

A influência da informação privilegiada na cotação das ações das SAD's

Guilherme António Mingote Delgado

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Gestão
(2º ciclo de estudos)

Orientador: Prof. Doutor Pedro Miguel Ramos Marques da Silva

junho de 2023

Declaração de Integridade

Eu, Guilherme António Mingote Delgado, que abaixo assino, estudante com o número de inscrição M11455 de Gestão da Faculdade das Ciências Sociais e Humanas, declaro ter desenvolvido o presente trabalho e elaborado o presente texto em total consonância com o **Código de Integridades da Universidade da Beira Interior**.

Mais concretamente afirmo não ter incorrido em qualquer das variedades de Fraude Académica, e que aqui declaro conhecer, que em particular atendi à exigida referenciação de frases, extratos, imagens e outras formas de trabalho intelectual, e assumindo assim na íntegra as responsabilidades da autoria.

Universidade da Beira Interior, Covilhã 12/06/2023

Guilherme António Mingote Delgado

Agradecimentos

Agradeço aos meus pais Cristina e António e à minha irmã Madalena pelo apoio e incentivo no ingresso no mestrado e conclusão da dissertação, mas também por todas as experiências que me proporcionaram ao longo da vida. Sem o vosso encorajamento e paciência nunca teria conseguido.

Agradeço a toda a minha restante família e amigos pelos conselhos sempre prestados.

Agradeço ao meu orientador, o Professor Doutor Pedro Silva pela disponibilidade, sugestões e opiniões sempre enriquecedoras, sem a preciosa ajuda dele nunca teria conseguido atingir esta meta.

Agradeço ainda à Universidade da Beira Interior pelo meu percurso académico e conhecimentos únicos que me proporcionou.

Resumo

Esta dissertação tem como propósito analisar o impacto da divulgação de informações privilegiadas pelas SAD's do SL Benfica, FC Porto e Sporting CP. Analisaram-se 844 comunicações de informação privilegiada divulgadas através da CMVM, das quais 334 pertencem ao Sporting CP, 283 ao SL Benfica e 227 ao FC Porto. O período temporal analisado inicia-se em 23 de maio de 2007 e termina em 7 de outubro de 2022. A metodologia aplicada é a de Estudo de Eventos.

Em geral, os resultados apurados nesta dissertação mostraram que o impacto da informação divulgada é nulo ou baixo. Concluiu-se que tanto as informações privilegiadas consideradas potencialmente positivas (relativas a alterações contratuais com o treinador, venda de jogadores ou a contratos de direitos televisivos), tal como as consideradas potencialmente negativas (relativas a ações judiciais), não têm, de uma maneira geral, influência nas cotações das ações das SAD's. Os resultados mantiveram-se quando se dividiu e analisou a amostra por SAD. A inexistência de impacto da informação desportiva e economicamente relevante sobre as cotações poderá explicar-se pelos níveis de liquidez muito baixos destes títulos. De facto, isso comprovou-se através de diversos indicadores como o número de dias sem variação da cotação e o número de dias com menos de 100 € de valor transacionado, que são acima de 40% para os títulos do FC Porto e Sporting CP. Uma análise exploratória das quantidades transacionadas evidencia um aumento do número de ações negociadas na sequência da divulgação de informação.

Palavras-chave

Mercado acionista; Bolsa de valores; SL Benfica; Sporting CP; FC Porto; SAD; Informação privilegiada

Abstract

This dissertation aims to analyse the impact of the disclosure of inside information by the SLC's of SL Benfica, FC Porto and Sporting CP. 844 communications of privileged information disclosed through CMVM were analysed, of which 334 belong to Sporting CP, 283 to SL Benfica and 227 to FC Porto. The analysed time period begins on the 23rd of May 2007 and ends on the 7th of October 2022. The methodology applied is the Event Study.

In general, the results obtained in this dissertation showed that the impact of the information disclosed is null or low. It was concluded that both the inside information considered potentially positive (relative to contractual alterations with the coach, sale of players or television rights contracts), as well as that considered potentially negative (relative to lawsuits), do not have, in general, any influence on the SLC's share prices. The results were maintained, when the sample was divided and analysed by SLC. The inexistence of impact of sports and economically relevant information on share prices may be explained by the very low levels of liquidity of these securities. In fact, this have been proven through various indicators such as the number of days with no variation in share prices and the number of days with less than 100 € of traded value, which are above 40% for FC Porto and Sporting CP securities. An exploratory analysis of the quantities traded shows an increase in the number of shares traded following the disclosure of information.

Keywords

Stock exchange; Stock market; SL Benfica; Sporting CP; FC Porto; SLC; Insider information

Índice

Lista de Figuras	xiv
Lista de Tabelas	xvi
Lista de Acrónimos	xviii
1. Introdução.....	1
2. Revisão de literatura.....	3
2.1 Os mercados de capitais e a influência da informação pública	3
2.1.1 A eficiência do mercado acionista	3
2.1.2 O impacto da informação pública na cotação das ações.....	4
2.2 A influência das notícias desportivas no mercado acionista.....	6
2.2.1 Anúncios de organização de eventos	6
2.2.2 As vitórias das seleções nacionais	8
2.2.3 O anúncio de contratos de patrocínio	9
2.3 A influência das notícias desportivas na cotação das ações das SAD's	11
2.3.1 Os resultados desportivos (vitória, empate e derrota)	11
2.3.2 As alterações contratuais com os treinadores	12
2.3.3 As transferências de jogadores	13
2.3.4 Os contratos de direitos televisivos	15
2.3.5 Os escândalos de corrupção	15
3. Dados	17
4. Metodologia.....	21
5. Resultados	25
5.1 Informação privilegiada categorizada como positiva: Análise global das 3 SAD's....	25
5.2 Informação privilegiada categorizada como positiva: Análise por clube.....	28
5.3 Informação privilegiada respeitante a alterações contratuais com o treinador.....	30
5.4 Informação privilegiada respeitante a vendas definitivas de jogadores	31
5.5 Informação privilegiada relativa à venda definitiva de jogadores por valor de transação	32

5.6 Informação privilegiada categorizada como negativa.....	34
5.7 Indicadores de liquidez	35
6. Conclusão	39
7. Bibliografia	42

Lista de Figuras

Figura 1 - Distribuição do número de comunicados por SAD	17
Figura 2 - Evolução das cotações das ações das SAD's	19
Figura 3 - Evolução do valor do índice PSI20.....	20
Figura 4 - Período de evento	21
Figura 5 - AAR positivas e negativas associadas aos eventos considerados favoráveis.....	27
Figura 6 - AAR por clube associadas a informações privilegiadas categorizadas como positivas.....	30
Figura 7 - Média da quantidade de ações transacionadas por clube no período de evento	38
Figura 8 - Rendibilidade anormal média e rendibilidade anormal média acumulada dos eventos positivos e negativos	39
Figura 9 - Rendibilidade anormal média acumulada dos eventos positivos e negativos ...	40

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Distribuição do número de comunicados por ano e SAD.....	18
Tabela 2 - Distribuição dos comunicados por categoria	19
Tabela 3 - AAR e CAAR positivas e negativas associadas aos eventos considerados favoráveis	26
Tabela 4 - AAR e CAAR dos eventos considerados positivos.....	27
Tabela 5 - AAR e CAAR dos eventos considerados positivos (SL Benfica)	28
Tabela 6 - AAR e CAAR dos eventos considerados positivos (FC Porto).....	29
Tabela 7 - AAR e CAAR dos eventos considerados positivos (Sporting CP).....	29
Tabela 8 - AAR e CAAR dos eventos relativos a alterações contratuais com o treinador....	31
Tabela 9 - AAR e CAAR dos eventos relativos à venda definitiva de jogadores.....	32
Tabela 10 - AAR e CAAR dos eventos relativos à venda definitiva de jogadores por montante igual ou inferior a 10 000 000 €.....	33
Tabela 11 - AAR e CAAR dos eventos relativos à venda definitiva de jogadores por montante superior a 10 000 000 €	33
Tabela 12 - Rendibilidades negativas ou positivas associadas à divulgação de informação sobre ações judiciais.....	34
Tabela 13 - AAR e CAAR dos eventos relativos a ações judiciais	35
Tabela 14 - Indicadores de liquidez das ações	36
Tabela 15 - Quantidades médias transacionadas por SAD por dia de evento.....	37

Lista de Acrónimos

AAR – Average Abnormal Return

AR – Abnormal Return

BSkyB – British Sky Broadcasting

CAAR – Cumulative Average Abnormal Return

CAR – Cumulative Abnormal Return

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

FIAT- Fabbrica Italiana Automobili Torino

NASCAR – National Association for Stock Car Auto Racing

NCAA – National Collegiate Athletic Association

PGA – Professional Golfers Association

PIB – Produto Interno Bruto

PSI20 – Portuguese Stock Index 20

SAD – Sociedade Anónima Desportiva

1. Introdução

O grande número de fãs e o cada vez maior impacto económico do futebol torna-o num fenómeno muito maior que um desporto, ocupando cada vez mais um lugar de destaque dentro da sociedade contemporânea. Como atividade económica o futebol em 2021/2022 atingiu um volume de negócios de 917 milhões de euros em Portugal, tendo contribuído com 617 milhões de euros para o PIB (EY, 2022). A liga portuguesa e suas sociedades desportivas no mesmo período suportaram também 214 milhões de euros em impostos ao estado, sendo que o universo do futebol profissional em 2021/2022 representou em Portugal ainda 3595 postos de trabalho diretos (EY, 2022).

A relação entre desempenho desportivo e financeiro nos clubes de futebol é um assunto polémico. Isto, porque alguns autores constataam que numa sociedade detida por acionistas é normal que se priorize a valorização do capital investido em detrimento da vertente desportiva. Por outro lado, é possível também identificar outros autores que defendem que os acionistas devem perseguir maioritariamente os objetivos desportivos. No entanto, para se conseguir obter os jogadores necessários de forma a se poder conseguir um bom desempenho desportivo é muito importante ter o nível de capital capaz de os adquirir e conservar. Assim, as fontes de financiamento revelam-se como fulcrais. As principais fontes de financiamento num clube de futebol são os contratos de direitos televisivos, patrocínios (principalmente de marcas desportivas), os prémios obtidos nas competições em que as equipas participam, as transferências de jogadores e a venda de *merchandising* desportivo. Quando tudo isto não se revela suficiente alguns clubes conseguem ainda recorrer a financiamentos bancários, alguns com volume significativo e com taxas de juro elevadas, refletindo o risco destas operações e tornando esta modalidade de financiamento por vezes pouco atrativa. Assim, o recurso ao mercado de capitais para emissão de dívida (papel comercial e obrigações) e a entrada na bolsa de valores revela-se uma alternativa possível para a obtenção de fundos. Ainda para mais em sociedades em que o sentimento de apoio e lealdade do adepto, pode mais facilmente incentivar ao investimento no seu clube. Zuber et al. (2005) consideram mesmo que o investidor/adepto (investidor-fã) é um novo tipo de investidor que retira satisfação da mera posse dos títulos do clube, não transacionando esses títulos mesmo perante informações relevantes.

O grande propósito desta dissertação é assim analisar o impacto da divulgação de informação privilegiada por sociedades desportivas nas cotações das suas ações. O período temporal da análise vai de 23 de maio de 2007 até 7 de outubro de 2022 e as SAD's consideradas foram o Sport Lisboa e Benfica – Futebol, SAD, o Sporting Clube de Portugal – Futebol, SAD e o Futebol Clube do Porto – Futebol, SAD. Em primeiro lugar, analisou-se

a rentabilidade anormal média das cotações das ações das SAD's na sequência de comunicados suscetíveis de terem impactos positivos. As categorias de comunicados aqui incluídas foram as referentes a alterações contratuais com o treinador, a vendas definitivas de jogadores e a contratos de direitos televisivos. O impacto destas categorias foi numa primeira fase analisado globalmente, ou seja, tendo em conta as três categorias e todas as SAD's. Depois, investigou-se cada uma das SAD's individualmente para o conjunto das três categorias. Posteriormente, analisou-se em particular o impacto dos comunicados com ligação ao treinador e às vendas de jogadores, distinguindo-se aqui as transações em função do seu impacto financeiro (montantes superiores e inferiores a dez milhões de euros). Também se procurou investigar uma categoria de comunicados relacionados com ações judiciais em que as SAD's tenham estado envolvidas com efeitos predominantemente negativos. Além destas análises, procurou-se quantificar alguns indicadores reveladores da baixa liquidez destes títulos e fazer uma análise exploratória ao impacto da revelação da informação privilegiada sobre as quantidades transacionadas.

A estrutura desta dissertação é composta pela Introdução, Revisão da Literatura, Dados, Metodologia, Resultados e Conclusão. Na Revisão da Literatura a ênfase foi colocada na relação entre o mercado bolsista, a informação privilegiada e o desporto, em especial o futebol. O capítulo dos Dados descreve a base de dados da investigação. A Metodologia usada foi a de Estudo de Evento e é explicada no capítulo respetivo. A seguir apresentam-se os Resultados apurados e o último capítulo inclui as conclusões e futuras linhas de investigação.

2. Revisão de literatura

2.1 Os mercados de capitais e a influência da informação pública

2.1.1 A eficiência do mercado acionista

Fama (1965a, 1965b) foi o primeiro autor a definir “eficiência” ao nível dos mercados de capitais, enunciando que um mercado de capitais eficiente caracteriza-se por ter preços constantemente atualizados e que representam boas estimativas do valor intrínseco dos títulos tendo em conta a informação disponível.

Bachelier (1900) foi o responsável por desenvolver a teoria do passeio aleatório (*Random Walk*) dos preços das ações. Mas, foi Fama (1965a) quem aperfeiçoou tal modelo. Esta teoria afirma que as sucessivas alterações nos preços das ações se comportam como variáveis aleatórias independentes e distribuídas de forma idêntica. De uma forma mais simples, segundo esta teoria, o histórico dos preços não pode ser usado para prever o seu futuro. Kendall (1953), Roberts (1959) e Fama (1965a) foram alguns dos primeiros autores que realizaram testes empíricos a esta teoria, tendo todos concluído que não existia maneira de se preverem os movimentos dos preços dos títulos com uma semana de antecedência sem acesso a informação privada.

