Lisbon School of Economics & Management
Universidade de Lisboa

LISBOA
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO

CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

O IMPACTO DO FAIR PLAY FINANCEIRO NO COMPORTAMENTO DO PREÇO DAS AÇÕES NOS CLUBES EUROPEUS

TOMÁS BANDEIRA BAIÃO GOMES

JUNHO-2025

MESTRADO

CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

O IMPACTO DO FAIR PLAY FINANCEIRO NO COMPORTAMENTO DO PREÇO DAS AÇÕES NOS CLUBES EUROPEUS

TOMÁS BANDEIRA BAIÃO GOMES

Orientação:

Inês Maria Galvão Teles Ferreira da Fonseca Pinto

JUNHO-2025

Resumo

Esta dissertação tem como principal objetivo analisar o impacto das sanções aplicadas pela UEFA, no âmbito do regulamento do *Fair Play* Financeiro, no comportamento do preço das ações dos clubes europeus.

Para avaliar de que forma o anúncio da aplicação destas sanções se reflete no preço das ações, utilizou-se a metodologia de estudo de eventos. Esta metodologia permite também identificar a existência de rendibilidade anormal no mercado, no período anterior e posterior ao momento da divulgação. A amostra contempla vinte eventos ocorridos entre 2013 e 2024, abrangendo clubes cotados em bolsa e de diferentes países europeus.

A análise foi realizada para três janelas temporais distintas - dez, vinte e sessenta dias em torno do evento – tendo os resultados revelado efeitos estatisticamente significativos em todas elas. Estes efeitos sugerem que o conteúdo informativo das sanções é significativo e que a sensibilidade do mercado a questões regulatórias, como o FPF, pode contribuir para efeitos persistentes ao longo do tempo. Tal pode ser explicado pela reduzida liquidez das ações, que dificulta um ajusto imediato dos preços e pode aumentar flutuações provocadas por esses eventos, bem como pelo comportamento emocional dos investidores, muitos dos quais são adeptos dos próprios clubes.

Adicionalmente, foi feito um estudo complementar que permitiu concluir que o impacto das sanções tende a refletir-se de forma mais rápida nos clubes com maior liquidez. Este resultado sugere que o ajustamento do mercado à nova informação está diretamente relacionado com o volume diário de transações de ações de cada clube.

Este estudo contribui para a compreensão da interação entre finanças, regulação e gestão desportiva, sendo relevante para todos os intervenientes atentos à sustentabilidade do futebol europeu.

Palavras-chave: Estudo de eventos, Futebol, Mercado de Capitais, Rendibilidade Anormal, UEFA

Abstract

This dissertation aims to analyse the impact of sanctions imposed by UEFA, under the Financial Fair Play regulations, on the behaviour of stock prices of European football clubs.

To assess how the announcement of these sanctions is reflected in stock prices, the event study test was applied. This methodology also makes it possible to identify the existence of abnormal returns in the market in the period before and after the disclosure. The sample comprises twenty events that occurred between 2013 and 2024, involving listed clubs from various European countries.

The analysis was carried out for three distinct time windows – ten, twenty, and sixty days around the event– with the results revealing statistically significant effects in all of them. These effects suggest that the informational content of the sanctions is significant and that the market's sensitivity to regulatory issues, such as FFP, may contribute to persistent effects over time. This may be explained by the reduced liquidity of the shares, which hinders immediate price adjustment and may intensify fluctuations in response to events, as well as by the emotional behaviour of investors, many of whom are supporters of the clubs themselves.

Additionally, a complementary study was carried out which allowed to conclude that the impact of sanctions tends to be reflected quickly in clubs with greater liquidity. This result suggests that the market adjustment to the new information is directly related to the daily trading volume of each club's shares.

This study contributes to the understanding of the interaction between finance, regulation, and sports management, being relevant to all stakeholders concerned with the sustainability of European football.

Keywords: Abnormal Returns, Capital Markets, Event Study, Football, UEFA

Agradecimentos

Mais uma etapa e mais uma vez concluída.

Gostaria de agradecer a todos aqueles que me acompanharam ao longo destes anos, pois foram cruciais para este desfecho.

Um especial obrigado à minha família, cujo apoio foi fundamental nestes dois anos. Ao meu pai agradeço por toda a exigência e por seres um exemplo do que eu me quero tornar. À minha mãe agradeço pelo apoio incondicional e, por fim, ao meu avô que é e sempre será o meu melhor amigo.

À minha namorada, agradeço por tudo o que sempre fez por mim, todo o apoio, todas as noites que não conseguia dormir por estar nervoso com o trabalho, mas lá estava ela para me acalmar. Sem ti nada disto teria sido possível. Como diz o nosso lema "daqui até à lua!"

Quero também agradecer à Professora Doutora Inês Pinto por toda a paciência ao longo destes seis meses, pelo conhecimento partilhado e pela constante disponibilidade para esclarecer dúvidas e prestar o seu apoio.

Por fim, gostaria de agradecer a todos os professores que me ajudaram nesta caminhada, ao ISEG por estes fantásticos cinco anos e aos meus amigos que sempre estiveram comigo em todos os momentos.

Um muito obrigado a todos!

Índice

Resumo I

Abstract II

Agradecimentos III

Índice IV

Índice de Figuras VI

Índice de Tabelas VI

Lista de Abreviaturas VII

1. Introdução 1

2. Revisão da Literatura 4

2.1. A evolução do Futebol 4

2.2. UEFA 6

2.3. Fair Play Financeiro 8

2.3.1. Regulamento Fair Play Financeiro 8

2.3.2. Club Financial Control Body 12

2.3.3. Implementação do Fair Play Financeiro 13

2.3.4. O Impacto do Fair Play Financeiro no Curto e Longo Prazo 15

2.4. Mercado de capitais 18

3. Dados e Metodologia 21

3.1. Dados 21

3.2. Metodologia 22

4. Resultados 25

4.1. Resultados por categoria 26

4.1.1. Impacto do FPF numa janela temporal de onze dias 26

4.1.2. Impacto do FPF numa janela temporal de vinte e um dias 26

4.1.3. Impacto do FPF numa janela temporal de sessenta e um dias 27

4.2. Volume diário de transações de ações 30

5. Conclusões 32

Referências Bibliográficas 35

Índice de Figuras

Figura 1 - Preço das ações da Juventus Football Club em 2023 20

Índice de Tabelas

TABELA I - DADOS DA AMOSTRA 22
TABELA II - ANÁLISE DE RETORNOS ANORMAIS E SIGNIFICÂNCIA ESTATÍSTICA PARA UMA JANELA TEMPORAL DE ONZE DIAS 26
TABELA III - ANÁLISE DE RETORNOS ANORMAIS E SIGNIFICÂNCIA ESTATÍSTICA PARA UMA JANELA TEMPORAL DE VINTE E UM DIAS 27
TABELA IV.1 - ANÁLISE DE RETORNOS ANORMAIS E SIGNIFICÂNCIA ESTATÍSTICA PARA UMA JANELA TEMPORAL DE SESSENTA E UM DIAS..... 28
TABELA IV.2 - ANÁLISE DE RETORNOS ANORMAIS E SIGNIFICÂNCIA ESTATÍSTICA PARA UMA JANELA TEMPORAL DE SESSENTA E UM DIAS..... 28
TABELA V - MÉDIA DE VOLUME DIÁRIO DE TRANSAÇÃO DE AÇÕES 30
TABELA VI - RESULTADOS DA ANÁLISE PARA CLUBES COM VOLUME DE NEGOCIAÇÃO INFERIOR À MÉDIA GLOBAL 31
TABELA VII - RESULTADOS DA ANÁLISE PARA CLUBES COM VOLUME DE NEGOCIAÇÃO SUPERIOR À MÉDIA GLOBAL 32

Lista de Abreviaturas

AAR - Rendibilidade Anormal Média

ACE - Associação de Clubes Europeus

AR - Rendibilidade Anormal

CAAR - Rendibilidade Anormal Média Acumulada

CFCB - *Club Financial Control Body*

FIFA - Federação Internacional de Futebol

FPF - Fair Play Financeiro

OLS - *Ordinary Least Square*

TAD - Tribunal Arbitral do Desporto

UEFA - União das Associações Europeias de Futebol

1. Introdução

O futebol representa muito mais do que uma atividade desportiva ou um simples entretenimento. Nos dias de hoje, é uma indústria global, com forte impacto económico, social e até político para alguns países como o nosso Portugal, cujos efeitos se estendem bem para além dos relvados. O crescimento do volume de receitas associadas a esta atividade, a internacionalização dos clubes e a entrada de investidores privados no capital social das sociedades desportivas mudaram significativamente o panorama do futebol europeu. Os clubes, em especial os de maior dimensão, passaram a operar como empresas cotadas, sujeitas às lógicas do mercado e sob o olhar atento de múltiplos *stakeholders* (Rohde & Breuer, 2017). Atualmente, um clube de futebol já não pode ser gerido apenas com base em decisões desportivas, como por exemplo contratar bons jogadores, escolher treinadores ou tentar ganhar títulos. Essas decisões têm de estar alinhadas com a realidade financeira e com um plano estratégico mais amplo, exigindo uma gestão cada vez mais profissional, transparente e sustentável.

