in nieuwe voetballers, maar kocht het Parken-stadion. Daarna nam het beursfonds de naam van het stadion aan en investeerde in onder andere een handbalclub en een ticketbureau, met structurele winst tot gevolg.

Ook de Turkse competitie is opmerkelijk goed vertegenwoordigd op de beurs. Met Galatasaray, Fenerbahce, Besiktas en Trabzonspor zijn alle landskampioenen uit de geschiedenis van de Turkse Süper Lig vertegenwoordigd. Fenerbahce is zelfs na Arsenal de tweede club in beurswaarde. Beursfonds Fenerbahce is echter niet de club zelf, maar een gelieerde onderneming die alle commerciële rechten van de club in licentie heeft. Ook Galatasaray en Trabzonspor kennen een degelijke structuur met relatief lage kosten en potentieel hoge opbrengsten. Een voor aandeelhouders mooie constructie, maar of de clubs er op termijn zelf beter van worden is de vraag. In elk geval worden de Turkse aandelen zeer fors gewaardeerd.

Net als in Turkije staan ook in Portugal de belangrijkste titelkandidaten (Benfica, Porto en Sporting) op de beurs. Italië is met AS Roma, Lazio en Juventus prominent aanwezig, dit in tegenstelling tot Spanje dat (nog) geen beursgenoteerde voetbalclubs kent. De lijst wordt gecompleteerd met Olympique Lyonnais (Frankrijk), Borussia Dortmund (Duitsland) en AIK (Zweden).

GEEN ONVERDEELD SUCCES

Hoewel niet de minste voetbalclubs beursgenoteerd zijn, blijken voetbalaandelen over het algemeen geen onverdeeld succes op de beurs. De meeste voetbalaandelen noteren ver onder hun introductiekoers. Juventus ging bijvoorbeeld in 2001 voor 3,50 euro per aandeel naar de beurs, hier is nog slechts 90 cent van over. Ook Olympique Lyonnais staat ver onder de introductiekoers.

Bestuurders van voetbalclubs hebben nu eenmaal structureel de neiging om meer geld uit te geven dan er binnenkomt. Als de prestaties tegenvallen is de druk van de buitenwereld veel te groot om niet te investeren in nieuwe (duurdere) spelers. Doordat de spelersmarkt uitermate flexibel is, moeten clubs meer en meer concurreren op spelerssalarissen en transfervergoedingen.

TOP 10 VOETBALAANDELEN

Club	Beurs-notering	Omzet	Netto-winst	UEFA-ranking	Beurs-waarde	Beurs-gang
ARSENAL	Londen (Plus)	353,1	39,7	4	647,5	1995
FENERBAHCE	Istanbul	26,2	29,7	31	448,4	2004
JUVENTUS	Milaan	240,4	6,6	29	167,1	2001
GALATASARAY	Istanbul	28,0	41,1	42	138,1	2002
AFC AJAX	Amsterdam	67,1	-3,4	30	123,9	1998
AS ROMA	Milaan	141,2	-1,9	12	111,9	2000
TOTTENHAM HOTSPUR	Londen (LSE)	127,4	26,1	27	103,7	1983
OLYMPIQUE LYONNAIS	Parijs	139,6	5,1	10	102,0	2007
TRABZONSPOR	Istanbul	15,8	17,7	152	91,3	2005
BESIKTAS	Istanbul	39,6	-13,7	58	84,8	2002

Alle bedragen in miljoenen euro



1) Arsenal

Na het vertrek van Manchester United van de beurs is dit een van de mooiste voetbalaandelen. Arsenal maakt de laatste jaren een forse groei door, mede dankzij de verhuizing naar het nieuwe Emirates-stadion. Onder leiding van Arsène Wenger is Arsenal hard op zoek naar succes in Engeland en de Champions League. Met een omzet van 330 miljoen pond en een nettowinst van 35 miljoen pond is Arsenal op dit moment een uitzondering op de regel dat voetbalaandelen niet interessant kunnen zijn.



2) Fenerbahçe

Het genoteerde Fenerbahçe bezit alle commerciële rechten van de club. Dus niet de nadelen van het betalen van spelerssalarissen en transferrechten, maar wel de sponsor-, stadion- en reclame-inkomsten plus 20 procent van de inkomsten uit Europees voetbal. Dit levert een vrij stabiele positieve kasstroom voor beleggers op van circa 25 à 30 miljoen euro per jaar. Dankzij de goede prestaties in Europa is het aandeel erg fors gewaardeerd. De club zelf heeft de meerderheid van de aandelen van het beursfonds en doet met een totale (club)omzet van ruim 110 miljoen euro niet onder voor de Europese subtop.