Fama (1970) atualizou a sua definição de eficiência de mercado passando a afirmar que nestes mercados os preços refletem completamente toda a informação disponível. Foi neste mesmo trabalho que Fama (1970) sugeriu uma classificação útil e popular de testes de eficiência de mercado, categorizando-os em três tipos: forma fraca, semiforte e forte. Os testes de forma forte procuram identificar se toda a informação pública e privada relevante para a formação dos preços está incorporada nos mesmos. Estes testes foram aplicados indiretamente, através da análise dos desempenhos dos investimentos das pessoas que são suscetíveis de possuírem informações privadas, como os *inside traders*, consultores de investimento e gestores de investimento profissionais. Os testes de forma semiforte, por outro lado, procuram saber se toda a informação pública disponível se reflete nos preços adequada e rapidamente. Por norma, estas informações dizem respeito a *stock splits*, anúncios de distribuição de dividendos, emissões e recompra de ações e anúncios de resultados. Por fim, os testes de forma fraca avaliam se os dados históricos dos preços ao longo do tempo estão ou não refletidos nos preços atuais. As informações aqui consideradas são a rentabilidade através dos dividendos (*dividend yield*), rácios de cotação sobre lucro por ação (*price-earnings ratios*) e os *spreads* das taxas de rendibilidade das obrigações.

No entanto, a existência de mercados perfeitamente eficientes é intrigante devido aos paradoxos que acarreta. Grossman & Stiglitz (1980) argumentaram que a existência de mercados eficientes do ponto de vista informativo seria algo impossível. Pois, se os mercados fossem eficientes não haveria incentivos para adquirir e processar informações onerosas, partindo-se do princípio de que tais informações já estariam incluídas nos preços. Assim, os autores em causa defendem que a definição de eficiência de mercado deveria ser reformulada, englobando um cenário em que os indivíduos informados conseguem obter uma compensação pelos custos incorridos no processo de recolha e processamento de informação.

Para qualquer das definições de eficiência de mercado, múltiplos testes utilizando diferentes metodologias já foram realizados. Alguns focaram-se na capacidade de se obter lucros anormais, usando os registos dos desempenhos de vários investidores. Outros estudos procuraram verificar a velocidade de ajuste à nova informação, baseando-se no comportamento dos preços tendo em conta eventos como por exemplo a distribuição de dividendos e os *stocks splits*. Também existem estudos que investigaram diretamente se os preços das ações seguem a teoria do passeio aleatório (*Random Walk*). A ligação entre os preços e o seu valor real é outro enfoque dentro da eficiência de mercado que acarreta dificuldades para o seu teste devido ao problema da hipótese conjunta que Fama (1991) salientou. Este problema surge porque quando se quer medir lucros anormais ou desvios dos valores fundamentais, são necessários modelos que nos permitam quantificar o que são lucros normais ou preços justos. Consequentemente, dos testes de eficiência de mercado muitos dependem criticamente da precisão do modelo usado. Nesta investigação, Fama (1991) expande o subconjunto de informações implícito nos testes de forma fraca para incluir não só os dados históricos dos preços, mas também outras variáveis económicas. Fama (1991) ainda alterou os nomes das categorias dos testes de eficiência de mercado, com os antigos testes de forma fraca a serem renomeados como testes de previsibilidade da rentabilidade, os testes de forma semiforte para estudos de evento e os testes de forma forte para testes à informação privada.

2.1.2 O impacto da informação pública na cotação das ações

Um mercado eficiente (na sua forma semiforte) já incorpora nos preços toda a informação pública relevante. Assim, apenas novas informações, não antecipadas, deveriam ter a capacidade de influenciar os preços. Essa incorporação deveria ser instantânea, mas por variadas razões (como a informação ser considerada incompleta, ambígua ou difícil de processar) pode-se prolongar a duração do seu impacto nos preços. Por exemplo, no que diz respeito ao anúncio dos resultados das empresas, desde o trabalho original de Ball & Brown

(1968) que se deteta uma reação prolongada no tempo (mais tarde designada de “*post-earnings announcement drift*” ou anomalia pós-anúncio dos resultados).

Já Niederhoffer (1971), numa época em que a difusão de informação era mais difícil, mostrou que normalmente as grandes alterações nos preços dos títulos da bolsa de valores, ocorriam no primeiro e segundo dia a seguir ao acontecimento que as originou e que entre o segundo e o quinto dia havia uma tendência para ocorrerem outras alterações menos significativas. O autor em causa ainda concluiu que se um acontecimento mundial ocorresse, a probabilidade de que uma manchete surgisse nos jornais no dia seguinte seria de 19%. Se o evento em causa se prolongasse no tempo, a probabilidade de existirem manchetes no segundo, terceiro, quarto e quinto dia depois da ocorrência, caso tenha havido uma manchete nos jornais no dia anterior a estes, sobe para os 52%, 43%, 62% e novamente 62%, respetivamente. Apesar disto, este estudo evidencia ainda que há situações em que os efeitos de um determinado acontecimento mundial, podem demorar semanas ou anos a fazerem-se sentir. Um exemplo concreto é a ascensão de Fidel ao poder em Cuba, que se deu a 1 de janeiro de 1959, mas que apenas surtiu efeitos na economia americana vários anos depois. No entanto, Niederhoffer (1971) fez notar que é complicado avaliar os efeitos dos eventos mundiais nas bolsas de valores uma semana ou ainda mais tempo depois de tais acontecimentos terem ocorrido, devido à possibilidade de surgirem novos efeitos relativos a eventos não relacionados. Por fim, este autor concluiu ainda que os acontecimentos negativos têm um impacto superior aos positivos, ocorrendo as manchetes classificadas como eventos extremamente negativos o dobro das vezes das manchetes relacionadas com eventos positivos.

Os resultados encontrados por Cutler et al. (1989) suscitam dúvidas sobre a possibilidade de as notícias qualitativas poderem ser as responsáveis por toda a variação nas rendibilidades não explicada por condições macroeconómicas. Isto, porque muitos dos maiores movimentos no mercado nos anos anteriores tinham ocorrido em dias em que não se divulgaram notícias com impacto global. Inclusivamente, em alguns casos o jornal New York Times relatava mesmo que não havia explicações aparentes para as subidas e descidas no mercado. Mas apesar disto, os autores, afirmam que é inegável que vários acontecimentos de cariz mundial como notícias relativas à presidência das nações, guerras, mudanças significativas nas políticas financeiras, crises, entre outras, têm impacto nos preços das ações. Sendo que no caso das guerras e crises, como estas por norma são eventos que se prolongam no tempo, é provável que tenham um efeito mais contínuo do que isolado. A título de exemplo Cutler et al. (1989) relatam que na segunda-feira depois do ataque cardíaco do presidente Eisenhower em setembro de 1955, o mercado de ações americano caiu 6,62%. Na segunda-feira depois do ataque japonês a Pearl Harbor, o mercado de ações

desceu 4,37%. A transição presidencial pacífica depois do presidente Kennedy ter sido assassinado coincidiu com um aumento no mercado de ações de 3,98%, ao passo que as notícias sobre o seu assassinato na altura foram responsáveis por uma redução no preço dos títulos de 3%.

O problema em explicar algumas alterações nos preços não se limita apenas aos mercados acionistas. Frankel & Meese (1987) relataram conclusões semelhantes no mercado cambial e Roll (1984) concluiu que as notícias sobre as condições meteorológicas, principal fonte de variação no preço do sumo de laranja, explicam apenas uma pequena parte no movimento dos preços desse produto.

Em qualquer caso, compreensivelmente, a evidência empírica associa muita da variabilidade dos preços ao fluxo de informações macroeconómicas ou relacionadas com as empresas. Por exemplo, analisando os volumes transacionados e as variações significativas de preços para mais de 200 empresas cotadas na Inglaterra, Ryan e Taffler (2004) concluem que pelo menos 65% dessas alterações podem ser explicadas por informações divulgadas publicamente. Mais recentemente, Jeon et al. (2021) analisaram mais de 9000 empresas cotadas e 21 milhões de notícias encontrando evidências de que os “saltos” ou descontinuidades nas cotações estavam associadas à divulgação das informações e que o impacto era crescente ao longo do tempo.

2.2 A influência das notícias desportivas no mercado acionista

2.2.1 Anúncios de organização de eventos

Segundo, Zawadzki & Potrykus (2023) o impacto do anúncio do anfitrião de um determinado evento desportivo na bolsa de valores é compreensível tendo em conta o impacto económico e o marketing proporcionado por esse evento. Ao nível económico os grandes eventos desportivos têm impacto nos mercados bolsistas, devido maioritariamente aos fundos gerados e que vão ser de extrema importância na preparação das infraestruturas necessárias. Sendo que uma boa promoção do local onde o evento irá decorrer, acaba por ter efeitos positivos na bolsa de valores dessa nação. Assim, neste estudo Zawadzki & Potrykus (2023) concluíram que por norma, um dia após o anúncio de anfitrião de um grande evento desportivo, verifica-se em média uma reação positiva de 0,22% na rendibilidade anormal na bolsa de valores respetiva a essa nação.

Hayduk (2022) afirmou que atualmente a organização de eventos desportivos é um fenómeno não só lucrativo, mas também bastante rigoroso, tornando-se necessário preparar não só instalações desportivas, mas também infraestruturas de transportes,

turismo, telecomunicações e de segurança adequadas, estimulando o estabelecimento de parcerias com algumas empresas especializadas nestes setores. Assim, a organização destes eventos é certamente um desafio, mas é também um fator impulsionador das empresas e da economia dos países anfitriões. O autor evidenciou ainda no seu estudo que o anúncio de Pyeongchang como anfitrião dos Jogos Olímpicos de Inverno de 2018 teve um efeito positivo na bolsa de valores da Coreia do Sul.

O estudo de Eissa & Refai (2018) revelou que os lucros que resultam da organização de competições de nível mundial leva, em muitos casos, os países a competirem por esse privilégio. Quando se obtém tal distinção o desenvolvimento em infraestruturas deixa de ser interpretado como um fardo para passar a ser visto como um investimento. Os resultados do estudo revelam que os efeitos destes eventos se fazem sentir positivamente nas bolsas de valores dos países que os acolhem, essencialmente porque os projetos que são necessários para a atração dos visitantes, acabam por implicar elevados investimentos, estimulando a economia. Os autores ilustram isto dando como exemplo o anúncio da organização do Campeonato do Mundo de Futebol em 2018 pelo Qatar e seu impacto na bolsa de valores de Doha.

Berman et al. (2000) concluíram que a atribuição dos Jogos Olímpicos à Austrália em 2000, de uma maneira geral não se fez sentir na bolsa de valores australiana, com a única exceção a ser o grupo de empresas que de alguma forma na altura tinha ligações a Nova Gales do Sul, região que acolheu os Jogos.

Mirman & Sharma (2010) estudaram os impactos na bolsa de valores dos países a que foi concedida a realização dos Jogos Olímpicos tanto de verão como de inverno e também das nações que viram as suas candidaturas falhar no concurso de tais eventos. Estes autores concluíram que tanto a candidatura vencedora como as vencidas por norma provocam reações positivas nas bolsas de valores respetivas aos seus países ao nível dos Jogos Olímpicos de verão. Mas que em contrapartida, ao nível dos Jogos Olímpicos de inverno, essa reação é negativa tanto para os países que tiveram a candidatura vencedora como os da vencida. Veraros et al. (2004) por outro lado, referem que o mercado bolsista italiano reagiu de uma forma negativa às notícias da atribuição dos Jogos Olímpicos de 2004 a Atenas em detrimento de Roma, verificando-se o oposto na bolsa de valores grega.

Abuzayed (2013) analisou as bolsas de valores dos Países do Conselho de Cooperação do Golfo (GCC) e a maneira como reagiram ao anúncio relativo ao local da realização do Campeonato do Mundo de Futebol de 2022 no Qatar. O autor revelou que o índice de Doha reagiu positivamente, mas que os mercados dos outros países que constituem o GCC não evidenciaram grandes alterações, com exceção do da Arábia Saudita.

2.2.2 As vitórias das seleções nacionais

Schwarz et al. (1987) mostraram que os resultados de dois jogos de futebol protagonizados pela seleção alemã no Campeonato do Mundo de Futebol de 1982 provocaram alterações significativas na avaliação do bem-estar de diversos cidadãos alemães e na sua opinião sobre diversas questões nacionais. Wann et al. (1994) encontraram resultados que comprovam a perspectiva destes autores. De facto, Wann et al. (1994) concluem que os adeptos de futebol, por norma, sentem uma reação positiva extrema quando veem a sua seleção nacional obter um bom resultado e vice-versa com as derrotas. Logicamente, estas reações podem refletir-se num aumento ou diminuição da autoestima dos adeptos e condicionam o estado de humor geral diário dos mesmos. Este conjunto de situações permite colocar a hipótese de que os resultados desportivos também podem afetar os sentimentos dos investidores e as suas opiniões acerca de como será a evolução futura do preço das ações.

Em casos extremos, os resultados desportivos, além dos efeitos acima mencionados, podem inclusive influenciar negativamente a saúde e o risco de vida dos adeptos. Exemplificando, Carroll et al. (2002) mostraram que em Inglaterra, nos três dias após a seleção inglesa ter perdido com a Argentina a 30 de junho de 1998 no Campeonato do Mundo de Futebol através do desempate por grandes penalidades, aumentou em 25% a probabilidade de ocorrerem ataques cardíacos.

Segundo Edmans et al. (2007) uma grande parte da literatura mostra que os eventos desportivos em geral têm impacto no comportamento humano. Mas a verdade, é que há vasta evidência que sugere que o futebol, em particular, vai além disso, sendo mesmo uma parte importante da vida de muitas pessoas. Os autores justificam esta afirmação, relatando que o número total de telespetadores que assistiram ao Campeonato do Mundo de Futebol de 2002 da Coreia do Sul e Japão, excedeu os 25 mil milhões, sendo que só a final entre o Brasil e a Alemanha foi assistida por mais de mil milhão de pessoas. Seleções ainda como a da Itália, Espanha e Inglaterra, em média, têm um número de telespectadores numa fase final de um Campeonato do Mundo ou da Europa que varia entre os 10 e 20 milhões. Edmans et al. (2007) na sua investigação usaram como amostra os dados de 39 países, verificando que as derrotas nos jogos de futebol internacionais, têm um efeito negativo significativo económica e estatisticamente sobre a bolsa de valores da nação em causa. Por exemplo, a eliminação de um grande torneio internacional de futebol, segundo estes autores, está associada a um retorno no índice da bolsa de valores nacional no dia seguinte de 38 pontos base inferiores à média. Edmans et al. (2007) ainda afirmam que apesar de não tão acentuado, o efeito negativo das derrotas associadas à seleção nacional, em

modalidades como o cricket, rugby ou basquetebol também existe. Os autores em questão afirmam que as derrotas têm um impacto superior às vitórias, porque por norma os adeptos de futebol têm sempre a esperança e expectativa de que a sua equipa vai ganhar, levando a que por consequência haja uma maior reação do preço das ações para com as derrotas do que para com as vitórias. Outro argumento para justificar esta reação assimétrica entre vitórias e derrotas, baseia-se nos jogos a eliminar, em que enquanto a vitória apenas faz avançar a seleção para a fase seguinte, a derrota acaba por retirar definitivamente a seleção da competição.