O aumento dos custos operacionais, nomeadamente em salários e transferências de jogadores, e através da adoção de políticas financeiras de risco por parte dos clubes, por via de endividamento excessivo ou da dependência de capital externo, criou desigualdades estruturais entre clubes com maior e menor capacidade financeira (Muller et al, 2012; Vöpel, 2011). O agravamento do desequilíbrio orçamental de maior parte dos clubes também motivou uma resposta regulatória da União das Associações Europeias de Futebol (UEFA). Foi neste cenário que surgiu o conceito de *Fair Play* Financeiro (FPF), um conjunto de normas que visa reforçar a disciplina orçamental, promover a viabilidade a longo prazo dos clubes e limitar práticas consideradas lesivas para a concorrência e estabilidade do sistema (Franck, 2014; UEFA, 2018). A introdução deste regulamento marcou um ponto de viragem na forma como os clubes europeus passaram a encarar a sua sustentabilidade financeira.

O FPF, ao impor restrições à gestão financeira dos clubes e ao exigir o equilíbrio entre rendimentos e gastos relevantes, teve implicações diretas na dinâmica do futebol europeu, tanto no plano desportivo como no plano financeiro. A sua aplicação tem gerado grandes debates entre diferentes agentes do setor. Se por um lado é inegável o seu

contributo para maior rigor financeiro e controlo das contas dos clubes, por outro, surgem críticas quanto ao seu impacto na competitividade, com alguns autores como Birkhäuser et al (2019), Gallagher et al (2019) e Peeters e Szymanski (2014) a argumentarem que o regulamento beneficia os clubes já estabelecidos e dificulta a ascensão de novos projetos desportivos.

Desde que entrou em vigor, o FPF tem gerado interesse tanto a nível académico como a nível social. O seu impacto direto nos mercados financeiros permanece ainda inexplorado, sobretudo no que diz respeito ao preço das ações dos clubes cotados em bolsa. Trata-se de uma lacuna importante, tendo em conta que as decisões regulatórias da UEFA podem afetar de forma significativa a perceção dos investidores quanto à solidez financeira, reputação e perspetivas de futuro das sociedades desportivas envolvidas (Aglietta et al, 2010; Macie et al, 2020). Neste enquadramento, torna-se pertinente questionar se as sanções aplicadas pela UEFA por incumprimento do FPF são devidamente significativas nas cotações em bolsa, e de que forma os mercados reagem a tais eventos.

Esta dissertação pretende dar resposta a essa questão, através de uma análise empírica sobre o impacto das sanções do FPF no comportamento do preço das ações de clubes europeus. Recorre-se, para o efeito, à metodologia de estudo de eventos que permite identificar e quantificar rendibilidades anormais associadas a eventos específicos (Brown & Warner, 1985; Fama, 1970). Neste caso, o anúncio de sanções pela UEFA. A escolha desta abordagem justifica-se pela sua robustez estatística e pelo seu enquadramento ao objetivo central do estudo: perceber se os mercados reagem de forma eficiente e se a nova informação relevante reage rapidamente sobre os clubes, nomeadamente a relacionada com o cumprimento ou incumprimento do regulamento do FPF da UEFA.

Este estudo destaca-se não só pela sua componente técnica, mas também por juntar três áreas distintas: as finanças empresariais, a gestão desportiva e o regulamento. Analisar clubes de futebol como ativos financeiros exige uma compreensão alargada da realidade, onde o sucesso desportivo, a forma como os clubes são geridos e o enquadramento regulatório se interligam na relação como o mercado quantifica o valor do preço da ação. O impacto de uma sanção do FPF não se limita a questões jurídicas ou administrativas. Este pode afetar a reputação de um clube, o seu acesso a receitas

provenientes de competições europeias, o valor dos seus ativos, e, em última instância, a confiança dos investidores. Assim, ao investigar as reações do mercado a este tipo de eventos, esta dissertação contribui para a compreensão de um fenómeno complexo, mas cada vez mais relevante, no futebol profissional.

Os resultados obtidos podem ser úteis não apenas para os investidores que operam neste segmento de mercado, mas também para os próprios clubes, para os reguladores e para todos os que se preocupam com a transparência e sustentabilidade do futebol europeu. Em suma, importa reforçar que, sendo o futebol cada vez mais uma atividade de importância económica ao mais alto nível, a má gestão pode comprometer a sustentabilidade financeira dos clubes, afetar o valor das suas ações e resultar em sanções, tanto desportivas como económicas.

Nos capítulos seguintes, é apresentada uma revisão da literatura, na qual são analisados o contexto do futebol europeu, a UEFA, o respetivo regulamento, os mecanismos de supervisão, a Implementação do FPF e a sanção dos clubes, bem como teorias de vários autores que estudaram o efeito do FPF, a curto e longo prazo, nos clubes e nos mercados de capitais. De seguida, são descritos os dados da amostra e a metodologia utilizada. Na sequência, apresentam-se e analisam-se os resultados obtidos, com o objetivo de averiguar a existência de rendibilidades anormais associadas às sanções aplicadas pela UEFA. O trabalho conclui com as respetivas conclusões, nas quais se sintetizam os principais resultados do estudo, refletindo-se sobre as implicações e limitações.

2. Revisão da Literatura

2.1. A evolução do Futebol

O futebol[1] é para muitos considerado o desporto rei, não só pela quantidade de pessoas que o pratica como pelo modo como contribui para o desenvolvimento económico de um país. O futebol nasceu em Inglaterra, no século XIX. Devido à expansão britânica, este espalhou-se pela Europa, América do Sul e, eventualmente, pelo mundo inteiro. No final do século XIX, o desporto começou a profissionalizar-se, os jogadores começaram a receber salário, o que elevou o nível técnico e atraiu mais adeptos e praticantes (Corneta, 2023).

No continente Europeu estão presentes as maiores e melhores ligas, logo aquelas que são denominadas as mais competitivas e com as melhores equipas. Os melhores jogadores do mundo também jogam na Europa, isto porque são atraídos pela oferta de salários muito elevados e pelo nível alto de competitividade (Preuss et al., 2014). Verifica-se, mais recentemente, que o campeonato saudita está a mudar a hegemonia do futebol europeu, ao aliciar muitos jogadores com salários exorbitantes, com o objetivo de aumentarem tanto a competitividade como a dinâmica da indústria do futebol árabe.

O impacto económico deste desporto reflete-se nas receitas dos clubes de topo mundial. Como exemplo, um estudo feito pela Deloitte sobre a receita total dos vinte principais clubes geradores de maior receita em 2021/22, indica que nessa época o total gerado foi de 9,2 mil milhões de euros, o que significa um aumento de 13% em comparação com os 8,2 mil milhões de euros informados pelos clubes na época anterior (Deloitte, 2023). Esta receita provém de três grandes fontes: direitos televisivos, os patrocínios e a publicidade, e a organização de eventos desportivos de grande dimensão. No que respeita aos direitos televisivos, muitas ligas vendem os seus direitos de transmissão para redes internacionais em troca de contratos multimilionários. Por sua vez, os eventos de futebol de grande importância movimentam a economia local, atraindo o turismo, comércio e investimento. A níveis de patrocínios e publicidade, existem inúmeros exemplos de grandes marcas como a Nike, a Adidas e a Coca-cola, que

[1] História do Futebol: Origens e Evolução do Desporto

despendem quantias monetárias elevadas no desporto para expandirem cada vez mais a sua marca. Como consequência, o futebol, principalmente o europeu, tem-se transformado num negócio de grande importância, distinguindo-se pelos rendimentos que gera (Budzinski, 2014).