3) Juventus

De komende tegenstander van Ajax in de Europa League ging in 2001 naar de beurs, maar maakt sindsdien bijna elk jaar fors verlies. Afgelopen seizoen was met een schamele winst van 8 miljoen euro echter een uitzondering. Het aandeel had in 2006 zwaar te lijden onder de Italiaanse omkoopaffaire waarin de directeur van Juventus een hoofdrol speelde. Juventus werd teruggezet naar de Serie B en het kampioenschap van 2006 werd de club ontnomen. De familie Agnelli (o.a. Fiat) heeft nog altijd 60 procent van de aandelen.



4) Galatasaray

De club van trainer Frank Rijkaard heeft een vergelijkbare structuur als grote concurrent Fenerbahçe, waarbij de spelerssalarissen en transferbedragen buiten het beursfonds vallen. In vergelijking met Fenerbahçe kent Galatasaray iets andere licentieafspraken tussen het beursfonds en de club. Zo krijgt het aandeel Galatasaray geen inkomsten uit het stadion en heeft het een hogere kostenbasis, maar krijgt het wel een groter deel van de inkomsten uit Europa. De club is nog wel de grootste aandeelhouder in het beursfonds. Dat Galatasaray vorig jaar niet in de Champions League speelde scheelde fors in de inkomsten voor het beursfonds. Ook Galatasaray maakt structureel winst, circa 30 tot 40 miljoen euro op jaarbasis.



5) Ajax

Hoewel Ajax de aansluiting met de Europese top al lange tijd kwijt is, is het nog wel de vijfde beursgenoteerde voetbalclub gemeten naar beurswaarde. Ajax is er echter nog steeds niet in geslaagd om structureel positief te draaien, zeker als de meevallende transferbedragen buiten beschouwing worden gelaten. Met de komst van Van Basten vorig jaar werd de behoudende koers vaarwel gezegd en werden er weer forse bedragen geïnvesteerd in nieuwe spelers, zoals Sulejmani (16 miljoen euro) en Cvitanich (6 miljoen euro). Doordat de kas nu langzaam leegraakt, overweegt Ajax nu om vreemd vermogen aan te trekken.



6) AS Roma

Ondanks de goede prestaties in de Champions League de afgelopen drie jaar slaagde AS Roma er toch niet in om afgelopen seizoen winst te behalen. Op een omzet van 141 miljoen euro boekte de grote rivaal van Lazio een verlies van 1,9 miljoen euro. Dit jaar speelt AS Roma met sterspeler Totti in de Europa League, omdat de club slechts als zesde eindigde in de Italiaanse competitie. AS Roma wordt sinds 2008 geleid door Rosella Sensi, de dochter van de vorige voorzitter Franco Sensi. De club heeft pas sinds 2008 weer een positief eigen vermogen.



7) Tottenham Hotspur

Met een omzet van 113 miljoen pond is Tottenham Hotspur een speler van formaat, maar in de Premier League lang niet de grootste. Het beursfonds behaalde het afgelopen jaar een winst van 23 miljoen pond, voor de helft afkomstig van de verkoop van Berbatov aan Manchester United en Keane aan Liverpool. Daarmee maakt Tottenham al voor het derde jaar op rij winst. Dit seizoen spelen de Spurs echter geen Europees voetbal omdat de club vorig seizoen als achtste in de Premier League net buiten de prijzen viel.



8) Olympique Lyonnais

De Franse club ging in 2007 naar de beurs nadat zij al sinds 2001 kampioen was geworden van de Franse competitie. Bovendien is Lyon al jaren een vaste waarde in de Champions League en staat ook nu weer in de tweede ronde. De hegemonie werd afgelopen jaar wel doorbroken door Girondins de Bordeaux. Ondanks het mindere jaar maakt Lyon nog winst. Ondertussen is wel de beurskoers ingestort van 24 euro bij de beursgang tot een schamele 7 euro.



9) Trabzonspor

Trabzonspor is de vierde club van Turkije, maar het laatste landskampioenschap dateert alweer van 1984. Ook in Europa weet de club weinig potten te breken. De club begon dit seizoen met de Belg Hugo Broos als trainer, maar die werd al snel aan de kant gezet vanwege de slechte resultaten. Niettemin maakt het beursfonds structureel een mooie winst. Dit is meer te danken aan de voor aandeelhouders aantrekkelijke licentiestructuur dan aan de prestaties van de voetbalclub. Net als Fenerbahce en Galatasaray heeft het beursfonds de licentie om alle commerciële activiteiten uit te buiten, zoals televisierechten, sponsoring en marketing. De club houdt zelf 75 procent van de aandelen.