Ashton et al. (2003) argumentam que há duas razões para as bolsas de valores reagirem aos desempenhos desportivos da sua seleção nacional de futebol. Em primeiro lugar, há a hipótese de o sucesso desportivo nacional gerar uma maior confiança sobre o futuro e induzir assim, a um estado de otimismo geral entre os cidadãos. Em segundo lugar, dada a crescente importância comercial atribuída às fases finais de torneios internacionais, um mercado bolsista eficiente acaba por refletir as expectativas dos potenciais benefícios económicos originados, ou não, pelo desempenho desportivo da seleção nacional respetiva a essa economia. Como seria de esperar, os autores em questão, ainda concluíram que o mercado de ações vai ter sempre uma reação mais forte a jogos de qualificação ou de uma fase final num torneio, do que a jogos amigáveis. Isto, porque nestes jogos amigáveis a única vantagem suscetível de se retirar de uma eventual vitória, é um sentimento de bem-estar, não havendo nenhum troféu ou competição em jogo. Os resultados encontrados neste artigo mostraram ainda que nos jogos de futebol entre seleções, há um impacto positivo após uma vitória e negativo depois de uma derrota.

No estudo que efetuou, Gerlach (2011) encontrou resultados opostos aos acima mencionados, concluindo que os jogos internacionais disputados entre seleções não provocam alterações nos sentimentos dos investidores, não tendo assim por consequência impacto nos retornos provenientes da bolsa de valores.

2.2.3 O anúncio de contratos de patrocínio

Becker-Olsen (2003) investigou o impacto dos anúncios de acordos relativos aos direitos de “*naming*” de estádios nos Estados Unidos. Com uma amostra de 39 eventos identificou um impacto positivo nas cotações das empresas patrocinadoras, especialmente nas de menor dimensão.

Pruitt et al. (2004) examinaram as reações do mercado aos anúncios de 24 patrocínios na NASCAR entre 1995 e 2001. Os autores descobriram que estes geravam em média um aumento na riqueza dos acionistas das empresas patrocinadoras, de mais de 300

milhões de dólares. Concluíram também que no caso dos patrocinadores com ligação direta à indústria automóvel, os anúncios de patrocínio geravam respostas ainda mais positivas em bolsa.

Cornwell et al. (2005) num estudo que teve como amostra 53 acordos de produtos oficiais patrocinados nas principais ligas desportivas norte-americanas, argumentam que se depois de um anúncio de patrocínio as ações da empresa patrocinadora subirem, é porque o mercado bolsista viu o investimento anunciado como sendo favorável. Os autores comprovam este ponto de vista, afirmando que os 53 acordos de patrocínio analisados geraram elevados ganhos médios nas cotações das ações das empresas patrocinadoras. Estes autores, em 2009, realizaram uma outra investigação em que usaram as variações anormais nos preços das ações para novamente verificarem se o mercado interpreta favoravelmente ou não os anúncios de patrocínios desportivos. Clark et al. (2009) para isso voltaram a focar-se nas principais ligas desportivas norte-americanas, analisando as reações a 114 anúncios de patrocínios desportivos. Os seus resultados revelaram que os patrocínios de títulos desportivos são geralmente negociados a preços de mercado. No entanto, foram reveladas diferenças tendo em conta a modalidade associada. Se um novo patrocínio se associar à NCAA, segundo os autores, essa empresa vai ser vista pela bolsa negativamente, mas se o acordo em causa for de renovação a imagem transmitida à bolsa é interpretada positivamente. Ao nível da PGA, a renovação de patrocínio, de forma oposta é interpretada negativamente pelo mercado. Por fim, se o patrocínio disser respeito à NASCAR para o mercado bolsista é sempre encarado como algo positivo.

Spais & Filis (2008) investigaram o anúncio do contrato de patrocínio de 33 milhões de euros entre a Juventus Football Club e a FIAT, verificando um impacto negativo nas cotações das ações da Juventus, mas um impacto positivo nas cotações das ações da FIAT.

Mazodier & Merunka (2012) concluíram na sua investigação que os patrocínios são superiores à publicidade quando se pretende promover a lealdade à marca. Isto, porque se espera que os patrocínios consigam aumentar a procura dos bens e serviços patrocinados. Se, decorrente dos patrocínios desportivos este tipo de ganhos se materializar é de esperar que ocorram efeitos positivos nas cotações das ações das empresas patrocinadoras. Um argumento diferente é proposto por Mazodier & Rezaee (2013). Estes autores alegam que os anúncios de patrocínio sinalizam o bem-estar financeiro de uma empresa, podendo por consequência levar a um retorno anormal positivo nas ações, caso a empresa em questão esteja cotada na bolsa de valores. No entanto, surpreendentemente, estes no seu estudo de 2013 que envolveu 293 anúncios de patrocínios desportivos de nível mundial em 2010,

obtiveram resultados que evidenciaram retornos anormais negativos substanciais imediatamente após as datas dos anúncios oficiais dos patrocínios.

Hanke & Kirchler (2013), curiosamente, colocam mesmo a hipótese de os contratos de patrocínio poderem ter um impacto negativo nas ações das empresas patrocinadoras. Esta situação é possível caso se constate um insucesso dos clubes patrocinados, levando a que as marcas/empresas associadas sofram as consequências por essa ligação. Os autores ilustram este cenário, afirmando que no seu estudo encontraram evidências de um impacto estatisticamente significativo dos resultados de sete seleções no Campeonato do Mundo e Europa de futebol nas cotações das ações das marcas patrocinadoras das camisolas. Salientando ainda que quanto mais importante é o jogo e menos esperado é o resultado ocorrido, maior é o impacto verificado.

2.3 A influência das notícias desportivas na cotação das ações das SAD's

2.3.1 Os resultados desportivos (vitória, empate e derrota)

Scherr et al. (1993) realizaram um dos primeiros estudos sobre os efeitos dos resultados desportivos de uma equipa sobre os preços das suas ações. Para isso, focaram-se nos Boston Celtics, uma equipa americana de basquetebol. Os resultados confirmaram que o preço das ações do clube aumentava cada vez que a equipa conseguia uma vitória e diminuía cada vez que a equipa sofria uma derrota. No final da época estes resultados eram ainda mais acentuados, por serem os jogos decisivos da temporada. Brown & Hartzell (2001) levaram a cabo uma investigação semelhante à de Scherr et al. (1993) e também concluíram que os resultados desportivos obtidos pelos Boston Celtics influenciavam os preços das suas ações, com especial realce para as derrotas que tinham um efeito superior às vitórias.

Morrow (1999) concretizou o primeiro estudo que analisou os efeitos dos resultados desportivos nos preços das ações dos clubes de futebol, utilizando dados do Sunderland e Manchester United. As conclusões a que chegou foram que as vitórias provocavam um aumento anormal nas cotações das ações e que as derrotas tinham um efeito oposto. Renneboog & Vanbrabant (2000) realizaram um estudo na mesma linha de Morrow (1999), mas utilizando uma amostra de 17 clubes de futebol britânicos, com dados de 1995 a 1998. Renneboog & Vanbrabant (2000) concluíram que as vitórias tinham um efeito positivo nos preços das ações e que tanto as derrotas como os empates tinham um efeito negativo. Os autores salientaram ainda que as derrotas tinham um efeito absoluto maior em comparação com as vitórias e que os impactos nos preços eram sempre superiores após o 15 de fevereiro,

devido ao peso decisivo que tais embates tinham tanto na luta pela conquista do campeonato como na luta para evitar a descida de divisão.

Duque & Ferreira (2008) examinaram os dados relativos a 5 épocas do Sporting CP e FC Porto, mais precisamente de 1998 a 2003. No caso do Sporting CP, concluíram que as vitórias provocavam subidas na cotação e que as derrotas e empates levavam a descidas na cotação das suas ações. No caso do FC Porto registava-se um resultado algo curioso, pois tanto as vitórias como as derrotas não revelavam ter impactos relevantes nas ações do clube. Os efeitos significativos nas ações desta instituição eram antes provocados pelos empates. Isto levou os autores a suporem que os investidores teriam uma grande confiança na obtenção de resultados extremos por parte da equipa em questão, surgindo um efeito surpresa cada vez que a equipa empatava.

2.3.2 As alterações contratuais com os treinadores

Um estudo de Mahajan & Lummer (1993) concluiu que quando ocorrem mudanças na gestão de topo, geralmente o efeito nas cotações das ações dessa empresa é adverso.

No mesmo sentido Dedman & Lin (2002) revelam que geralmente, as cotações das ações de uma empresa caem quando o diretor executivo da mesma decide trocar essa empresa por outra. Dedman & Lin (2002) acrescentam ainda que as empresas que optam por não divulgar claramente as saídas dos seus diretores executivos, acabam por registar desempenhos algo inferiores à média e têm uma maior probabilidade de insucesso no futuro.

Brown & Hartzell (2001) no seu estudo, além de terem avaliado o impacto dos resultados desportivos obtidos pelos Boston Celtics, também analisaram os efeitos que a construção de um novo estádio e a contratação de um novo treinador tiveram na cotação das ações da equipa. Assim, concluíram que as notícias relacionadas com a construção de um novo estádio não influenciaram a cotação das ações do clube, mas por outro lado as informações relativas à contratação de um novo treinador originaram impactos significativos mistos nessas mesmas cotações. Inicialmente registou-se um aumento na cotação das ações da equipa, mas nos dias seguintes sucederam-se várias subidas e descidas.

Fotaki et al. (2007) analisaram o impacto das saídas e entradas de recursos humanos em clubes de futebol ingleses cotados em bolsa. As conclusões a que chegaram foi que, por norma, a contratação de treinadores e a aquisição de jogadores têm um efeito negativo na cotação das ações desse clube, enquanto as vendas, regresso de jogadores em empréstimo e despedimento de treinadores, geralmente têm um efeito positivo.

Bell et al. (2012) analisaram 53 despedimentos de treinadores em 16 clubes de futebol ingleses com presença na bolsa de valores. As conclusões a que chegaram foi que em média o anúncio oficial do despedimento do treinador provocava no dia seguinte uma subida de 0,8% na cotação das ações dessas equipas. Opostamente, quando o pedido de demissão era de iniciativa do treinador, no dia seguinte à sua saída a cotação das ações do clube envolvido, em média desciam 0,5%, mantendo uma tendência negativa durante cerca de um mês. Perante isto, estes autores argumentaram que o mercado interpreta positivamente o despedimento de um treinador devido ao seu mau desempenho desportivo, perspetivando uma melhoria desse desempenho no futuro próximo. Mas nos casos em que essa demissão tem iniciativa no treinador interpreta-o como algo negativo, supondo que devido aos seus bons desempenhos desportivos esse treinador encontrou um clube de poderio superior, mas podendo o clube anterior piorar o seu desempenho.

2.3.3 As transferências de jogadores

Segundo Whitehead (2014) o futebol europeu tem um sistema de aquisição de jogadores completamente diferente do das modalidades desportivas norte-americanas. Efetivamente, enquanto nas 4 principais ligas desportivas norte-americanas os atletas sob contrato devem ser negociados através de trocas de jogadores, no futebol europeu os jogadores são comprados ou vendidos mediante transferências monetárias. Assim, as conclusões a que o autor no seu estudo chegou foram que no futebol europeu se uma equipa decidir vender todos os seus melhores jogadores, os adeptos vão interpretar tal como uma tentativa de o proprietário do clube maximizar os rendimentos provenientes das transferências em detrimento das vitórias desportivas. Assumindo-se o contrário quando a equipa gasta quantidades exorbitantes de dinheiro para adquirir jogadores de classe mundial. Whitehead (2014) cobriu 23 equipas apenas durante a época de 2012/2013, concluindo que o potencial impacto das transferências sobre o valor das ações dos clubes é elevado, mesmo as de baixo valor, pois clubes de topo como o Real Madrid e Barcelona além de todos os anos gastarem milhões de euros em “craques”, também procuram jovens talentos desconhecidos com o intuito de desenvolvê-los de forma a se tornarem o futuro do clube. Sendo que quando um clube desenvolve com sucesso um jovem fica com duas opções, manter o jogador com o intuito de melhorar a qualidade do plantel ou vendê-lo ao clube que oferecer a melhor proposta.

Athanasios (2013) apurou que as cotações das ações de um clube de futebol estão relacionadas com as transferências de jogadores. O autor relatou que os preços das ações por norma sobem e descem anormalmente, respetivamente depois da venda e compra de um jogador. Peters (2013), por sua vez, expandiu o estudo de Athanasios (2013), tendo

como novidade a distinção nas transferências de jogadores entre equipas rivais e equipas não rivais, se o jogador em causa era avançado, defesa, canhoto ou destro e ainda considerando o montante de dinheiro gasto na transferência. No entanto, as conclusões a que chegou revelaram-se pouco significantes.

Bakker (2016) realizou um estudo que teve como amostra as transferências de jogadores de 15 clubes de futebol cotados em bolsa. Os resultados do estudo levaram Bakker (2016) a argumentar que os investidores se sentem otimistas tanto nas situações de aquisição de jogadores como nas de venda. Tendo concluído que dentro da sua amostra as cotações das ações dos clubes subiam significativamente no primeiro, segundo e nono dia depois de um destes negócios ser oficializado. Além disso, o autor ainda relatou que este impacto nas cotações, por norma já se verifica dias antes à oficialização do negócio. Outra conclusão relevante obtida por este autor foi que os montantes monetários associados às transferências influenciavam a perceção do mercado. Segundo o autor a compra de jogadores que se considerasse estarem no pleno das suas capacidades por elevados montantes monetários levava a que houvesse um impacto positivo nas cotações, mas nos casos em que esses elevados montantes diziam respeito a jogadores de idade precoce ou mais avançada, o impacto nas cotações era negativo. Por fim, Bakker (2016) ainda argumentou que os empréstimos não têm impacto na cotação das ações dos clubes.