Como referido anteriormente, o futebol desempenha um papel significativo nas economias locais, uma vez que diversas cidades beneficiam diretamente dos eventos desportivos, dos rendimentos gerados pelos seus clubes e da afluência aos estádios. Por outro lado, o futebol, enquanto indústria, atrai a atenção de diversos agentes económicos, incluindo investidores, patrocinadores, credores e outros *stakeholders*, que frequentemente abordam o desporto como uma oportunidade de negócio e preveem retorno financeiro pelo capital investido (Miragaia, Ferreira, Carvalho, & Ratten, 2019). Este fenómeno é o reflexo da crescente profissionalização do setor, na qual as decisões financeiras e estratégicas dos clubes vão ao encontro das suas ambições desportivas.

A gestão financeira dos clubes continua a ser um desafio, principalmente no que diz respeito ao equilíbrio entre os rendimentos gerados, os gastos associados ao plantel e os investimentos em infraestruturas necessárias para a manutenção da competitividade. Este cenário tem levado a uma crescente preocupação com o impacto financeiro das decisões dos clubes, não só nas suas próprias operações, mas também nas cidades em que estão situados. A instabilidade financeira que muitos clubes enfrentaram ao longo da primeira década do século XXI, especialmente após a crise económica global de 2008, destacou a necessidade urgente de práticas de gestão mais responsáveis e sustentáveis (Budzinski, 2014). Assim, é fundamental que os clubes adotem uma abordagem estratégica e transparente na sua gestão financeira, não apenas para garantir a sua estabilidade financeira, mas também para preservar o seu papel no desenvolvimento social e económico onde operam (Miragaia et al., 2019). É importante referir que Andrea Agnelli, presidente da Juventus Football Club e da Associação de Clubes Europeus (ACE), avisou todos os intervenientes do futebol acerca dos desafios que a pandemia do COVID-19 iria provocar no setor, embora a indústria do futebol tenha continuado a crescer ao longo dos últimos anos (Público, 2020). As medidas restritivas impostas pelo Estado, com a intenção de conter a propagação do vírus, como por exemplo a proibição de público nos estádios, resultaram em quebras significativas das receitas associadas em

dia de jogos. Esta situação colocou uma pressão adicional sobre a gestão dos clubes e na estrutura do futebol europeu.

O futebol feminino tem mostrado um crescimento constante ao longo dos anos, sendo que muitos clubes já têm equipas femininas a competir nos seus campeonatos nacionais e até mesmo em competições internacionais da UEFA (Masson, 2016). O futebol não é apenas um desporto, pois a sua capacidade de unir milhões de pessoas de diversas línguas, culturas e realidades, e transmitir valores como o *fair play* faz deste desporto um fenómeno social de enorme relevância. Para além de proporcionar um espetáculo, o futebol transmite emoção e arte que deve ser vivida pelos seus adeptos e jogadores.

2.2. UEFA

A UEFA[2] foi fundada em 15 de junho de 1954, através de uma reunião entre 28 associações, no hotel Euler, em Basileia, na Suíça. Nesta reunião foi acordada uma moção com o objetivo de se nomear uma comissão representativa desempenhada por um grupo escolhido pelas associações nacionais europeias. Esta comissão teria a responsabilidade de, em colaboração com a comissão anterior, desenvolver uma versão final dos estatutos e regulamentos. Essa versão seria desenvolvida com base nos projetos apresentados nas etapas anteriores e submetida à aprovação na próxima Assembleia Geral. Foram definidos alguns objetivos, como por exemplo a adoção de uma posição comum face à Federação Internacional de Futebol (FIFA)[3] que é uma entidade internacional que supervisiona o futebol mundial, com o principal objetivo de desenvolver, promover e regulamentar o futebol a nível global. Esta comissão, escolheu representantes da Europa para eventos da FIFA, decidiu a organização de uma competição europeia de quatro em quatro anos e tem ainda a incumbência de perceber e resolver todas as questões relativas ao futebol europeu.

A UEFA atualmente é constituída por federações nacionais de futebol de países europeus, incluindo a Federação Portuguesa de Futebol, que representa Portugal no panorama internacional. Enquanto representante das federações nacionais europeias, é responsável pela organização de nove competições entre seleções nacionais e quatro competições entre clubes do continente europeu (UEFA, 2022). Monitoriza ainda a gestão

[2] The birth of UEFA | UEFA.com
[3] Inside FIFA

de prémios, a criação de regulamentos e a negociação de direitos de transmissão, e é uma das seis federações que fazem parte da estrutura da FIFA. Estas federações desempenham um papel crucial na organização do futebol em cada país, através da supervisão das associações regionais e dos seus clubes afiliados. Este conjunto de associações regionais engloba desde os principais clubes profissionais até às pequenas equipas amadoras, com a verdadeira intenção de tornar o futebol mais competitivo (Budzinski, 2014).

A UEFA é a entidade máxima que organiza e regula o futebol na Europa. Trata-se de uma sociedade registada como empresa de acordo com o código civil suíço, afirmando-se neutra a nível político e religioso (UEFA, 2019). Para participarem nas competições da UEFA, os clubes devem estar licenciados e afiliados à organização, cumprindo rigorosamente os regulamentos, regras e leis por ela estabelecidos (Peeters & Szymanski, 2014). Budzinski (2014), numa das suas abordagens em relação à UEFA, refere que se considerarmos numa abordagem microeconómica, esta organização pode ser vista como um regulador interno no contexto do futebol europeu, desempenhando um papel central na definição e aplicação de regras que orientam a gestão e a competição entre clubes. A sua posição única no futebol europeu confere-lhe um estatuto quase monopolista, dado que é a única entidade responsável por organizar e controlar as principais competições de clubes e seleções no continente (Budzinski, 2014).

Neste momento, a principal estratégia passa pelo Unidos pelo Sucesso[4]. Karl-Erik Nilsson, primeiro vice-presidente e presidente do Comité de Direção estratégica UEFA, referiu através do site principal da UEFA que "*Até 2030, queremos ver mais pessoas a jogar todos os tipos de futebol, mais adeptos a acompanhar os jogos e mais receitas para reinvestir no desenvolvimento do jogo. Nesse sentido, Unidos pelo Sucesso irá detalhar medidas que garantam que o futebol masculino e feminino continuam a crescer cada vez mais.*" (UEFA, 2024). Esta é uma estratégia que pretende promover uma contribuição positiva na nossa sociedade através do futebol e melhorar o futuro do futebol europeu, tanto a nível social como a nível de sustentabilidade económico. Atualmente, a estratégia Unidos pelo Sucesso tem como um dos seus principais objetivos reforçar e modernizar o FPF, ao adaptá-lo aos desafios atuais do futebol europeu (UEFA, 2024). A UEFA pretende assegurar que os clubes europeus mantenham as suas finanças sustentáveis e

[4] Estratégia da UEFA: Unidos pelo Sucesso | UEFA.com

transparentes, para que não ocorram problemas relativamente ao FPF que irá influenciar os preços de ações e que o futebol europeu se torne um desporto competitivo e justo, sem investimentos anormais de forma a ganhar vantagem sobre outros clubes (UEFA, 2022).

2.3. Fair Play Financeiro

2.3.1. Regulamento Fair Play Financeiro

Desde 2011, a UEFA impôs um conjunto de regras financeiras que todos os clubes participantes nas suas competições devem cumprir. Estes regulamentos têm por objetivo assegurar a viabilidade financeira a longo prazo e a sustentabilidade dos clubes. Os clubes devem ser geridos de forma a atingirem o equilíbrio financeiro, evitarem défices excessivos no capital próprio, estabelecerem dívidas vencidas e, por último, assegurarem que têm condições e capacidade de continuidade (Morrow 2014; UEFA 2018).