10) Besiktas

In tegenstelling tot de drie andere Turkse clubs is het aandeel Besiktas wel afhankelijk van de spelerssalaries en de transferbedragen. Besiktas moest jarenlang toezien dat twee andere clubs uit Istanbul, Galatasaray en Fenerbahce, er met de prijzen vandoor gingen, maar afgelopen seizoen werd Besiktas eindelijk weer eens kampioen. Het kampioenschap kwam met een prijs, want het boekjaar werd met een fors verlies afgesloten. Wellicht kunnen de inkomsten uit de Champions League dit jaar voor een positief resultaat zorgen.

Het gevolg hiervan is dat bij voetbalclubs de post spelerssalaries gemaximeerd wordt en niet de winst. Ajax is hiervan een goed voorbeeld.

De Amsterdamse club had vlak na de beursgang een prachtige financiële positie, maar daar was na de vele mislukte aankopen en de deelnemingen in Afrika en België al snel weinig meer van over. Doordat Ajax te veel selectie spelers onder contract heeft – momenteel meer dan zeventig – boekt de club al jaren structureel een operationeel verlies. Dankzij de meevallende transferbedragen heeft Ajax lange tijd het salarisniveau hoog kunnen houden. Maar duidelijk is dat vrijwel alle clubs nog liever een extra speler voor de reservebank aantrekken dan winst maken voor de aandeelhouders. De clubvoorzitter wordt aan het eind van het jaar vooral afgerekend op de prestaties op het veld en niet op de beurs.

FORSE SCHULDPOSITIES

De vraag is daarmee gerechtvaardigd of voetbalclubs überhaupt wel op de beurs thuishoren. Dit hoeft echter niet betekenen dat er geen interessante voetbalaandelen zijn. In het voetbal gaan miljarden om en goede prestaties op het veld zorgen wel degelijk voor miljoeneninkomsten voor de club en de aandeelhouders. Zo kon Arsenal mede dankzij het nieuwe Emirates-stadion een flinke groei van omzet en winst laten zien. Probleem is alleen dat voor de clubs goede prestaties op het veld veelal tijdelijk zijn. De beste spelers worden vroeg of laat weggekocht door een club met een nog ambitieuzere voorzitter. Slechts de allerrijkste clubs in Engeland en Spanje lijken hun selectie enigszins intact te kunnen houden, vooral vanwege de hoge televisie- en sponsorinkomsten, maar ook door forse schuldposities.

Vooral in de grote voetballanden hebben clubs geen enkele moeite om voor megatransfers vele miljoenen te lenen. Real Madrid kocht dit seizoen de sterspelers Ronaldo en Kaká voor respectievelijk 94 en 65 miljoen euro. Tegelijkertijd heeft Real Madrid een schuld van circa 330 miljoen euro, toevallig evenveel als Arsenal. Ook Chelsea kocht de afgelopen jaren een blik topspelers met geleend geld van de Russische eigenaar Abramovich. Maar die zette vorige week zijn lening van 375 miljoen euro om in aandelen. Sinds september vorig jaar kijkt de Europese voetbalbond naar 'financial fair play'. Clubs zouden niet structureel meer mogen uitgeven dan er binnenkomt. Of dit de ongelijkheid tus-

sen de clubs veel zal verkleinen is overigens maar de vraag. De UEFA zal niet kunnen voorkomen dat miljardairs geld blijven steken in voetbalclubs.

Ondertussen wordt het verschil in televisie-inkomsten steeds groter. Voor de komende drie seizoenen leveren de televisierechten de Engelse Premier League in totaal 2,7 miljard pond op. Real Madrid krijgt zelfs 1,1 miljard euro, verspreid over zeven jaar tot 2013, voor alleen al de televisierechten. Ter vergelijking: de Nederlandse competitie is niet verder gekomen dan 70 miljoen euro per jaar in de periode 2004-07, maar dat bedrag wordt inmiddels bij lange na niet meer gehaald. Ajax had bijvoorbeeld afgelopen seizoen maar 5,5 miljoen euro aan televisie-inkomsten. Zelfs de hekenschluiter van de Engelse Premier League ontvangt een veelvoud hiervan. Naast de nationale gelden is er ook een pot van de Europese voetbalbond. De UEFA verdeelde het afgelopen jaar 585 miljoen euro onder de deelnemers aan de Champions League. PSV was hier ondanks de matige prestaties in Europa een van de grootverdieners met 25,6 miljoen euro.

SPEELTJE VOOR MILJARDAIRS

Mede door het wisselende succes op de beurs daalt het aantal beursgenoteerde voetbalclubs inmiddels ook weer. De beursgang van Olympique Lyonnais in 2007 was vooralsnog de laatste. De afgelopen jaren is er zelfs een forse afname van het aantal clubs op de beurs. Inmiddels zijn er van de 26 Britse clubs nog slechts zeven over.