Fűrész & Rappai (2020) realizaram por sua vez uma nova análise ao impacto de 272 transferências de jogadores entre o verão de 2015 e 2019. Os resultados obtidos comprovaram que os preços das ações dos clubes na sua maioria reagem aos anúncios de transferências. Na generalidade dos casos essa alteração na rentabilidade das ações dava-se mesmo dias antes ao anúncio oficial da transferência. Os autores argumentam que sendo os detentores de ações investidores “emocionais”, quando sentem que o rumor de uma determinada transferência é um acontecimento positivo para o futuro do clube, o seu sentimento de compromisso e crença no sucesso desportivo aumenta, gerando uma maior procura nas suas ações.

Fotaki et al. (2021) efetuaram uma investigação que teve como amostra a entrada e saída de jogadores de clubes de futebol britânicos cotados em bolsa, analisando o efeito destas transferências nas cotações desses clubes. As conclusões a que chegaram foram que as aquisições de jogadores, geralmente provocavam um efeito negativo na cotação das ações do clube, mas caso o negócio em causa fosse de venda de jogador o efeito na cotação das ações era positivo.

2.3.4 Os contratos de direitos televisivos

Gannon et al. (2006) analisaram no curto prazo o impacto que a transação dos direitos de transmissão televisiva da Premier League em 1996 e em 2000 de seis clubes de futebol britânicos para a British Sky Broadcasting (BSkyB) tiveram nas cotações das suas ações. Os resultados evidenciaram que ao nível da BskyB em 1996 após o anúncio oficial da aquisição dos direitos de transmissão televisiva da Premier League não se verificaram impactos significativos na cotação das suas ações. No entanto, em 2000 esse impacto foi positivo. Ao nível dos clubes a venda desses mesmos direitos em 1996 originou um impacto maioritariamente positivo nas cotações das suas ações, com destaque para o Manchester United e Tottenham Hotspur que tiveram uma subida de cerca de 13% durante os 4 dias após o anúncio. Em 2000, curiosamente, esse impacto foi nulo.

2.3.5 Os escândalos de corrupção

Em geral, os escândalos de corrupção prejudicam a viabilidade económica do desporto. Além de poderem penalizar desportiva e financeiramente os clubes envolvidos, tendem a afastar os espetadores do desporto, resultando por consequência numa redução das receitas associadas às bilheteiras, patrocínios e à venda dos direitos de transmissão televisiva (Leeds & von Allmen, 2011). Assim, seria de esperar um impacto significativo nas cotações dos clubes implicados em escândalos.

De qualquer modo, Connor & Mazanov (2010) apresentam um contraexemplo referindo a temporada de 2009 na liga de rugby australiana, onde se obtiveram receitas recordes, numa altura em que houve vários escândalos a assolarem a liga.

Um estudo de Mazanov et al. (2012) obteve também resultados algo contraditórios. Por um lado, mostra os efeitos negativos do escândalo denominado de Calciopoli na Série A, traduzidos pela queda de 17% nas receitas da época de 2006/2007 em relação à de 2005/2006. Mas por outro lado, relata que apesar de ser certo que escândalos desta magnitude produzam efeitos nas cotações das ações das equipas de futebol, nunca se consegue prever se os preços acabam por descer ou subir. Isto, porque em situações destas, à medida que as investigações e processos judiciais se desenvolvem deverá existir um efeito de descida nas cotações das ações das equipas. Contudo, é possível que os adeptos sentindo uma forte identidade com o clube e agindo de uma forma algo irracional possam acabar por intervir e mostrar o seu apoio ao clube, comprando ações e sustentando as cotações. Os autores apresentam evidências deste comportamento mostrando que tanto a Roma, como a Lazio e a Juventus, conseguiram sair do Calciopoli com ganhos nas cotações das suas ações. Consequentemente, os autores afirmam que nem sempre os escândalos têm

realmente efeitos prejudiciais na viabilidade económica do desporto e nas equipas envolvidas.

3. Dados

A base de dados utilizada neste estudo foi construída a partir da totalidade da informação privilegiada comunicada à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) pelas SAD's do SL Benfica, Sporting CP e FC Porto, disponível no site da CMVM (<https://www.cmvm.pt/pt/Pages/home.aspx>)¹. Uma segunda base de dados continha as cotações das ações destes clubes na Euronext Lisboa e as cotações do índice PSI20. Estas cotações foram recolhidas em <https://pt.investing.com/>². Cada comunicação de informação privilegiada constituirá um evento. A figura 1 mostra a distribuição dos mesmos por clube, desagregados por ano na tabela 1 e a tabela 2 apresenta uma distribuição destes comunicados por categoria (assunto).

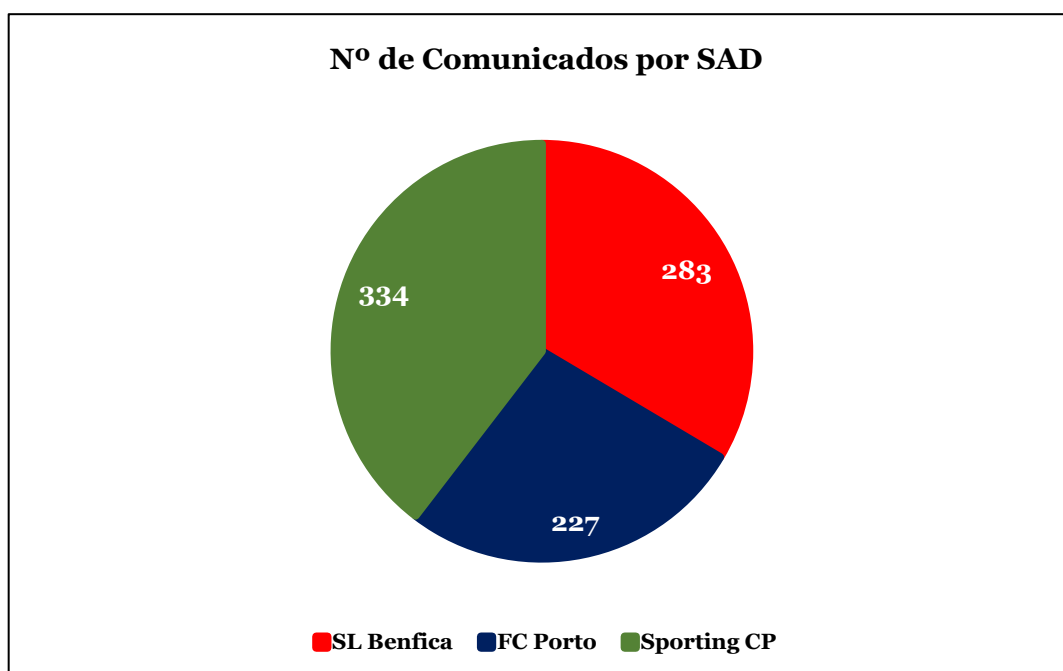


Figura 1 - Distribuição do número de comunicados por SAD

¹ As ações da SAD do Sporting Clube de Braga também se encontram admitidas à negociação em bolsa. Contudo, a sua análise não foi sequer considerada devida à extrema falta de liquidez destas ações. A título de exemplo, em 2022, as ações da SAD do SC Braga apenas foram transacionadas em 44 dias, tendo-se realizado em todo o ano apenas 65 transações totalizando apenas 4003 ações e 68827 euros.

² O histórico de cotações do investing.com apresenta os volumes transacionados arredondados à dezena mais próxima. Considerou-se que esta limitação não afetava as conclusões deste trabalho.

Tabela 1 - Distribuição do número de comunicados por ano e SAD

	SL Benfica	FC Porto	Sporting CP	Total
2007	18	8	9	35
2008	23	27	20	70
2009	36	18	37	91
2010	20	21	33	74
2011	22	27	38	87
2012	13	10	23	46
2013	12	10	23	45
2014	14	29	15	58
2015	15	13	16	44
2016	6	14	14	34
2017	14	8	9	31
2018	10	7	45	62
2019	19	8	16	43
2020	23	11	15	49
2021	17	9	3	29
2022	21	7	18	46
Total	283	227	334	844

Em 1998 as ações das SAD's do Sporting CP e do FC Porto foram admitidas à negociação na bolsa de valores. As ações da SAD do SL Benfica tiveram a sua entrada apenas a 22 de maio de 2007. A base de dados inicial reunia comunicados desde 1 de janeiro de 1998 a 7 de outubro de 2022 perfazendo um total de 996 eventos. Para o período temporal ser idêntico para as 3 SAD's, decidiu-se limitar a análise ao período entre 23 de maio de 2007 e 7 de outubro de 2022 reduzindo a base de dados para 844 eventos (comunicados). Numa fase seguinte todos os 844 comunicados de informação privilegiada foram categorizados em função do assunto ou tema, através da leitura do título da comunicação e do seu conteúdo.

Tabela 2 - Distribuição dos comunicados por categoria

	SL Benfica	FC Porto	Sporting CP	Total
<i>Ação Judicial</i>	12	12	9	33
<i>Aquisição Jogador</i>	41	36	29	106
<i>Assembleia Geral</i>	40	12	78	130
<i>Contratos de Direitos Televisivos</i>	6	7	2	15
<i>Estrutura Acionista</i>	11	4	15	30
<i>Operação Contratual/Lesão (Jogador)</i>	26	11	38	75
<i>Operação Financeira</i>	7	8	25	40
<i>Operação Financeira (Jogador)</i>	15	17	11	43
<i>Resultados Financeiros</i>	25	50	41	116
<i>Treinador</i>	33	23	41	97
<i>Transferência Jogador</i>	67	47	45	159
Total	283	227	334	844
Percentagem	33,5%	26,9%	39,6%	100%

A figura 2 mostra a evolução das cotações das ações dos clubes que formam a base de dados final e a figura 3 a evolução do principal índice de mercado português (PSI20).

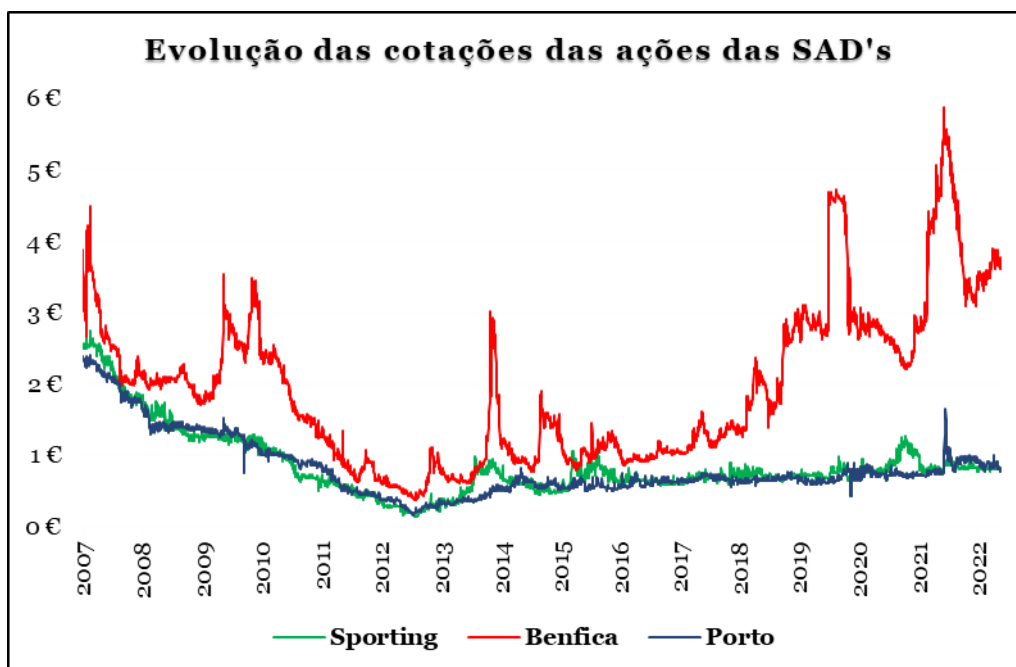


Figura 2 - Evolução das cotações das ações das SAD's



Figura 3 - Evolução do valor do índice PSI20

4. Metodologia

A metodologia escolhida para analisar a influência da informação privilegiada divulgada pelas SAD's nas cotações das suas ações foi a de Estudo de Eventos. Isto, porque esta metodologia tem como objetivo investigar o ajustamento dos preços das ações a novas informações (Fama et al., 1969). Estas novas informações tanto podem surgir de uma grande variedade de eventos específicos à empresa, como de acontecimentos externos à mesma (MacKinlay, 1997).

O período de evento é o período adjacente ao evento e o período de estimação é o período em que se estimam os parâmetros eventualmente necessários para o cálculo das rendibilidades anormais antes do evento ocorrer, exigindo-se normalmente que não ocorram eventos durante este período, por serem suscetíveis de enviesar as estimativas. É, portanto, de grande importância a definição do dia em que o evento ocorre, que servirá de âncora a toda a restante análise. Em alguns casos considera-se como dia do evento não a data de anúncio do mesmo, mas a data em que se deram as primeiras fugas de informação (Galarza, 2021). Nesta análise o período de evento será de 6 dias, sendo que destes, 1 ocorre antes do momento do evento e os outros 5 depois do momento do evento, como se ilustra na figura 4. Nos casos em que o anúncio oficial do comunicado foi feito num horário em que a bolsa de valores se encontrava encerrada, considerou-se como primeiro dia posterior ao evento ($t+1$), o dia de abertura da bolsa mais próximo após esse horário³. No estudo em causa consideram-se como eventos os comunicados divulgados pelas SAD's do SL Benfica, FC Porto e Sporting CP através da CMVM.

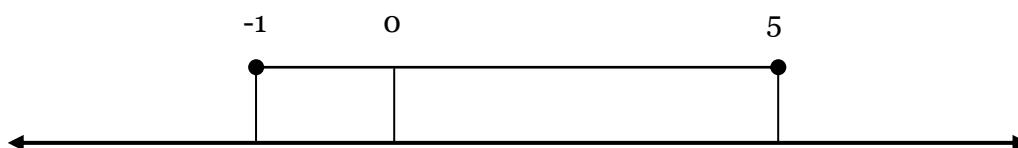


Figura 4 - Período de evento

O software utilizado para realizar a análise estatística dos dados foi o SPSS Statistics.

O modelo usado para determinar as rendibilidades anormais vai ser o *market adjusted return*. Assim, neste modelo as rendibilidades normais ou esperadas são as rendibilidades do índice de mercado do respetivo país (PSI20). A rendibilidade do PSI20 foi calculada através da seguinte fórmula:

³ Na realidade, no caso das SAD's do FC Porto e Sporting CP, que negociam por chamada, as últimas transações efetivamente têm de ocorrer por volta das 15:30 aquando da segunda (última) chamada. No caso do SL Benfica as transações podem, de facto, ocorrer até ao final da sessão (16:30).

$$R_{PSI20,t} = \ln \frac{P_{PSI20,t}}{P_{PSI20,t-1}} \quad (1)$$

$R_{PSI20,t}$ = rendibilidade do *PSI20* no dia t ;

$P_{PSI20,t}$ = valor do *PSI20* no dia t ;

$P_{PSI20,t-1}$ = valor do *PSI20* no dia $t-1$.