No regulamento do FPF da UEFA (2018), segundo o art.º 2, nº1, estão presentes os seguintes objetivos principais:

a) Continuar a promover e a melhorar continuamente o nível de todos os aspetos do futebol na Europa e continuar a dar prioridade à formação e ao acompanhamento dos jovens jogadores em todos os clubes;

b) Garantir que os clubes tenham um nível adequado de gestão e organização;

c) Adaptar as infraestruturas desportivas dos clubes para proporcionar aos jogadores, aos espetadores e aos representantes dos meios de comunicação social instalações adequadas, bem equipadas e seguras;

d) Proteger a integridade e o bom funcionamento das competições de clubes da UEFA; e

e) Permitir o desenvolvimento de uma avaliação comparativa dos clubes em termos de critérios financeiros, desportivos, jurídicos, de pessoal, administrativos e de infraestruturas em toda a Europa.

Para além disso, no art.º 2, nº 2, constam outros objetivos mais específicos associados ao FPF. Primeiramente, melhorar a capacidade económica e financeira dos clubes, aumentando a sua transparência e credibilidade perante investidores, *partners* e

adeptos. Em segundo, garantir a devida proteção aos credores e assegurar que os clubes liquidam atempadamente as suas dívidas para com os trabalhadores, as autoridades sociais/fiscais, bem como outros clubes.

De igual modo, o regulamento visa introduzir mais disciplina e racionalidade nas finanças dos clubes de futebol. Isto é, condicionarem os clubes a dependerem dos seus próprios rendimentos, em vez de se autofinanciarem excessivamente com investimentos externos, e manterem um controlo responsável sobre os seus gastos, com o intuito de garantir a sustentabilidade do futebol a longo prazo (UEFA, 2018). Por outras palavras, a UEFA procurou limitar os clubes que pretendem participar nas suas competições, ao garantir regras justas tanto para aqueles que gerem as suas finanças de forma responsável como para os que adotam práticas menos sustentáveis (Caglio & Ottaviano, 2016; Dimitropoulos et al, 2016; Franck, 2014). Assim, qualquer clube que se qualifique para competições como a Liga dos Campeões e Liga Europa não só precisa de obter uma licença, como também tem de demonstrar que cumpre integralmente os requisitos do FPF, garantindo uma estrutura financeira estável, sólida e compatível com as exigências do futebol profissional atual (Budzinski, 2014; Caglio & Ottaviano, 2016).

Segundo a UEFA, as equipas que se qualificarem para as competições internacionais têm de apresentar as suas demonstrações financeiras auditadas, sempre explícito que os critérios estabelecidos são cumpridos. Como exemplo, o Olympique Lyonnais, no dia 17 de dezembro de 2024, foi punido pela Primeira Câmara do *Club Financial Control Body* (CFCB) da UEFA[5]. O clube não cumpriu com os requisitos principalmente no princípio da continuidade[6]. A UEFA deciciu multar com uma coima de mil euros pelos custos do processo e com uma desqualificação na Liga Europa 2024/2025, competição para qual o Lyon se tinha qualificado. A situação só se resolveria se o clube apresentasse, até 30 de janeiro de 2025, uma auditoria com uma opinião positiva sobre a sua continuidade. Por fim, o clube acabou por apresentar uma auditoria sem ressalvas, no dia 29 de janeiro de 2025, e manteve-se na competição. Antes da entrada em vigor do regulamento do FPF, os órgãos de gestão dos clubes substituíam frequentemente auditores das Big Four por auditores locais, o que comprometia a fiabilidade, o rigor e a precisão

[5] cfcb_decision_redacted_-_2024.12.17.pdf

[6] refere-se à assunção de que o clube continuará a operar num futuro previsível, sem intenção nem necessidade de encerrar ou reduzir significativamente a sua atividade.

da informação contabilística (Dimitropoulos et al, 2016; Silva et al, 2016). No entanto, estas demonstrações devem ser submetidas por auditores independentes e os dados devem ser apresentados com total transparência. Uma das formas de avaliar o risco nos negócios de futebol é perceber se os clubes conseguem apresentar os seus relatos financeiros dentro do tempo útil e de forma suficiente (Procházka, 2012).

Um dos principais objetivos do regulamento do FPF da UEFA é garantir o equilíbrio financeiro. Esta norma visa que os clubes se empenhem em atingir o limiar da rentabilidade, com base nos seus rendimentos e gastos relevantes. Assim, é necessário que esses rendimentos e gastos sejam equivalentes ao longo dos períodos de avaliação (UEFA, 2018). Segundo o artigo 57.º do regulamento do FPF, os rendimentos relevantes incluem receitas de bilheteira, patrocínios e publicidade, direitos de transmissão, atividades comerciais, solidariedade e prémios monetários da UEFA, outros rendimentos operacionais, lucros na alienação de registos de jogadores e ganhos resultantes da venda de ativos tangíveis. Incluem ainda alguns rendimentos financeiros, como resultados financeiros e variações cambiais. As quantias monetárias externas financiadas pelos acionistas não entram nos rendimentos relevantes pois não são utilizadas para pagar as despesas de um clube. A não ser que sejam referentes a atividades de desenvolvimento dos jovens talentos ou para infraestruturas (UEFA, 2018). Por outro lado, os gastos relevantes estão relacionados com o custo de venda de produtos e serviços, como alimentação, *merchandising*, material médico, equipamento desportivo, despesas com benefícios para os empregados. Outros gastos relevantes são perda na alienação e amortização/imparidade de registos de jogadores, outros gastos operacionais e, por fim, juros sobre empréstimos, descobertos bancários e distribuição de dividendos a acionistas (UEFA, 2018).

Todos os clubes qualificados para as competições da UEFA devem também cumprir com o conceito de *Break-Even* exigido pelo regulamento. O princípio fundamental deste conceito na UEFA é que aos gastos relevantes não podem superar os rendimentos relevantes em mais de cinco milhões de euros ao longo do período de monitorização. Em suma, os clubes devem garantir que não gastam além daquilo que conseguem gerar (Budzinski, 2014). O período de monitorização corresponde ao ano civil em que se iniciam as competições europeias, juntamente com os dois anos anteriores, totalizando três anos de análise financeira (UEFA, 2018). Isto significa que um clube pode

apresentar um desempenho abaixo do exigido num ou até em dois desses anos, desde que, na demonstração de resultados do período, os seus resultados cumpram os requisitos estabelecidos (Müller et al., 2012). No entanto, existe uma margem de tolerância de até trinta milhões de euros, desde que esse montante seja integralmente coberto por investimentos diretos de acionistas ou entidades associadas, permitindo aos clubes estabilizar financeiramente após eventuais dificuldades de gestão (UEFA, 2018). Importa referir que a UEFA tem vindo a reduzir progressivamente essa margem e pretende continuar a reduzir nas próximas revisões do regulamento (Franck, 2018).

O incumprimento dos requisitos do FPF pode resultar em diferentes sanções, desde multas e advertências até à exclusão das competições organizadas pela UEFA (UEFA, 2018). Dado que competições como a Liga dos Campeões, a Liga Europa e a Liga Conferência representam uma fonte significativa de receitas para os clubes, a impossibilidade de participar devido a irregularidades financeiras pode ter um impacto económico severo na saúde financeira destes (Calahorro-López et al., 2022). O respeito pelas regras financeiras é essencial para evitar práticas de gestão irresponsáveis que possam comprometer a estabilidade dos clubes. Quando estes critérios não são cumpridos, os impactos vão além da UEFA pois afetam jogadores, credores e adeptos (Budzinski, 2014; Franck, 2014). Os atrasos salariais, dívidas não pagas e dificuldades operacionais podem gerar desconfiança e prejudicar toda a estrutura do futebol. Além disso, problemas financeiros nos clubes podem afetar a economia local, especialmente em cidades onde o futebol desempenha um papel central (Storm & Nielsen, 2012). Assim, o cumprimento das normas protege todos os envolvidos no futebol.