Manchester United – het grote voorbeeld onder de voetbalclubs op de beurs – is niet meer genoteerd. In 2005 haalde miljardair Malcolm Glazer de club van de beurs en betaalde daar liefst 790 miljoen pond voor. Daarmee verdween een van de best presterende voetbalaandelen. Ook Chelsea is inmiddels van de beurs gehaald door Roman Abramovich, die daarna nog vele miljoenen extra in de club investeerde. Birmingham City werd een prooi voor de miljardair Carson Yeung uit Hongkong en Newcastle United kreeg multimiljonair Mike Ashley als nieuwe eigenaar.

Van de titelkandidaten in Engeland is alleen nog Arsenal genoteerd, te weten op de minder bekende Plus Market in Londen. De vraag is hoe lang dit nog duurt. De



Amerikaan Stan Kroenke heeft onlangs zijn belang uitgebreid tot net onder de 30 procent en zijn concurrent de Russische staalmagnaat Alisher Usmanov had al eerder 25 procent van de aandelen verworven. Met twee miljardairs als grootste aandeelhouders lijkt het een kwestie van tijd dat een van de twee Arsenal probeert over te nemen.

Voor Ajax is een overname door een sukeroom vrijwel uitgesloten doordat de vereniging Ajax nog altijd 73 procent van de aandelen inclusief een gouden aandeel

bezit. Een miljardair die nu zijn slag wil slaan op de Nederlandse markt komt al vrij snel uit bij landskampioen AZ, waarvan de aandelen na het faillissement van de holding van Dirk Scheringa vroeg of laat door de curator verkocht zullen worden. Als AZ niet weer afhankelijk wil zijn van een toevallige miljardair is een beursgang wellicht een serieuze optie. In Alkmaar en de rest van de Zaanstreek zouden genoeg geïnteresseerde beleggers te vinden moeten zijn.

Het belangrijkste bezit van voetbalclubs is de aandacht van het publiek en daarmee de aantrekkingskracht op de rijken van deze wereld. Net als kranten en tv-zenders, die ook veelal verlies-

latend zijn, betalen superrijken een premie vanwege de publiciteit en de aandacht die door het bezit van een voetbalclub worden gegenereerd. Een voetbalclub blijkt een vrij snelle weg naar aanzien bij het publiek. Dat verklaart meteen de belangrijkste waarde-bepalende factor voor voetbalaandelen. Een belegger in voetbalaandelen moet vooral hopen dat er een miljardair langskomt om de club met een forse premie over te nemen, liefst voordat de bodem van de clubkas in zicht is. ■

CREATIEF MET FEYENOORD

Ajax is de enige Nederlandse beursgenoteerde club, maar dat betekent niet dat grote concurrent Feyenoord stilzit op de kapitaalmarkt. Allereerst is de naam Feyenoord niet onbekend op de Amsterdamse beurs. Jarenlang was Stadion Feijenoord NV genoteerd op de incurante markt, maar gezien het geringe aantal transacties is dit jaren geleden al stopgezet. Stadion Feijenoord is eigenaar van De Kuip in Rotterdam en verhuurt deze aan de voetbalclub Feyenoord en incidenteel aan andere partijen. Een aandeel is sinds de jaren vijftig gestegen van 500 euro naar de huidige prijs van rond de 7.000 euro. Maar voor dat bedrag heb je behalve een aandeel in De Kuip ook een eigen zitplaats via de speciale aandeelhoudersingang. Beleggers in het stadion moeten wel rekening houden met onzekerheid rond de plannen voor een nieuw stadion.

Voetbalclub Feyenoord zelf probeert ook geld van beleggers te krijgen. In 1999 heeft de club de 2% Premie Effect Obligaties geïntroduceerd. Dit is een 25-jarige achtergestelde lening, waarop een extra rentepremie wordt betaald als Feyenoord goed presteert in Europa of in de competitie. Van de beoogde 50 miljoen euro werd slechts voor 7 miljoen euro op de lening ingeschreven. Beleggers hebben afgezien van het succesjaar 2002, toen Feyenoord nog de UEFA-cup won, geen extra rendement ontvangen.

Voor de grotere beleggers is Feyenoord sinds 2006 ook diverse talentpools gestart waarin geïnvesteerd kan worden in de transferrechten van jonge Feyenoordspelers, in de hoop dat ze bij verkoop meer opleveren. In totaal zijn er drie talentpools, waarmee in totaal circa 15 miljoen is opgehaald. Vorig jaar heeft Feyenoord een variant hierop geïntroduceerd, het Investeringsfonds 2008. Hierop wordt een vaste rente van 5 procent uitgekeerd plus 10 procent van de netto transferopbrengsten. Inmiddels is er 3,9 miljoen euro opgehaald. Ondanks al deze miljoenen zijn de sportieve en financiële prestaties van de voetbalclub overigens nauwelijks verbeterd.