A rendibilidade das ações é apurada pela mesma fórmula, isto é:

$$R_{i,t} = \ln \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \quad (2)$$

$R_{i,t}$ = rendibilidade efetiva da ação i no dia t ;

$P_{i,t}$ = cotação da ação i no dia t ;

$P_{i,t-1}$ = cotação da ação i no dia $t-1$.

A rendibilidade anormal vai ser obtida através da diferença entre a rendibilidade efetiva de uma determinada ação e a rendibilidade esperada no mesmo momento:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{PSI20,t} \quad (3)$$

$AR_{i,t}$ = rendibilidade anormal da ação i no dia t ;

$R_{i,t}$ = rendibilidade efetiva da ação i no dia t ;

$R_{PSI20,t}$ = rendibilidade do *PSI20* no dia t .

A rendibilidade anormal é calculada para cada evento em particular. Assim, torna-se fundamental calcular a rendibilidade anormal média, de forma a agrupar as rendibilidades anormais. A fórmula para calcular a rendibilidade anormal média é:

$$AAR_{i,v} = \frac{1}{N_v} \sum_{t=1}^{N_v} AR_{i,t} \quad (4)$$

$AAR_{i,v}$ = rendibilidade anormal média da ação i ;

N_v = número de eventos.

A rendibilidade anormal acumulada diz respeito ao intervalo de observação do evento e não somente a um dia. Para o período completo do evento esta rendibilidade é obtida pela seguinte fórmula:

$$CAR_{i,T} = AR_{i,t-1} + \dots + AR_{i,t+5} = \sum_{t=t-1}^{t+5} AR_{i,t} \quad (5)$$

$CAR_{i,T}$ = rendibilidade anormal acumulada da ação i no período T ($t-1$ a $t+5$).

A rendibilidade anormal acumulada refere-se a apenas um evento, pelo que se calcula também a rendibilidade anormal média acumulada, de forma a sintetizar estas rendibilidades. A fórmula que permite obter a rendibilidade anormal média acumulada é:

$$CAAR_i = \frac{1}{N} \sum_{T=1}^{N_v} CAR_{i,T} \quad (6)$$

$CAAR_i$ = rendibilidade anormal média acumulada da ação i ;

N_v = número de eventos.

Para se testar a significância estatística das rendibilidades médias vai-se recorrer ao teste T que é um teste estatístico paramétrico e ao teste de Wilcoxon que é um teste estatístico não paramétrico.

As hipóteses formuladas para o desenvolvimento deste estudo foram:

H1: A divulgação de informação privilegiada considerada positiva tem impacto positivo no curto prazo nas cotações das ações das SAD's.

H2: A informação privilegiada divulgada à CMVM pelas SAD's acerca de alterações contratuais com o treinador tem impacto positivo nas suas respetivas cotações de ações.

H3: A informação privilegiada divulgada à CMVM pelas SAD's relativa à venda de jogadores tem impacto positivo na cotação das suas ações.

H4: A informação privilegiada divulgada à CMVM pelas SAD's relativa à venda de jogadores por montante igual ou inferior a dez milhões de euros tem impacto positivo na cotação das suas ações.

H5: A informação privilegiada divulgada à CMVM pelas SAD's relativa à venda de jogadores por montante superior a dez milhões de euros tem impacto positivo na cotação das suas ações.

H6: A divulgação de informação privilegiada considerada negativa tem impacto negativo no curto-prazo nas cotações das ações das SAD's.

5. Resultados

5.1 Informação privilegiada categorizada como positiva:

Análise global das 3 SAD's

Para efetivar esta análise selecionaram-se apenas as informações respeitantes a alterações contratuais com o treinador, vendas definitivas de jogadores e a contratos de direitos televisivos. As notícias alusivas a alterações contratuais com o treinador foram consideradas como positivas porque na sua grande maioria sempre que um treinador sai da equipa isso significa que teve resultados desportivos negativos. Por isso, uma mudança no posto significa a entrada de novas ideias e o início de um processo de transformação que vai potencialmente elevar os níveis de desempenho desportivo da equipa. Por outro lado, sempre que o treinador vê o seu contrato ser renovado significa que até ao momento os resultados desportivos que obteve são positivos, indo assim potencialmente prolongar os mesmos por mais tempo. As vendas definitivas de jogadores e os contratos de direitos televisivos são comunicados considerados como tendo impacto positivo por anteciparem encaixes financeiros significativos nas SAD's.

A tabela 3 e a figura 5 apresentam informação preliminar sobre a rendibilidade anormal média (AAR) e a rendibilidade anormal média acumulada (CAAR) das ações nos dias de evento. Em concreto, quantificou-se o número de dias com rendibilidades anormais positivas e negativas em redor dos eventos.

Tabela 3 - AAR e CAAR positivas e negativas associadas aos eventos considerados favoráveis

		<i>Treinador</i>	<i>Venda de jogadores</i>	<i>Contratos de direitos televisivos</i>
<i>AAR (N-1)</i>	<0	45 (46,4%)	81 (55,9%)	9 (60,0%)
	≥ 0	52 (53,6%)	64 (44,1%)	6 (40,0%)
<i>AAR (N+1)</i>	<0	45 (46,4%)	66 (45,5%)	6 (40,0%)
	≥ 0	52 (53,6%)	79 (54,5%)	9 (60,0%)
<i>AAR (N+2)</i>	<0	50 (51,5%)	81 (55,9%)	9 (60,0%)
	≥ 0	47 (48,5%)	64 (44,1%)	6 (40,0%)
<i>AAR (N+3)</i>	<0	47 (48,5%)	82 (56,6%)	5 (33,3%)
	≥ 0	50 (51,5%)	63 (43,4%)	10 (66,7%)
<i>AAR (N+4)</i>	<0	53 (54,6%)	66 (44,5%)	6 (40,0%)
	≥ 0	44 (45,4%)	79 (55,5%)	9 (60,0%)
<i>AAR (N+5)</i>	<0	43 (44,3%)	81 (55,9%)	8 (53,3%)
	≥ 0	54 (55,7%)	64 (44,1%)	7 (46,7%)
<i>CAAR (N-1 a N+1)</i>	<0	54 (55,7%)	74 (51,0%)	5 (33,33%)
	≥ 0	43 (44,3%)	71 (49,0%)	10 (66,7%)
<i>CAAR (N-1 a N+5)</i>	<0	42 (43,3%)	85 (58,6%)	8 (53,3%)
	≥ 0	55 (56,7%)	60 (41,4%)	7 (46,7%)

Logo, de acordo com a tabela 3 nos comunicados relacionados com a categoria de alterações contratuais com o treinador, quer no dia anterior ao evento (N-1) quer no primeiro dia posterior (N+1) registaram-se AAR positivas em 53,6% dos casos. Apesar da maioria de AAR positivas esta categoria de comunicados não parece ter um impacto positivo significativo sobre as ações das SAD's. Entre o segundo e o quinto dia após a divulgação das informações privilegiadas relativas a alterações contratuais com o treinador, a percentagem de vezes em que tais comunicados geraram AAR iguais ou superiores a 0% variou entre 45,4% e 55,7%. Quando se trata de informação sobre venda de jogadores não existe uma grande consistência, registando-se em 4 dias uma AAR maioritariamente negativa e apenas em dois (N+1 e N+4) a maioria das AAR é positiva. Assim, a existir um efeito das informações privilegiadas associadas à venda de jogadores, ou este é ligeiro e imediato ou os investidores valorizam mais o impacto desportivo das alienações e menos o encaixe financeiro. No que diz respeito às informações relacionadas a contratos de direitos televisivos, apesar de poucas observações, valerá a pena destacar que em N+1 a maioria das rendibilidades anormais é positiva tal como em N+3 e N+4. À partida, a existir algum efeito este poderá ocorrer no imediato.

A figura 5 mostra que para o total destas 3 categorias, apenas em N+1 e N+4 existe uma preponderância de rendibilidades anormais positivas como se esperaria.

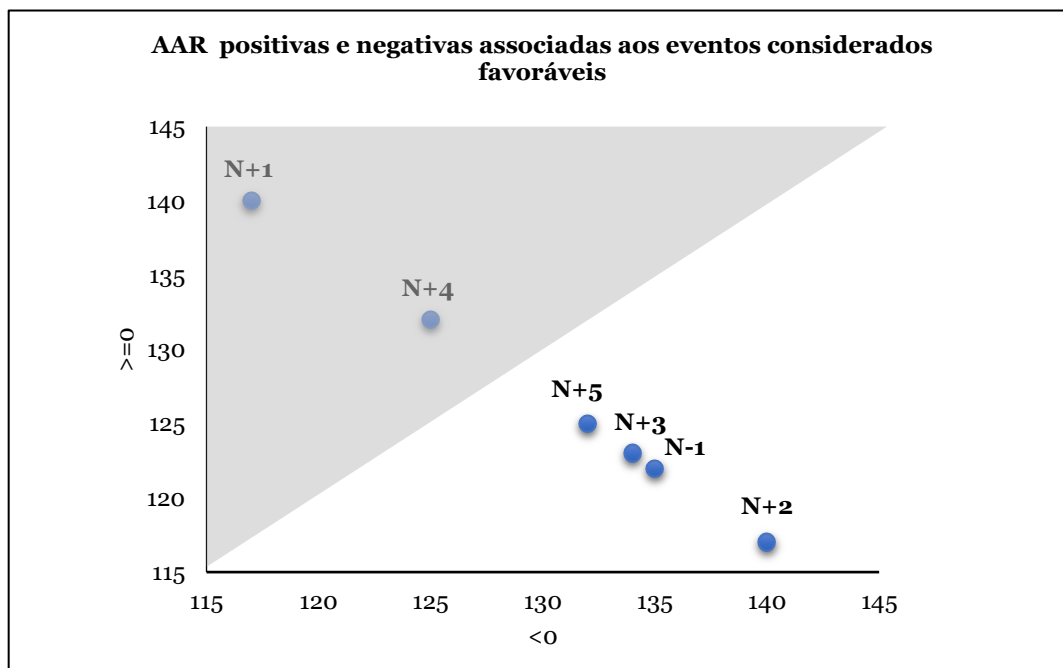


Figura 5 - AAR positivas e negativas associadas aos eventos considerados favoráveis

No que concerne às CAAR, isto é, ao efeito acumulado no período, a categoria das alterações contratuais com o treinador evidencia um efeito positivo prolongado destas informações nas cotações das ações das SAD's, com uma CAAR de N-1 a N+5 positiva em 56,7% dos eventos. Na classe da venda de jogadores, na maior parte das vezes (58,6%), o efeito acumulado é negativo e no que diz respeito à categoria da informação relacionada com os contratos de direitos televisivos existem sete eventos com CAAR de N-1 a N+5 positivas contra oito negativas.

Continuando a considerar apenas estas 3 categorias apresenta-se na tabela 4 as AAR e as CAAR.

Tabela 4 - AAR e CAAR dos eventos considerados positivos

Dias	AAR/CAAR	Teste T	Teste Wilcoxon
N-1	0,4579%	0,043*	0,388
N+1	0,5340%	0,057	0,061
N+2	-0,2902%	0,190	0,032*
N+3	0,0788%	0,384	0,292
N+4	-0,3303%	0,140	0,149
N+5	-0,1766%	0,282	0,147
N-1 a N+1	0,9919%	0,06	0,163
N-1 a N+5	0,2736%	0,291	0,370

*Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%

A AAR das ações é geralmente baixa, mas positiva (0,534%) em N+1, embora estatisticamente não significativa e em N-1 (0,4579%), valor este estatisticamente significativo a 5% para o teste T, mas não estatisticamente significativo para o teste de Wilcoxon. Em N+2, N+4 e N+5 as AAR obtidas revelaram-se negativas e em N+3 é positiva, mas próxima de zero. Destas, apenas a de -0,2902% se mostra como estatisticamente significativa e somente a 5% para o teste de Wilcoxon.

Em relação às CAAR, a que compreende o intervalo de N-1 a N+1 é 0,9919%, mas considerando todo o período do evento (N-1 a N+5) é de apenas 0,2736%, não sendo em ambas as situações estatisticamente significativas.

Assim, a fraca significância dos resultados não permite rejeitar a hipótese de que as rendibilidades anormais sejam menores ou iguais que zero, pelo que não se aceita a hipótese 1 formulada inicialmente.

5.2 Informação privilegiada categorizada como positiva: Análise por clube

A AAR e CAAR das ações estimadas na sequência da divulgação de informação referente ao treinador, venda de jogadores e contratos de direitos televisivos foram avaliadas separadamente por SAD. A tabela 5 exhibe os valores das AAR e CAAR das ações para o SL Benfica, a tabela 6 diz respeito ao FC Porto e a tabela 7 ao Sporting CP.

Tabela 5 - AAR e CAAR dos eventos considerados positivos (SL Benfica)

<i>Dias</i>	<i>AAR/CAAR</i>	<i>Teste T</i>	<i>Teste Wilcoxon</i>
<i>N-1</i>	0,1601%	0,345	0,342
<i>N+1</i>	0,6966%	0,062	0,062
<i>N+2</i>	-0,5690%	0,064	0,046*
<i>N+3</i>	-0,2963%	0,166	0,032*
<i>N+4</i>	0,3540%	0,187	0,248
<i>N+5</i>	-0,5778%	0,090	0,008**
<i>N-1 a N+1</i>	0,8567%	0,056	0,297
<i>N-1 a N+5</i>	-0,2325%	0,352	0,112

**Estatisticamente significativo para nível de significância de 1%

*Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%

De acordo com a tabela 5 e tendo em conta a informação privilegiada normalmente considerada positiva, a rendibilidade média anormal mais alta ocorre de facto no dia imediatamente após o evento. Ainda assim, o valor não é estatisticamente significativo. A AAR da véspera é positiva, mas baixa e entre N+2 e N+5 encontram-se 3 rendibilidades

médias anormais negativas, significativas apenas de acordo com o teste de Wilcoxon. Logicamente, a rendibilidade anormal acumulada que compreende o intervalo temporal de N-1 a N+1 é positiva (0,8567%) e a que corresponde ao intervalo completo de N-1 a N+5 é negativa (-0,2325%), mas ambas são não significativas.