No entanto, em relação ao sistema de licenciamento, no regulamento atualizado, os clubes que garantem a qualificação para as competições internacionais da UEFA com base no mérito desportivo devem obter, por meio da sua federação correspondente, a licença necessária (Müller et al., 2012; UEFA, 2018). Para obter a licença, os clubes devem demonstrar conformidade com um conjunto de critérios organizados em cinco grandes áreas: desportiva, infraestrutura, gestão administrativa e de recursos humanos, legal e financeira. No âmbito financeiro, um dos aspetos mais críticos é a obrigação de não possuir dívidas pendentes (Caglio & Ottaviano, 2016; Müller et al., 2012). Este requisito aplica-se, em primeiro lugar, a pagamentos devidos a outras equipas. Assim, os clubes precisam de comprovar que não têm montantes em atraso decorrentes de

transferências realizadas até 31 de dezembro do ano anterior (UEFA, 2018). Além disso, o licenciamento exige que a entidade não tenha qualquer débito vencido relativamente a salários, prémios, direitos de imagem ou outros benefícios dos seus jogadores e funcionários, incluindo equipa técnica, staff administrativo e pessoal de apoio. Esse compromisso deve ser validado pelas autoridades competentes, garantindo que, até à data de 31 de março, não existem salários em atrasos referentes a períodos anteriores (UEFA, 2018). Por outro lado, o regulamento da UEFA também determina que os clubes cumpram as suas responsabilidades fiscais e contributivas, ao garantirem que não existem dívidas pendentes junto das entidades tributárias ou da segurança social. O não cumprimento destes critérios pode resultar na negação da licença e, consequentemente, na impossibilidade de participar nas competições europeias (UEFA, 2018).

2.3.2. Club Financial Control Body

Em conjunto com o FPF, a UEFA instituiu o CFCB como órgão encarregado de supervisionar a fiabilidade dos relatórios financeiros apresentados pelos clubes. Este também tem a responsabilidade de avaliar o cumprimento das normas estabelecidas pelo FPF ao assegurar que os critérios financeiros são rigorosamente observados (Dimitropoulos & Koronios, 2018; Franck, 2014; UEFA, 2018). O CFCB detém a autoridade para impor sanções em casos de violação do regulamento, quer no âmbito do licenciamento de clubes, quer no cumprimento das regras do FPF. As decisões proferidas por este órgão são passíveis de recurso exclusivamente junto do Tribunal Arbitral do Desporto (TAD), garantindo um processo de contestação especializado e independente (UEFA, 2024).

De acordo com o artigo 14.º, n. º6, do regulamento do CFCB, no final das liberações, a Primeira Câmara – que atua como o principal órgão de investigação e decisivo para questões financeiras e de licenciamento no âmbito do FPF, garantindo que os clubes mantenham práticas financeiras responsáveis – pode, por decisão do Presidente, Vice-presidente ou outro membro designado, tomar uma das seguintes medidas:

- Arquivar o processo;
- Aceitar ou recusar a participação do clube na competição da UEFA em questão;
- Aprovar ou rejeitar um pedido de exceção à regra dos três anos; ou

- Ainda aplicar sanções disciplinares ao arguido, em conformidade com o presente regulamento.

Depois de tomada a decisão, segundo o artigo 12.º deste regulamento, os clubes são notificados da decisão por correio eletrónico, correio registado ou fax. O artigo 15.º do regulamento do CFCB estabelece que os acordos podem determinar as obrigações que o acusado deve cumprir, incluindo eventuais sanções disciplinares e, se necessário, um calendário específico para a sua execução. Cabe ao investigador-chefe do CFCB acompanhar e garantir que o acordo seja implementado de forma adequada e dentro dos prazos estabelecidos. Caso o acusado não cumpra os termos acordados, o investigador-chefe deverá remeter o caso à câmara adjudicatória para uma decisão formal (UEFA, 2024). Em relação ao artigo 18.º, este diz-nos que os clubes que pretendam recorrer de uma decisão da Primeira Câmara devem apresentar uma declaração formal por escrito à Câmara de Recursos no prazo de três dias após a emissão da decisão fundamentada. Além disso, no máximo cinco dias a contar do termo do prazo, os clubes devem submeter as razões escritas e detalhadas que justificam o recurso (UEFA, 2024). No final, a Câmara de Recurso pode tomar decisões, sendo todas elas definitivas, como:

- Arquivar o processo;
- Manter, alterar ou anular a decisão da Primeira Câmara; ou
- Aceitar ou rejeitar a admissão do clube na competição da UEFA em causa e/ou impor medidas disciplinares em conformidade com as seguintes regras.

As sanções aplicadas aos clubes não ocorrem numa data fixa universal, uma vez que o processo segue ciclos regulatórios e prazos específicos de avaliação (UEFA, 2024). Nos momentos decisivos do calendário desportivo, como a participação em competições da UEFA, é fundamental que os clubes sejam informados com antecedência sobre eventuais penalizações que possam comprometer a sua presença. Por isso, decisões deste tipo devem ser tomadas antes do início da temporada ou da respetiva competição. As sanções de natureza financeira ou estrutural podem ser aplicadas em qualquer altura, dependendo das circunstâncias e da gravidade das infrações cometidas (UEFA, 2024).

2.3.3. Implementação do Fair Play Financeiro

A UEFA estava muito preocupada com a crescente instabilidade financeira no futebol europeu. O aumento descontrolado dos gastos, sobretudo em elevados salários e

transferências milionárias, levou a que muitos clubes registassem défices sucessivos e acumulassem níveis de endividamento cada vez maiores (Müller et al, 2012; Franck, 2014). Isto, porque os clubes apostavam mais no plano desportivo do que no plano financeiro, para competirem ao mais alto nível (Szymanski & Peeters, 2014). Essa estratégia poderia trazer retorno dentro de campo caso resultasse na conquista de títulos nacionais e internacionais ou no cumprimento dos objetivos desportivos. No entanto, implicava riscos significativos, uma vez que não havia garantias de retorno financeiro suficiente para cobrir os elevados investimentos realizados (Budzinski, 2014; Dimitropoulos & Scafarto, 2020). Consequentemente, alguns clubes enfrentaram défices de liquidez e não puderam pagar a outros clubes ou aos seus jogadores, como por exemplo, o Valência CF em 2009[7] e o Liverpool no início dos anos 2000[8].

Com o investimento externo, por parte de investidores privados, nos clubes de maior dimensão, o fosso entre estes e os clubes de menor dimensão aumentou de forma significativa (Rohde & Breuer, 2016). Em 2011, o futebol europeu era dominado por um conjunto restrito de clubes de elite, constituído por cerca de dez clubes (Real Madrid, FC Barcelona, Manchester United, Bayern Munique, Arsenal, Chelsea, AC Milan, Liverpool, Inter de Milão e Juventus Football Club), intitulados como os "Intocáveis" devido ao seu poder económico e desportivo (Deloitte, 2011). Os clubes com proprietários ricos, como o Paris Saint-Germain, o Chelsea FC e o Manchester City começaram a gastar quantias exorbitantes de dinheiro privado para reforçar as suas equipas. Por conseguinte, quanto mais elevada for a disponibilidade financeira, maior é a capacidade dos clubes para investir em jogadores de maior qualidade e de pagar-lhes salários elevados. Este ciclo chamado "círculo virtuoso" do futebol favorece uma concentração de títulos e dinheiro nos mesmos clubes, dificultando o surgimento de novas equipas de topo ou uma competição saudável entre os clubes de diferentes escalões financeiros (Calahorro-López et al., 2022; Lago et al., 2004). Essa desigualdade acaba por comprometer a competitividade das ligas e do próprio campeonato. Este problema acontece precisamente no campeonato francês, sendo o PSG campeão nacional em quase todas as épocas. No entanto, este cenário levou muitos outros clubes a ultrapassarem os limites dos seus orçamentos, ao gastarem mais do que o previsto para poderem competir pelos melhores

[7] Valencia debate-se com problemas financeiros - Empresas - Jornal de Negócios
[8] Lágrimas e erro de R$ 2,4 bilhões: jornal lembra como começou 'pior acordo da história' do Liverpool - ESPN

jogadores disponíveis no mercado (Müller et al., 2012). As análises anuais da Deloitte (2013) indicavam que a situação nas principais ligas da Inglaterra, Alemanha, Espanha, Itália e França estava, de facto, a tornar-se ainda mais dramática, com a crescente desigualdade financeira entre os clubes.