Tabela 6 - AAR e CAAR dos eventos considerados positivos (FC Porto)

<i>Dias</i>	<i>AAR/CAAR</i>	<i>Teste T</i>	<i>Teste Wilcoxon</i>
<i>N-1</i>	0,3932%	0,186	0,261
<i>N+1</i>	-0,1457%	0,379	0,407
<i>N+2</i>	-0,0507%	0,454	0,325
<i>N+3</i>	0,5723%	0,144	0,301
<i>N+4</i>	-0,2774%	0,305	0,453
<i>N+5</i>	-0,3840%	0,211	0,337
<i>N-1 a N+1</i>	0,2476%	0,317	0,416
<i>N-1 a N+5</i>	0,1077%	0,440	0,455

Os resultados para o FC Porto têm em comum o facto das AAR e CAAR serem estatisticamente não significativas de acordo com o teste T e com o de Wilcoxon. As únicas AAR positivas ocorrem em N-1 e N+3. A CAAR em redor do evento (N-1 a N+1) tem um valor baixo (0,2476%), tal como a do período completo (0,1077%), não sendo estatisticamente significativas.

Tabela 7 - AAR e CAAR dos eventos considerados positivos (Sporting CP)

<i>Dias</i>	<i>AAR/CAAR</i>	<i>Teste T</i>	<i>Teste Wilcoxon</i>
<i>N-1</i>	0,8468%	0,058	0,392
<i>N+1</i>	0,9134%	0,117	0,229
<i>N+2</i>	-0,1743%	0,414	0,189
<i>N+3</i>	0,0930%	0,433	0,421
<i>N+4</i>	-1,1449%	0,038*	0,017*
<i>N+5</i>	0,4471%	0,247	0,192
<i>N-1 a N+1</i>	1,7601%	0,025*	0,202
<i>N-1 a N+5</i>	0,9810%	0,199	0,242

*Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%

A tabela 7 diz respeito às AAR e CAAR das ações do Sporting CP. Assim, tendo em consideração apenas os comunicados relativos ao treinador, vendas de jogadores e contratos de direitos televisivos, em N-1 as ações do Sporting CP registaram uma AAR de 0,8468% e em N+1 0,9134%. Para N+1, N+3 e N+5 as AAR foram positivas, mas não significativas. Para N+2 e N+4 as AAR calculadas foram negativas com destaque para N+4 (-1,1449%), um valor significativo, mas aparentemente espúrio. Naturalmente, os valores

das CAAR são positivos, destacando-se a de 1,7601% para o intervalo temporal que vai de N-1 a N+1, valor que sugere um efeito imediato bastante positivo deste tipo de informação nas ações do Sporting CP, pois trata-se de um valor estatisticamente significativo para o teste T com um nível de significância de 5%. Entre N-1 e N+5 a CAAR apurada foi de 0,9810% valor estatisticamente não significativo.

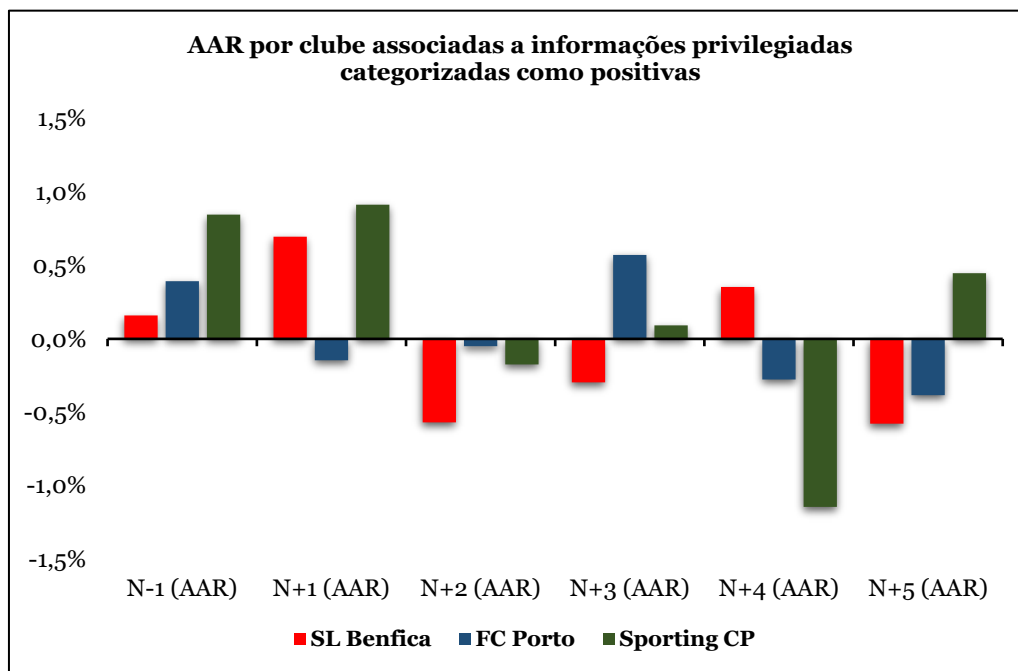


Figura 6 - AAR por clube associadas a informações privilegiadas categorizadas como positivas

Fazendo uma comparação entre as rentabilidades das ações das três SAD's, conclui-se que na maioria as AAR assumem valores relativamente baixos para os três clubes em análise e na esmagadora maioria dos casos as AAR geradas são também estatisticamente não significativas. Ao nível das CAAR o cenário é idêntico com a maioria das rendibilidades médias anormais a serem valores próximos de 0% e não significativos quer para o teste paramétrico quer para o não paramétrico. A única exceção aqui é no intervalo temporal de N-1 a N+1 no Sporting CP o valor de 1,7601%, estatisticamente significativo para o teste T a 5%. Assim, tendo em atenção todos estes dados, comprova-se que a influência da informação privilegiada reportada à CMVM relativa ao treinador, vendas de jogadores e contratos de direitos televisivos que se esperaria positiva é bastante fraca, constituindo evidência adicional para a não aceitação da hipótese 1.

5.3 Informação privilegiada respeitante a alterações contratuais com o treinador

No período temporal analisado existem 97 comunicados à CMVM por parte das três SAD's relativos a alterações contratuais com o treinador. Relativamente a este subconjunto ir-se-á procurar evidências de que as rentabilidades anormais são positivas.

Tabela 8 - AAR e CAAR dos eventos relativos a alterações contratuais com o treinador

<i>Dias</i>	<i>AAR/CAAR</i>	<i>Teste T</i>	<i>Teste Wilcoxon</i>
<i>N-1</i>	0,8463%	0,034*	0,136
<i>N+1</i>	0,0437%	0,467	0,304
<i>N+2</i>	0,1685%	0,401	0,310
<i>N+3</i>	0,0400%	0,464	0,459
<i>N+4</i>	-0,5134%	0,159	0,102
<i>N+5</i>	0,6808%	0,097	0,084
<i>N-1 a N+1</i>	0,8900%	0,095	0,344
<i>N-1 a N+5</i>	1,2660%	0,091	0,082

*Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%

Os resultados da tabela 8 mostram que a AAR das ações do SL Benfica, FC Porto e Sporting CP para o dia anterior ao anúncio na CMVM de notícias associadas ao contrato do treinador de futebol é de 0,8463%, valor estatisticamente significativo a 5% para o teste T, mas estatisticamente não significativo de acordo com o teste de Wilcoxon. De N+1 a N+5 as AAR são respetivamente 0,0437%, 0,1685%, 0,0400%, -0,5134% e 0,6808%, todas não significativas. Em consequência a CAAR de N-1 a N+1 é 0,89%, sendo de 1,266% para o período completo do evento, ambas não significativas.

Assim, tendo em conta os resultados da tabela 8 a hipótese 2 não é aceite, concluindo-se que o impacto das informações privilegiadas que tenham relação ao contrato do treinador de futebol nas cotações das ações das SAD's é muito baixo. O resultado mais significativo (N-1) indicia que poderá existir alguma fuga de informação prévia à oficialização destas alterações e que é aproveitada por alguns investidores, ou que estes transacionam os títulos baseados nos rumores acerca das alterações contratuais.

5.4 Informação privilegiada respeitante a vendas definitivas de jogadores

Das três categorias de informação que pode ser considerada positiva a das vendas de jogadores é a mais numerosa com 145 dos 257 comunicados. Assim, nesta secção testa-se o impacto desta informação sobre as cotações das SAD's.

Tabela 9 - AAR e CAAR dos eventos relativos à venda definitiva de jogadores

<i>Dias</i>	<i>AAR/CAAR</i>	<i>Teste T</i>	<i>Teste Wilcoxon</i>
<i>N-1</i>	0,0750%	0,406	0,256
<i>N+1</i>	0,7309%	0,058	0,140
<i>N+2</i>	-0,5813%	0,026*	0,047*
<i>N+3</i>	-0,0898%	0,397	0,098
<i>N+4</i>	-0,1063%	0,395	0,433
<i>N+5</i>	-0,6704%	0,044*	0,010*
<i>N-1 a N+1</i>	0,8060%	0,048*	0,353
<i>N-1 a N+5</i>	-0,6418%	0,121	0,018*

*Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%

Os resultados apresentados na tabela 9 apontam para um pequeno efeito positivo no momento da divulgação destes comunicados. O dia com rendibilidade anormal média mais alta no período é N+1 (0,7309%) e a CAAR de N-1 a N+1 de 0,806% é significativa de acordo com o teste T para um nível de significância de 5%. Nos dias seguintes (N+2 a N+5) as rendibilidades anormais são negativas, havendo duas significativas. Não sendo espúrios, estes resultados sugerem um impacto positivo das vendas de jogadores, certamente explicado pelo encaixe financeiro futuro, havendo uma correção nos dias seguintes. No entanto, o efeito agregado do período (CAAR de N-1 a N+5 de -0,6418%) não permite a aceitação da hipótese 3.

5.5 Informação privilegiada relativa à venda definitiva de jogadores por valor de transação

É possível que nos resultados anteriores exista algum enviesamento uma vez que nos 145 eventos relacionados com vendas de jogadores foram incluídas tanto as operações de baixo valor monetário, como as operações com encaixe significativo para os clubes. Assim, dividiu-se agora a amostra de 145 comunicados naqueles que diziam respeito a vendas de montante igual ou inferior a dez milhões de euros (cujos resultados se encontram na tabela 10) e em vendas de montante superior a dez milhões de euros (tabela 11). Identificaram-se 101 comunicações respeitantes a vendas superiores a 10 milhões de euros e 44 respeitantes a vendas inferiores ou iguais a 10 milhões de euros.

Tabela 10 - AAR e CAAR dos eventos relativos à venda definitiva de jogadores por montante igual ou inferior a 10 000 000 €

<i>Dias</i>	<i>AAR/CAAR</i>	<i>Teste T</i>	<i>Teste Wilcoxon</i>
<i>N-1</i>	0,4533%	0,259	0,431
<i>N+1</i>	0,6528%	0,279	0,226
<i>N+2</i>	-0,5525%	0,175	0,213
<i>N+3</i>	-0,3165%	0,316	0,391
<i>N+4</i>	-0,5431%	0,227	0,170
<i>N+5</i>	-1,3740%	0,014*	0,022*
<i>N-1 a N+1</i>	1,1061%	0,155	0,431
<i>N-1 a N+5</i>	-1,6800%	0,085	0,028*

*Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%

Através da tabela 10 comprovam-se os valores obtidos para a globalidade das transações de vendas (tabela 9). As rendibilidades anormais são positivas (mas não significativas) imediatamente antes e depois do evento (CAAR de 1,1061%), mas negativas de N+2 a N+5 (CAAR de -1,68%). Assim sendo, a hipótese 4 não pode ser aceite.

Tabela 11 - AAR e CAAR dos eventos relativos à venda definitiva de jogadores por montante superior a 10 000 000 €

<i>Dias</i>	<i>AAR/CAAR</i>	<i>Teste T</i>	<i>Teste Wilcoxon</i>
<i>N-1</i>	-0,0952%	0,387	0,186
<i>N+1</i>	0,7661%	0,047*	0,029*
<i>N+2</i>	-0,5942%	0,042*	0,071
<i>N+3</i>	0,0122%	0,488	0,064
<i>N+4</i>	0,0903%	0,425	0,286
<i>N+5</i>	-0,3537%	0,238	0,074
<i>N-1 a N+1</i>	0,6709%	0,095	0,298
<i>N-1 a N+5</i>	-0,1746%	0,381	0,099

*Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%

Considerando apenas as vendas de montante superior (tabela 11) a rendibilidade anormal média mais alta volta a ocorrer em N+1 (0,7661%), sendo neste caso estatisticamente significativa de acordo com o teste paramétrico e não paramétrico. A AAR de N-1 é próxima de zero. No entanto, em N+2 continua a ocorrer uma correção, efeito que desaparece nos dois dias seguintes. Apesar da significância da AAR de N+1, tendo em conta a correção subsequente as rendibilidades acumuladas são baixas e não significativas, pelo que a hipótese 5 também não pode ser aceite.

5.6 Informação privilegiada categorizada como negativa

Os resultados da tabela 12 e da tabela 13 referem-se agora à categoria das informações privilegiadas consideradas maioritariamente negativas. Estes acontecimentos, por norma, estavam relacionados com processos judiciais que associam as SAD's a problemas legais, com prejuízos para a sua reputação, mas também provocando potencialmente importantes penalizações financeiras e desportivas. Assim, na tabela 12 quantificaram-se os eventos que geraram um impacto <0 e ≥ 0 e na tabela 13 apresentam-se as AAR e CAAR associadas à divulgação destas informações.

Tabela 12 - Rendibilidades negativas ou positivas associadas à divulgação de informação sobre ações judiciais

	<i>Ações judiciais</i>	
<i>AAR (N-1)</i>	<0	20 (60,6%)
	≥ 0	13 (39,4%)
<i>AAR (N+1)</i>	<0	14 (42,4%)
	≥ 0	19 (57,6%)
<i>AAR (N+2)</i>	<0	22 (66,7%)
	≥ 0	11 (33,3%)
<i>AAR (N+3)</i>	<0	11 (33,3%)
	≥ 0	22 (66,7%)
<i>AAR (N+4)</i>	<0	17 (51,5%)
	≥ 0	16 (48,5%)
<i>AAR (N+5)</i>	<0	17 (51,5%)
	≥ 0	16 (48,5%)
<i>CAAR (N-1 a N+1)</i>	<0	18 (54,5%)
	≥ 0	15 (45,5%)
<i>CAAR (N-1 a N+5)</i>	<0	18 (54,5%)
	≥ 0	15 (45,5%)

Observando a tabela 12 não se consegue descortinar um efeito negativo na AAR das ações das SAD's. Dos 33 casos analisados, se é verdade que em N-1 e N+2 existe uma preponderância de rendibilidades anormais médias negativas, nos restantes dias isso já não se sucede e em termos acumulados as rendibilidades negativas são pouco superiores às positivas.

Tabela 13 - AAR e CAAR dos eventos relativos a ações judiciais

<i>Dias</i>	<i>AAR/CAAR</i>	<i>Teste T</i>	<i>Teste Wilcoxon</i>
<i>N-1</i>	-0,3222%	0,375	0,299
<i>N+1</i>	0,6613%	0,221	0,219
<i>N+2</i>	-1,8807%	0,013*	0,007**
<i>N+3</i>	1,2253%	0,134	0,051
<i>N+4</i>	-0,1406%	0,424	0,344
<i>N+5</i>	0,4872%	0,334	0,307
<i>N-1 a N+1</i>	0,3391%	0,400	0,440
<i>N-1 a N+5</i>	0,0303%	0,490	0,496

**Estatisticamente significativo para nível de significância de 1%

*Estatisticamente significativo para nível de significância de 5%

Na tabela 13 observa-se um efeito pouco coerente. Encontra-se em N-1 uma rendibilidade média anormal negativa compatível com algum tipo de fuga de informação, mas o valor não é estatisticamente significativo. Em N+2 a AAR volta a ser negativa e estatisticamente significativa (ao nível de 5% de acordo com o teste T e 1% de acordo com o teste de Wilcoxon). Contudo, estes resultados antecipáveis tendo em conta a natureza “gravosa” da informação, são contrariados pelas rendibilidades médias positivas em especial de N+1 e N+3, estatisticamente não significativas, mas relativamente altas. Assim, rejeita-se a hipótese 6.

Dada a impossibilidade de aceitar qualquer uma das hipóteses formuladas, faz sentido questionar porque é que os preços das ações parecem ser insensíveis à libertação para o mercado da informação privilegiada que se selecionou justamente por ser *a priori* mais “*price sensitive*”. Uma explicação para tal poderá advir da idiosincrasia própria do investidor/adepto, que não transaciona estas ações de forma puramente racional com o objetivo de maximizar os ganhos com este investimento. Outra explicação possível está relacionada com o objetivo ambíguo, ou dual destas sociedades. De facto, alguma informação poderá ser interpretada favoravelmente (ou desfavoravelmente) se se valorizar o objetivo financeiro das sociedades (pelo menos no curto prazo) e não ser claramente a favor (ou contra) dos objetivos desportivos. Uma terceira explicação, que exploraremos a seguir, diz respeito à possibilidade de apesar de para este estudo se ter excluído à partida o SC Braga, ainda assim, a falta de liquidez estar a impedir estes títulos de refletirem a nova informação que chega ao mercado. A tabela 14 talvez ajude a elucidar esta questão.

5.7 Indicadores de liquidez

A tabela 14 revela as médias diárias para a quantidade e valor monetário transacionado, bem como o número de dias sem variação na cotação, com menos de cem

euros movimentados, menos de 45 ações negociadas, menos de 5 ações transacionadas e respetivas percentagens para cada uma das SAD's. A tabela 15 mostra a quantidade média de ações transacionadas por SAD para cada um dos dias do período de evento estimado.

Tabela 14 - Indicadores de liquidez das ações

	SL Benfica	FC Porto	Sporting CP
<i>Quantidade diária de ações transacionadas (Média)</i>	6465,85	1664,77	1409,40
<i>Valor diário transacionado (Média)</i>	14748,27€	1751,14€	1623,04€
<i>Número de dias com valor transacionado inferior a 100€</i>	159 (4,0%)	1809 (45,9%)	1717 (43,5%)
<i>Número de dias com menos de 45 ações transacionadas</i>	94 (2,38%)	1252 (31,74%)	1143 (28,97%)
<i>Número de dias sem variação da cotação</i>	832 (21,09%)	1825 (46,26%)	1667 (42,26%)
<i>Número de dias com menos de 5 ações transacionadas</i>	29 (0,7%)	840 (21,3%)	678 (17,2%)

Assim, para o período de 23 de maio de 2007 a 7 de outubro de 2022 houve 3945 dias com a bolsa em funcionamento. Neste período temporal o SL Benfica teve 6465 ações transacionadas em média por dia, títulos esses que representaram cerca de 14748,27 € movimentados por dia. No mesmo sentido, o FC Porto em média por dia teve 1664 ações transacionadas, equivalentes a 1751,14 € e o Sporting CP 1409 ações equivalentes a 1623,04 €. Através destes valores observa-se que o SL Benfica movimenta mais capital na bolsa de valores que as restantes duas SAD's, que por sua vez mostram indicadores algo similares.

Em conformidade com os valores acima mencionados, o SL Benfica teve apenas 4% do total de dias (159 dias) com menos de 100 € transacionados, além de que somente em 2,38% do total de dias (94 dias) é que viu menos de 45 ações suas serem transacionadas, registando 29 dias (0,7%) com menos de 5 títulos transacionados. Por fim e indo de encontro aos restantes resultados já mencionados, o número de dias neste período da amostra sem variação na cotação do SL Benfica foi de 21,09% (832 dias).

Por outro lado, em contraste com estes valores o FC Porto em 46,26% do total de dias (1825 dias) não registou variações na sua cotação. Da mesma forma o FC Porto em 45,9% do total de dias (1809 dias) teve menos de 100 € transacionados e em 31,74% do total

de dias (1252 dias) teve menos de 45 ações transacionadas. Em 21,3% do total de dias (840 dias) menos de 5 ações do FC Porto foram negociadas.

Os títulos do Sporting CP em 42,26% do total de dias (1667 dias) não sofreram variações na sua cotação e em 43,5% do total de dias (1717 dias) tiveram um volume negociado inferior a 100 €. As quantidades negociadas foram inferiores a 45 ações em 28,97% dos dias (1143 dias). Em 17,2% dos dias (678 dias) o Sporting CP regista menos de 5 ações negociadas.

Estes dados são reveladores da baixa liquidez dos títulos, em especial para os títulos das SAD's do FC Porto e Sporting CP que em mais de 40% dos dias não sofreram variações na cotação das suas ações e em mais de 40% das sessões da bolsa não transacionaram mais de 100 euros. Os indicadores de liquidez são comparativamente melhores no SL Benfica, mas ainda assim registam-se 21% dos dias sem variação na cotação e quantidades e volumes transacionados modestos.

A tabela 15 e a figura 7, dando relevo apenas aos dias de evento, revelam que nas 3 SAD's em análise é em N+1 que mais ações são transacionadas, com valores acima das suas médias diárias (tabela 14). No caso do SL Benfica a quantidade média diária transacionada é mesmo superior em 59% à média do período entre maio de 2007 e outubro de 2022. No caso do FC Porto em todos os dias do evento (N-1 a N+5) tem quantidades superiores à sua média deste período. Assim, embora no caso do Sporting CP o impacto apenas seja sentido em N+1, parece que os investidores não são alheios à divulgação de informação pelas SAD's.

Tabela 15 - Quantidades médias transacionadas por SAD por dia de evento

Dia de evento	SL Benfica	FC Porto	Sporting CP
<i>N-1</i>	7766,86	1746,26	1353,95
<i>N+1</i>	10276,68	2522,16	1546,11
<i>N+2</i>	6524,70	1918,68	1404,79
<i>N+3</i>	7568,02	1904,45	1110,78
<i>N+4</i>	6128,45	2112,56	1026,62
<i>N+5</i>	6556,50	2051,85	1139,82

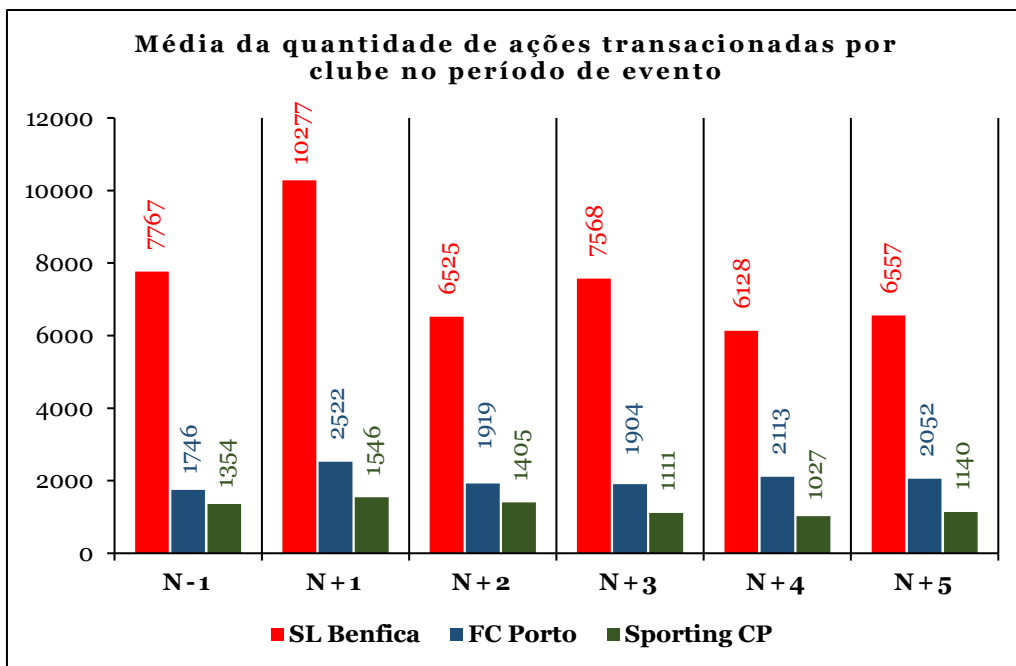


Figura 7 - Média da quantidade de ações transacionadas por clube no período de evento

6. Conclusão

O objetivo desta investigação foi analisar o impacto que a informação privilegiada divulgada por sociedades desportivas tem na cotação das suas ações. Para esse efeito estimaram-se os valores da rendibilidade anormal média e da rendibilidade anormal média acumulada das ações em redor da emissão de cada um destes comunicados. A base de dados utilizada inicia-se a 23 de maio de 2007 terminando em 7 de outubro de 2022 e é composta pela totalidade da informação privilegiada proveniente do Sport Lisboa e Benfica – Futebol, SAD, Sporting Clube de Portugal – Futebol, SAD e Futebol Clube do Porto – Futebol, SAD comunicada à CMVM.

A figura 8 ilustra a resposta destes títulos ao lançamento de comunicados denominados como positivos, ou seja, relativos a alterações contratuais com o treinador, venda de jogadores ou a contratos de direitos televisivos e aos considerados negativos, isto é, aos que diziam respeito a ações judiciais. Como se viu anteriormente estes valores são quase todos estatisticamente não significativos e com exceção de N-1, não configuram o padrão de resposta esperado (rendibilidades anormais positivas associadas a eventos positivos e negativas associadas a negativos).

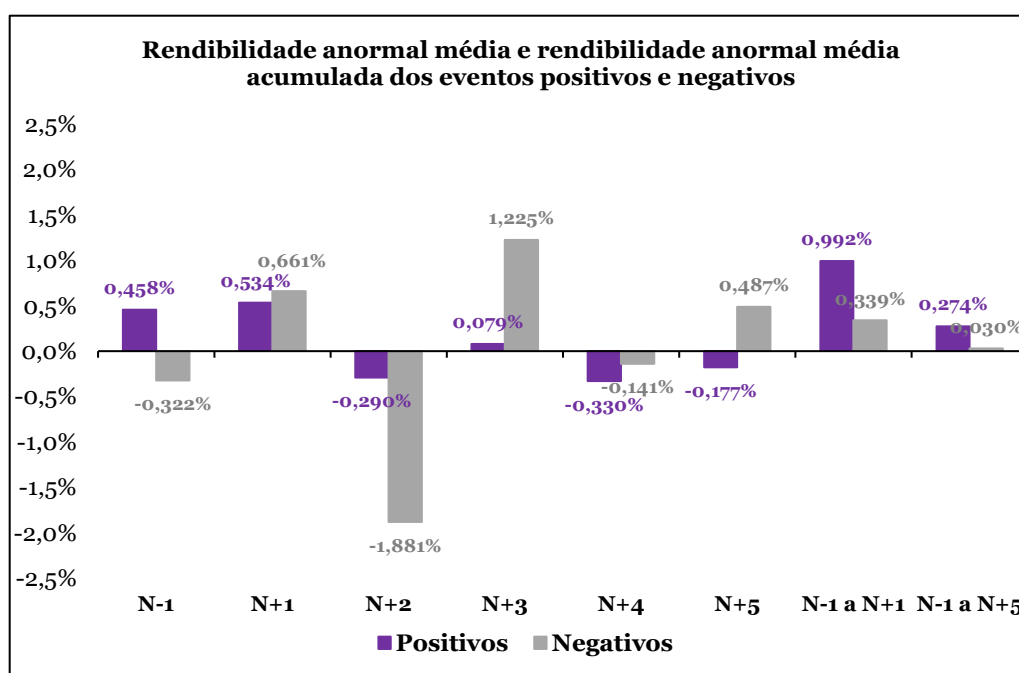


Figura 8 - Rendibilidade anormal média e rendibilidade anormal média acumulada dos eventos positivos e negativos

A figura 9 ilustra o acumular das rendibilidades anormais médias. Se é verdade que em nenhum momento a rendibilidade acumulada de eventos “negativos” ultrapassa a dos eventos “positivos”, também se constata que a rendibilidade acumulada para os eventos positivos para o período de 6 dias é baixa (após o máximo de quase 1% em N+1), mas para

os eventos negativos a rentabilidade acumulada é praticamente nula observando-se um comportamento muito irregular ao longo do período.