Embora o financiamento por parte de investidores com grande poder económico não seja uma prática recente no futebol, este fenómeno tornou-se mais evidente nas últimas duas décadas, à medida que o dinheiro injetado no futebol aumentou consideravelmente (Rohde & Breuer, 2017). Segundo Plumley (2018), esses investidores, muitas vezes chamados de "*sugar daddies*", destinam grandes quantias de recursos aos clubes em que passam a ter participação, com o objetivo de alcançar prestígio e sucesso desportivo, muitas vezes sem considerar os impactos financeiros negativos dessas iniciativas. Foi em resposta à crescente preocupação com o fenómeno denominado "*financial doping*" que a UEFA decidiu implementar os seus próprios regulamentos e normas de FPF com o intuito de regular as finanças dos clubes que competem nas suas competições (Freestone & Manoli, 2017).

Em resposta à crescente preocupação com a instabilidade financeira do futebol europeu, como referido anteriormente, a UEFA adotou em 2009 o conceito de FPF, como um conjunto de regras criado para garantir a estabilidade financeira dos clubes de futebol europeus e como uma extensão do licenciamento previamente estabelecido pela UEFA para os clubes que pretendem competir nas suas competições (UEFA, 2018). Esta iniciativa foi vista como uma das maiores intervenções regulatórias no futebol desde a Lei de Bosman, em 1995. O Comité Executivo da UEFA, no dia 21 de setembro de 2009, aprovou a implementação do conceito, com o objetivo de promover uma maior justiça financeira tanto nas competições europeias como nos clubes e assegurar a sustentabilidade do futebol no longo prazo (UEFA, 2018).

2.3.4. O Impacto do Fair Play Financeiro no Curto e Longo Prazo

A implementação do FPF gerou impactos distintos no curto e longo prazo, sendo que afetou tanto a estrutura competitiva das ligas como a gestão financeira dos clubes.

No curto prazo, a introdução do FPF provocou uma mudança significativa na gestão financeira dos clubes. Como demonstrado por Dimitropoulos e Scafarto (2020), os clubes italianos alteraram o seu modelo de negócio através de uma estratégia baseada

em elevados gastos salariais para um modelo mais eficiente e focado na negociação de jogadores. Essa mudança levou a uma redução dos défices e a um aumento do equilíbrio financeiro de curto prazo (Dimitropoulos & Scarfato, 2020). Da mesma forma, há autores que utilizaram dados das cinco principais ligas europeias (liga inglesa, espanhola, alemã, italiana e francesa), durante o período de 2008 a 2016, e indicam que, após a implementação do FPF, houve uma menor propensão de clubes a reportar perdas financeiras (Ahtiainen et al., 2022; Birkhäuser et al., 2019; Plumley et al., 2018). Contudo, os impactos não foram homogéneos em todas as ligas. Enquanto a liga espanhola registou um efeito positivo significativamente na capacidade de lucro dos clubes, as ligas inglesa e alemã apresentaram evidências fracas nesse sentido (Plumley et al., 2018). Nas ligas francesa e italiana o efeito foi insignificante (Ahtiainen & Jarva, 2016). Segundo o estudo de Ottaviano (2017), diferente de Ahtiainen e Jarva (2016), antes da introdução do FPF, havia sinais de uma bolha financeira em várias ligas, principalmente nas cinco principais ligas referidas anteriormente, mas mudanças positivas na direção esperada após a aplicação do regulamento foram observadas de forma clara apenas em França e Alemanha. Este refere que o FPF contribuiu para a estabilização financeira de algumas ligas sem alcançar uma sustentabilidade global.

No que diz respeito à competitividade, os efeitos de curto prazo também foram controversos. Enquanto Freestone e Manoli (2017) argumentam que não houve uma redução no equilíbrio competitivo da liga inglesa. Plumley et al. (2018) identifica um declínio significativo na competitividade nas ligas espanhola, alemã e francesa. Isto porque devido à limitação do investimento externo, os clubes pequenos não conseguem competir contra os clubes de elite. Conjuntamente, estudos como os de Madden, Drut e Raballand (2012) sugerem que a ausência de injeções financeiras externas pode afetar negativamente o bem-estar dos adeptos, jogadores e proprietários. Long (2012) ilustrou exemplos de como o FPF teve efeitos significativos na concorrência entre clubes, jogadores e até patrocinadores. Um inquérito realizado junto dos adeptos europeus de futebol indicou que existe um forte apoio aos objetivos do conceito, embora não se acredite que a UEFA aplique as regras de forma rigorosa (Hovemann & Lammert, 2011). Esta contradição entre o apoio aos princípios da regulação e a dúvida quanto à sua aplicação revela uma perceção de falta de credibilidade do FPF entre os adeptos, sobretudo no que diz respeito à transparência e consistência no processo de sanção. A

redução dos investimentos externos limita a capacidade dos clubes mais pequenos de competir a longo prazo, forçando-os a adotar estratégias alternativas de financiamento que nem sempre são eficazes (Pumley et al, 2018). Birkhäuser (2019) reforça esta visão, indicando que, contrariamente às expectativas de que a competição tanto nas ligas como nas competições internacionais fossem mais equilibradas e mais justas, o FPF pode ter acentuado o desequilíbrio entre os clubes, favorecendo as equipas mais ricas.

No longo prazo, o FPF parece consolidar ainda mais o domínio dos clubes de elite. A regra do equilíbrio financeiro reduziu os gastos salariais, mas também aumentou a vantagem competitiva dos clubes de topo (Peeters & Szymanski, 2014; Preuss et al, 2014). Essa ideia é reforçada por Sass (2014), que aponta para um facto empírico no qual os clubes com mais sucesso atraem mais receitas, aumentando ainda mais a sua posição dominante. Do mesmo modo, Vöper (2011) argumenta que a aplicação do FPF pode levar à formação de um oligopólio no futebol, onde os clubes tradicionalmente fortes reforçam continuamente a sua posição devido às receitas da Liga dos Campeões e da Liga Europa.

Ao contrário de todas as críticas relativas ao FPF, há autores que acham que o regulamento do FPF, apesar de incompleto e complexo, veio ajudar o futuro do futebol. Calahorro-López, Ratkai e Fernández-Uclés (2024) destacam o caso da liga espanhola, onde a introdução do regulamento levou a uma diminuição significativa das dívidas e a um crescimento das receitas e capitalização dos clubes. Esse efeito estabilizador também foi observado no futebol checo, uma vez que a aplicação de regras mais rigorosas mitigou os riscos financeiros enfrentados pelos clubes (Procházka, 2012). Franck e Lang (2013) argumentam que o FPF pode aumentar o bem-estar dos clubes em certas condições. Estes autores destacam que mais da metade dos clubes da primeira divisão europeia registaram perdas líquidas, o que indica que esses clubes não são avessos ao risco e continuam a gastar mesmo sem garantias financeiras. Dado esse cenário, os autores sugerem que, num ambiente económico incerto, como aquele influenciado por receitas variáveis ou pelo impacto de prémios como os da Liga dos Campeões, os regulamentos do FPF podem contribuir para um bem-estar maior ao impor limites aos gastos excessivos e isso leva a uma maior estabilidade financeira dos clubes. Para além disso, os autores apontam que o FPF não deve ser analisado apenas do ponto de vista económico, mas também jurídico, considerando possíveis implicações legais relacionadas à concorrência e à regulamentação do futebol na Europa (Franck & Lang, 2013).