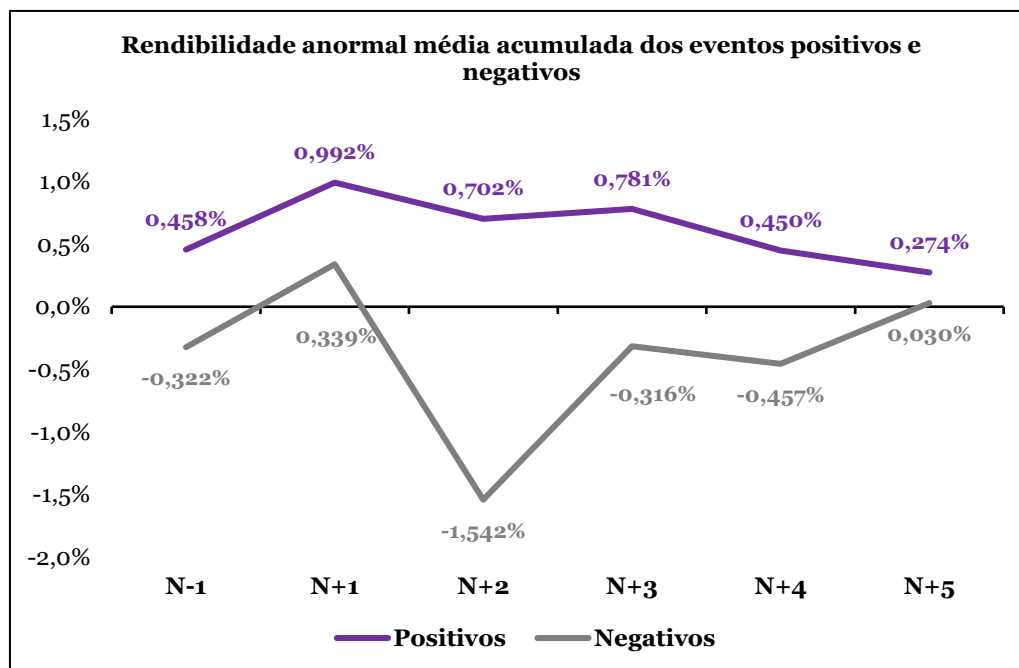


Figura 9 - Rendibilidade anormal média acumulada dos eventos positivos e negativos

Em suma, como a grande maioria dos resultados associados à classe de comunicados suscetíveis de impactarem positivamente a rentabilidade das cotações das ações se evidenciou como não estatisticamente significativa, tal como os associados à informação considerada com impacto negativo, reforça-se a conclusão de que a influência destas informações privilegiadas é bastante ténue nas cotações das ações das SAD's. Tal constatação ficou fortalecida após a análise a cada uma das três classes que compõem a categoria dos eventos positivos e restantes análises complementares.

Assim, os resultados encontrados acabaram por na sua maioria serem contrários aos de investigações passadas. Neste estudo, concluiu-se que após notícias alusivas a treinadores as rentabilidades das ações dos clubes assumem valores algo insignificantes, com o dia de maior impacto a ser, por norma, a véspera dessa notícia. Esta evidência contraria em grande medida as de estudos anteriores, como o de Brown & Hartzell (2001) que mostraram que as alterações de treinador nos Boston Celtics geraram impactos significativos mistos nas cotações das suas ações e o de Fotaki et al. (2007) que relatam que a contratação de treinadores tem impacto negativo nas cotações das ações dos clubes de futebol. Quanto às transferências, o efeito ténue identificado contrasta com Athanasios (2013), Bakker (2016) e Fotaki et al. (2021) que relatam que os preços das ações por norma sobem anormalmente depois da venda de um jogador e com Whitehead (2014) que concluiu que o potencial impacto das transferências sobre o valor das ações dos clubes é elevado,

mesmo as de baixo valor. Neste trabalho as AAR após as transferências, apesar de ligeiras, são positivas apenas no primeiro dia após a divulgação do comunicado e negativas nos restantes dias. Quando se dividiu a categoria das transferências em montantes envolvidos, as conclusões mostraram-se na sua maioria semelhantes às anteriores, excetuando-se nas transferências de montante superior a dez milhões de euros no primeiro dia posterior à divulgação, em que há uma rendibilidade anormal positiva e significativa. Uma possível explicação para o efeito muito ténue da divulgação de informação relevante sobre os preços deverá ser a muito baixa liquidez destes títulos, apesar de numa primeira análise, se ter detetado algum efeito da informação sobre as quantidades transacionadas.

No que diz respeito a limitações desta investigação destaca-se o facto de os comunicados terem sido categorizados individualmente, mas não terem sido avaliados através do conteúdo de forma a individualmente se verificar se correspondiam a boas, más ou notícias neutras. Foi também detetado que no caso da Sporting CP SAD, alguma da informação sobre transferências começou, a partir de certo ponto, a ser transmitida ao mercado de forma diferida, desvirtuando o objetivo de comunicação deste tipo de informação privilegiada. Por fim, considerou-se como adequado o “*market adjusted return*” como modelo para o cálculo das rendibilidades anormais. Trata-se de um modelo parcimonioso e razoável num mercado bolsista relativamente pequeno e para títulos cotados com baixa liquidez. De qualquer modo, outro modelo poderia conduzir a resultados diferentes.

Assim, como futura linha de investigação sugere-se a realização de mais estudos que englobem, analisem e comparem os impactos das informações privilegiadas noutros clubes de futebol com presença na bolsa de valores. Outras propostas futuras são comparar o impacto da informação privilegiada com o impacto dos resultados desportivos e categorizar cada comunicado tendo em conta o seu conteúdo como informação positiva ou negativa, avaliando posteriormente o seu impacto nas cotações das ações dos clubes.

7. Bibliografia

- Abuzayed, B. M. (2013). *Sport and emerging capital markets: Market reaction to the 2022 World Cup announcement*. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 6(2), 122–141.
- Ashton, J. K., Gerrard, B., & Hudson, R. (2003). *Economic impact of national sporting success: evidence from the London stock exchange*. *Applied Economics Letters*, 10, 783-785.
- Athanasios, D. (2013). *Market Reaction to Football Player Transfers in Europe*. [Master's Thesis]. Tilburg University.
- Bachelier, L. (1900). *Théorie de la Spéculation*, *Annales Scientifiques de l'É.N.S.* 3(17), 21-86.
- Bakker, D. (2016). *The effect of player transfers on stock prices: An event study on European listed football clubs*. [Master's thesis]. Tilburg University.
- Ball, R., & Brown, P. R. (2014). *Ball and Brown (1968): A Retrospective*. *The Accounting Review*, 89(1), 1–26.
- Becker-Olsen, K. L. (2003). *Questioning the Name Game: An Event Study Analysis of Stadium Naming Rights Sponsorship Announcements*. *International Journal of Sports Marketing & Sponsorship*, 5(3), 9-20.
- Bell, A. R., Brooks, C., & Markham, T. (2012). *Does Managerial Turnover Affect Football Club Share Prices?* SSRN Electronic Journal.
- Brown, G., & Hartzell, J. (2001). *Market reaction to public information: The atypical case of the Boston Celtics*. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 333–370.
- Carroll, D., Ebrahim, S., Tilling, K., Macleod, J., & Smith, G. D. (2002). *Admissions for myocardial infarction and World Cup football: Database survey*. *BMJ (Clinical research ed.)*, 325(7378), 1439–1442.
- Clark, J. M., Cornwell, T. B., & Pruitt, S. W. (2009). *The impact of title event sponsorship announcements on shareholder wealth*. *Marketing Letters*, 20(2), 169–182.

Connor, J. R., & Mazanov, J. (2010). *The inevitability of scandal: lessons for sponsors and administrators*. International Journal of Sports Marketing and Sponsorship, 11(3), 212-220.

Cornwell, T. B., Pruitt, S. W., & Clark, J. M. (2005). *The relationship between major-league sports' official sponsorship announcements and the stock prices of sponsoring firms*. Journal of the Academy of Marketing Science, 33(4), 401-412.

Cutler, D. M., Poterba, J. M., & Summers, L. H. (1989). *What moves stock prices?* Journal of Portfolio Management, 15(3), 4-12.

Dedman, E., & Lin, S. W. J. (2002). *Shareholder Wealth Effects of CEO Departures: Evidence from the UK*. Journal of Corporate Finance, 8(1), 81-104.

Duque, J., & Ferreira, N. (2005). *Explaining share price performance of football clubs listed on the Euronext Lisbon*. SSRN Electronic Journal.

Edmans, A., García, D., & Norli, O. (2007). *Sports Sentiment and Stock Returns*. The Journal of Finance, 62(4), 1967-1998.

Eissa, M., & Al Refai, H. (2018). *Mega-sports events and stock market returns: the case of the 2022 world cup*. Event Management, 22, 379-388.

EY (2022). *Sexta Edição do Anuário do Futebol Profissional Português*.

Fama, E. (1965a). *The Behavior of Stock-Market Prices*. Journal of Business, 38(1), 34-105.

Fama, E. (1965b). *Random Walks in Stock Market Prices*. Financial Analysts Journal, 21(5), 55-59.

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). *The Adjustment of Stock Prices to New Information*. International Economic Review, 10(1), 1-21.

Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. Journal of Finance, 25(2), 383-417.

Fama, E. (1991). *Efficient Capital Markets: II*. Journal of Finance, 46, 1575-1617.

Fotaki, M., Markellos, R., & Mania, M. (2007). *The Effect of Human Resources Turnover on Shareholder Wealth: Evidence from the UK Football Industry*. Athens University of Economics and Business, 1-21.

Fotaki, M., Kourtis, A., & Markellos, R., (2021). *Human Resources Turnover as an Asset Acquisition and Divestiture Process: Evidence from the UK Football Industry*. International Journal of Finance & Economics.

Frankel, J. A., & Meese, R. (1987). *Are Exchange Rates Excessively Variable?* NBER Macroeconomics Annual, 2, 117-153.

Fűrész, D. I., & Rappai, G. (2020). *Information leakage in the football transfer market*. European Sport Management Quarterly, 0(0), 1–21.

Galarza, M. S. (2021). *The Impact of Lockdown Announcements during the COVID-19 Crisis: An Event Study from the Portuguese Stock Market*. [Master's Thesis]. ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa.

Gannon, J., Evans, K. P., & Goddard, J. (2006). *The Stock Market Effects of the Sale of Live Broadcasting Rights for English Premiership Football*. Journal of Sports Economics, 7(2), 168-186.

Gerlach, J. (2011). *International Sports and Investor Sentiment: Do National Team Matches Really Affect Stock Market Returns?* Applied Financial Economics 21(12), 863-880.

Grossman, S., & Stiglitz, J. (1980). *On the impossibility of informationally efficient markets*. The American Economic Review, 70(3), 393-408.

Hanke, M., & Kirchler, M. (2013). *Football championships and jersey sponsors' stock prices: An empirical investigation*. The European Journal of Finance, 19(3), 228–241.

Hayduk, T. (2022). *Who benefitted from the PyeongChang Olympic announcement? Evidence from the South Korean stock market*. Journal of Sports Economics, 23(1), 39– 75.

Jeon, Y., McCurdy, T. H., & Zhao, X. (2021). *News as Sources of Jumps in Stock Returns: Evidence From 21 Million News Articles for 9000 Companies*. Journal of Financial Economics.

Kendall, M. (1953). *The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices*. Journal of the Royal Statistical Society (Series A-General), 116(1), 11-34.

Leeds, M. A., & von Allmen, P. (2011). *The Economics of Sport (4th ed)*. Addison-Wesley.

MacKinlay, A. C. (1997). *Event studies in economics and finance*. Journal of Economic Literature, 35(1), 13–39.

Mahajan, A., & Lummer, S. L. (1993). *Shareholder Wealth Effects of Management Changes*. Journal of Business Finance & Accounting, 20(3), 393-410.

Mazanov, J., Tenero, G. L., Connor, J. R., & Sharpe, K. (2012). *Scandal+football= a better share price*. Sport, Business and Management: An International Journal, 2, 92-114.

Mazodier, M., & Merunka, D. (2012). *Achieving brand loyalty through sponsorship: The role of fit and self-congruity*. Journal of the Academy of Marketing Science, 40(6), 807–820.

Mazodier, M., & Rezaee, A. (2013). *Are sponsorship announcements good news for the shareholders? Evidence from international stock exchanges*. Journal of the Academy of Marketing Science, 41, 586–600.

Mirman, M., & Sharma, R. (2010). *Stock market reaction to Olympic Games announcement*. Applied Economics Letters, 17(5), 463–466.

Morrow, S. (1999). *The New Business of Football: Accountability and Finance in Football*. Palgrave Macmillan UK, 1.

Niederhoffer, V. (1971). *The Analysis of World Events and Stock Prices*. The Journal of Business, 44(2), 193-219.

Peters, H. H. T. (2013). *Share Price Reactions to European Football Transfers*.

Pruitt, S. W., Pruittl, T. B., & Clark, J.M. (2004). *The NASCAR phenomenon: Auto racing sponsorships and shareholder wealth*. Journal of Advertising Research, 44(3), 281–296.

Renneboog, L., & Vanbrabant, P. (2000). *Share price reactions to sporty performances of soccer clubs listed on the London stock exchange and the AIM*. Tilburg University.

Roberts, H. (1959). *Stock Market "Patterns" and Financial Analysis: Methodological Suggestions*. Journal of Finance, 14(1), 1-10.

Roll, R. (1984). *Orange Juice and Weather*. The American Economic Review, 74(5), 861-880.

Ryan, P., & Taffler, R. (2004). *Are Economically Significant Stock Returns and Trading Volumes Driven by Firm-Specific News Releases?* Journal of Business Finance & Accounting, 31, 49-82.

Scherr, F. C., Abbott, A. B., & Thompson, M. (1993). *Returns when signals of value are frequent: the Boston Celtics*. Journal of Business and Economic Studies, 2, 69–83.

Schwarz, N., Strack, F., Kommer, D., & Wagner, D. (1987). *Soccer, rooms, and the quality of your life: Mood effects on judgements of satisfaction with life in general and with specific domains*. European Journal of Social Psychology, 17(1), 69–79.

Spais, G. S., & Filis, G. (2008). *Measuring stock market reaction to sponsorship announcements: The case of Fiat and Juventus*. Journal of Targeting, Measurement & Analysis for Marketing, 16(3), 169-180.

Veraros, N., Kasimati, E., & Dawson, P. (2004). *The 2004 Olympic Games announcement and its effect on the Athens and Milan stock exchanges*. Applied Economics Letters, 11(12), 749–753.

Wann, D. L., Dolan, T. J., McGeorge, K. K., & Allison, J. A. (1994). *Relationships between spectator identification and spectators' perceptions of influence, spectators' emotions, and competition outcome*. Journal of Sport and Exercise Psychology, 16, 347–364.

Whitehead, K. (2014). *The Impact of European Football Player Transfers on Share Price*. UVM Honors College Senior Theses, 13.

Zawadzki, K. M., & Potrykus, M. (2023). *Stock Markets Reactions to the Announcement of the Hosts. An Event Study in the Analysis of Large Sporting Events in the Years 1976-2032*. Journal of Sports Economics, 0(0).

Zuber, R. A., Yiu, P., Lamb, R. P., & Gandar, J. M. (2005). *Investor-fans? An examination of the performance of publicly traded English Premier League Teams*. Applied Financial Economics, 15(5), 305-313.