2.4. Mercado de capitais

O mercado de capitais no futebol europeu caracteriza-se por barreiras de entrada reduzidas, baixa rentabilidade e uma diversidade significativa de proprietários, cada um com objetivos e estratégias distintas (Rohde & Breuer, 2017). Desde o início do século XXI, há cada vez mais clubes a alterarem a sua propriedade de gestão com o aumento do envolvimento de investidores privados no mercado e devido aos incentivos económicos que estes facultam, sendo que estes investidores têm alterado o panorama competitivo ao levarem a cabo uma maior profissionalização da gestão desportiva e financeira (Plumley et al., 2018; Wilson, Plumley, & Ramchandani, 2013). Existem casos como o do Chelsea FC, do Manchester City e do Paris Saint Germain que são bons exemplos de clubes que beneficiaram de injeções financeiras, pois estes começaram a conquistar campeonatos nacionais e a competirem ao mais alto nível europeu nos anos seguintes (Rohde & Breuer, 2017). A introdução das regras do FPF pela UEFA na época 2013/14 não só visa criar um equilíbrio financeiro nos clubes como também reduzir a dependência excessiva dos clubes em investimentos privados (Franck, 2014; Peeters & Szymanski, 2014). Neste tipo de mercado, os investidores têm a função de identificar a valorização real dos ativos, a ação[9] está subvalorizada ou sobrevalorizada, e ajudar a estabilizar os preços das ações, tomando decisões informadas que refletirão o verdadeiro valor dos clubes, em vez de se deixarem levar por emoções ou rumores do mercado (Abdreff & Drut, 2010). No entanto, o valor de um clube está fortemente ligado a dois critérios de avaliação incertos, como o seu desempenho desportivo e os potenciais ganhos ou perdas resultantes do mercado de transferências de jogadores, muitas vezes imprevisível e volátil (Kuper & Szymanski, 2009). Esta dependência torna mais difícil determinar o verdadeiro valor de um clube e, em consequência, os investidores não conseguem equilibrar o preço das ações criando-se um cenário de grande instabilidade (Abdreff & Drut, 2010).

No futebol europeu, existem três formas principais de estrutura jurídica dos clubes: as associações de membros, as sociedades por quotas e as sociedades anónimas (Franck, 2010). As associações de membros são o modelo mais tradicional, onde o clube pertence aos seus sócios. Na Alemanha, este modelo ainda domina, com exemplos como o Schalke 04 e o VfB Stuttgart (Aglietta et al, 2010). Em Espanha, apenas o Real Madrid,

[9] representam uma fração do capital social das sociedades desportivas, cuja emissão visa captar recursos financeiros através de capital de risco (Maci, Pacelli, D' Apolito, 2020)

o FC Barcelona, o Osasuna e o Athletic de Bilbao mantiveram a estrutura de associação de membros, porque o objetivo do regulador espanhol era reduzir o endividamento elevado e descontrolado das equipas espanholas, na década de 90 (García & Rodríguez, 2003). Em Inglaterra, por outro lado, a maioria dos clubes já tinha sido convertida em sociedades anónimas no final do século XIX (Leach & Szymanski, 2015). Importa ainda destacar que a UEFA impõe limites aos investidores, proibindo que detenham mais do que um clube nas suas competições (UEFA, 2016).

Nos mercados de capitais, a formação de preços das ações reflete os valores monetários aos quais os investimentos podem ser transacionados a preços correntes (Maci, Pacelli & D' Apolito, 2020). A transação de títulos de capital gera potenciais fluxos de caixa para o acionista, seja através do recebimento de dividendos ou da obtenção de mais-valias. Nesta perspetiva, as mais-valias acontecem quando, no momento da venda, o preço das ações é superior ao valor pelo qual foram compradas. O preço de mercado das ações é determinado pelo equilíbrio entre oferta e procura. Segundo Maci et al (2020), as ações de clubes de futebol, como qualquer outro ativo, tendem a valorizar-se quando há uma expetativa de aumento dos *cash flows* futuros. Contudo, diferente de uma empresa noutro setor de mercado, estes autores referem que os clubes aumentam o risco de investimento devido à volatilidade associada ao desempenho de resultados desportivos e títulos, sendo estes imprevisíveis em campeonatos mais competitivos. Estudos como os de Renneboog & Van Brabant (2000), Palomino et al. (2008) e Bell et al. (2009), confirmam que os resultados desportivos influenciam fortemente o valor das ações dos clubes. O Borussia Dortmund, no dia 16 de janeiro de 2025, viu as suas ações caírem após a derrota no campeonato alemão. Esta descida foi um dos recordes mais baixos do clube com a ação a valer 2,81 euros e as razões foram esta derrota e a sua péssima campanha desportiva ao longo de toda a época atual[10]. Outros acontecimentos imprevisíveis que aumentam o risco são as lesões de jogadores, que acabam por prejudicar no rendimento desportivo e, em casos de ineficiência operacional, problemas de FPF que após noticiado pela UEFA e, mais tarde, o pagamento da multa e a exclusão de participação em competições internacionais baixam automaticamente o preço da ação do clube (Maci, Pacelli & D' Apolito, 2020). No dia 28 de julho de 2023, a UEFA confirmou a exclusão da Juventus Football Club das competições europeias para a época 2023/2024, devido ao

[10] Ações do BVB caem para mínimos de dez anos

incumprimento das regras do FPF e de outras normas de licenciamento[11]. Após a exclusão do clube italiano das competições europeias as ações registaram uma queda significativa como podemos ver na Figura 1, em baixo.

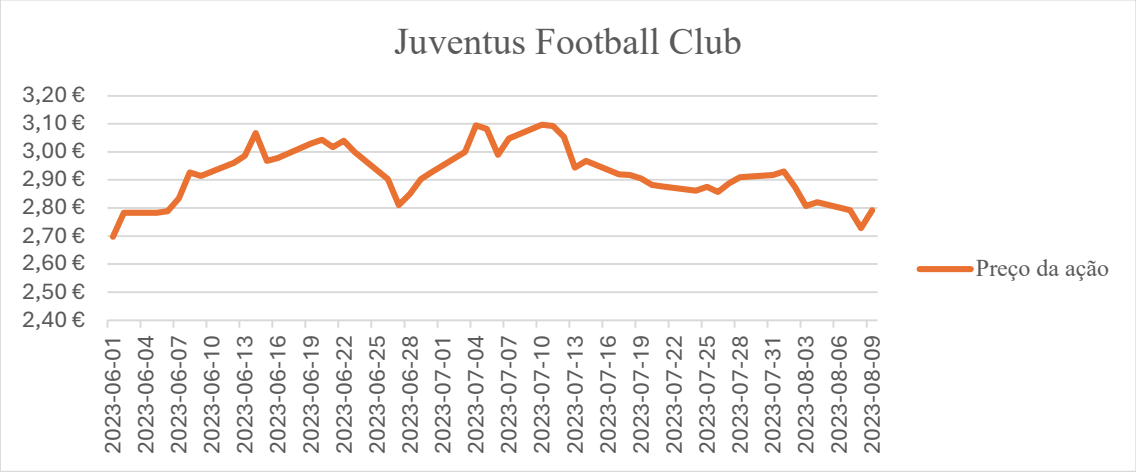

Figura 1 - Preço das ações da Juventus Football Club em 2023

Fonte: Investing.com[12]

Os resultados de um clube de futebol cotado em bolsa podem ter um grande impacto no valor das suas ações, o que pode ser justificado, muitas das vezes, irracionalmente, pela emoção ou pela lógica de que as ações de um clube aumentam consoante as vitórias ou as conquistas ao longo da época e os ativos do clube (Maci, Pacelli & D'Apolito, 2020). Por um lado, há os investidores que, também adeptos, reagem de imediato aos bons e maus momentos do clube, e por outro, há aqueles que analisam o impacto que o sucesso desportivo tem nos ativos do clube, como a valorização dos jogadores, da marca e o aumento das receitas de patrocínios, publicidade e direitos televisivos, especialmente quando há competições internacionais da UEFA envolvidas. No entanto, como referem os autores, a obtenção de um bom resultado desportivo não significa automaticamente um bom desempenho no mercado financeiro. Para um crescimento sustentável, é crucial que o clube tenha uma gestão equilibrada e responsável, como dita os critérios do regulamento do FPF da UEFA (UEFA, 2018). Contudo, no curto prazo, os investidores focam-se muito no sucesso desportivo. Palomino et al. (2009) sugerem que os investidores no futebol inglês deveriam usar as probabilidades das casas

[11] Oficial: Juventus excluída das competições europeias por um ano - Juventus - Jornal Record

[12] Juventus Stock Price History - Investing.com

de apostas como referência para estratégias de investimento a curto prazo, uma vez que estas se têm mostrado bastante fiáveis na previsão dos resultados dos jogos. No longo prazo, os investidores priorizam projetos como o desenvolvimento de centro de formação e a aposta nos jovens talentos ao integrá-los no plantel principal (Rohde & Breuer, 2017). Dimitropoulos e Tsagkanos (2012) estudaram o impacto da governação no desempenho financeiro dos clubes, através de um modelo de regressão de efeitos fixos, e concluíram que quando os gestores e os investidores assumem um papel ativo, isso tem um efeito positivo na estabilidade financeira.

Wilson et al. (2013) realizaram um estudo para comparar o desempenho financeiro dos clubes da Premier League cotados em bolsa com aqueles que pertencem a investidores privados, sejam eles nacionais ou estrangeiros. Estes usaram análises estatísticas de correlação, testes ANOVA e testes post hoc, e concluíram que os clubes cotados em bolsa são mais eficientes financeiramente. Por outro lado, os clubes controlados por investidores estrangeiros costumam ter um desempenho desportivo melhor do que clubes cotados em bolsa nas competições nacionais (Rohde & Breuer, 2016). Em suma, pode-se concluir que a introdução das regras do FPF da UEFA vieram melhorar a regulamentação do mercado de capitais, tendo um impacto significativo na competitividade nas ligas nacionais e na estrutura financeira dos clubes (Peeters & Szymanski, 2014; UEFA, 2018).

Nos próximos capítulos, o foco será a análise de um estudo de eventos para entender o impacto do FPF na valorização das ações de um clube cotado na bolsa de valores.

3. Dados e Metodologia

3.1. Dados

O FPF tem sido uma preocupação crescente, ao longo dos anos, e, por isso, a UEFA, regulamento após regulamento, tem adotado objetivos cada vez mais rigorosos. Como referido anteriormente, o objetivo da implementação do FPF é que os clubes garantam sustentabilidade financeira ao priorizarem o plano financeiro em detrimento do plano desportivo. Como visto no capítulo anterior, não há um período certo para um clube ser sancionado, logo o clube pode ser notificado e sancionado a qualquer momento. Por exemplo, o Futebol Clube do Porto foi sancionado no dia 9 de junho de 2017, já a época

tinha terminado. Enquanto o Beşiktaş Jimnastik Kulübü foi sancionado no dia 2 de setembro de 2022, já a época estava a decorrer.

O número total de eventos analisados é de vinte e os clubes escolhidos no estudo são os clubes europeus cotados em bolsa que tiveram problemas de FPF, dentro do período de 2013-2024 divulgados pela UEFA. Estes estão apresentados na seguinte tabela:

TABELA I - DADOS DA AMOSTRA

Clubes	País	Nº de eventos
Associazione Sportiva Roma	Turquia	3
Beşiktaş Jimnastik Kulübü	Portugal	3
Fenerbahçe Spor Kulübü	Portugal	2
Futebol Clube do Porto	França	1
Galatasaray Spor Kulübü	Inglaterra	1
Juventus Football Club	Itália	1
Manchester United	Turquia	3
Olympique Lyonnais	Portugal	1
Sporting Clube de Braga	Turquia	1
Sporting Clube de Portugal	Turquia	3
Trabzonspor Kulübü Derneği	Itália	1

Através do Yahoo Finance, foi possível retirar dados sobre o preço ajustado aos dividendos das ações de cada clube cotado em bolsa. Nos clubes turcos, o preço da ação é denominado na moeda lira turca. O Manchester United, apesar de ser um clube inglês, está na bolsa norte-americana, sendo o preço da ação apresentado em dólares. Nos restantes clubes europeus, o preço é expresso na moeda euro.

3.2. Metodologia

A metodologia utilizada para concluir esta análise foi um estudo de eventos. Esta permite analisar o impacto de um acontecimento específico no preço das ações de empresas cotadas em bolsa (Arai, 2024). O principal objetivo consiste em estudar se o evento causa rendibilidades anormais no preço das ações e em quantificar esse desvio face ao comportamento esperado do mercado (Arai, 2024). Deste modo, testa-se a hipótese de eficiência do mercado na forma semiforte, ao verificar se os preços das ações incorporam rapidamente a informação pública disponibilizada pelo evento. Lamdin

(2001) aplicou esta metodologia para avaliar o impacto das alterações regulatórias sobre o preço das ações de empresas cotadas em bolsa.

Primeiramente, calcula-se a rendibilidade anormal para cada clube ao longo de uma janela temporal do evento, entre t1 e t2, com t0 a ser o dia em que o clube foi sancionado pela UEFA. Para a análise foram utilizadas três janelas temporais diferentes. A primeira consistia num período de onze dias, com cinco dias antes, o próprio dia do evento e cinco dias posteriores. Por norma, este período é um padrão comum num estudo de eventos (Arai, 2024; Duque e Pinto, 2008; Palma, 2021). A segunda janela foi de vinte e um dias, com dez dias antes, o próprio dia e dez dias posteriores, numa análise exatamente igual, com o mesmo modelo. A terceira janela foi de sessenta e um dias, com trinta dias antes, o próprio dia e trinta dias posteriores com a aplicação da mesma análise do mesmo modelo. A necessidade de incluir a segunda e a terceira janela justifica-se não apenas pelo facto de este tipo de evento poder ter um impacto significativo durante um período mais alargado, mas também devido ao preço das ações, em setores de mercados como o futebol, serem com baixa liquidez (Macey & O'Hara, 1990; Scholes & Williams, 1977). Como demonstrado por Brown e Warner (1985), através de janelas curtas pode não ser possível encontrar retornos anormais significativos quando há ineficiências no ajustamento dos preços. Assim, a utilização de janelas maiores permite uma melhor captação dos impactos dos eventos em questão (Chordia, Roll & Subrahmanyam, 2001).

A Rendibilidade Anormal (*Abnormal Return* – AR) é calculada com a seguinte equação:

(1)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha} - \hat{\beta} \times R_{m,t}$$

onde $R_{i,t}$ é a rendibilidade efetiva observada pela ação i no dia t. $\hat{\alpha}$ e $\hat{\beta}$ são parâmetros estimados através de uma regressão OLS (*OrdinaryLeastSquare*) com 250 observações antes da janela temporal definida. $R_{m,t}$ é a rendibilidade do índice nacional de ações em que os clubes estão registados (Palma, 2021). Por exemplo, os clubes portugueses estão registados no índice PSI 20, o Manchester United está registado no índice S&P 500, os clubes italianos estão no índice FTSE MIB, os clubes franceses estão no índice CAC-All-Tradable e os clubes turcos estão no índice BIST 100. $R_{i,t}$ e $R_{m,t}$ foram ambos calculados

através das seguintes fórmulas: ln $(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}})$ e ln $(\frac{P_{m,t}}{P_{m,t-1}})$, respetivamente, utilizando preços ajustados aos dividendos. Este modelo é o mais adotado para calcular o retorno esperado (Arai, 2024).

De seguida, para cada evento foi calculada a Rendibilidade Anormal Média (*Average Abnormal Return*– AAR) através da seguinte equação:

(2)

$$AAR_t = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} AR_{i,t}$$

Para testar que a hipótese nula era igual a zero, foi utilizado o teste estatístico *t-Student*. Se o AAR for estatisticamente diferente de zero, isso sugere que o evento teve impacto significativo nos preços das ações. Se não for, então o mercado não reagiu de forma anormal ao evento.

(3)

$$t = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$$

onde $S(AAR_t)$ representa o desvio padrão da Rendibilidade Anormal Média no tempo t. É essencial para calcular o valor do *t-Student* e para verificar se o AAR num determinado dia é estatisticamente significativo. Define-se como hipótese nula (H_0): a sanção não tem impacto no preço das ações do clube.

Contudo, a AAR pode ser agregada ao longo da janela de observação para obter a Rendibilidade Anormal Média Acumulada (*CumulativeAverage Abnormal Return* – CAAR), representada na seguinte equação:

(4)

$$CAAR_{(t1,t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AAR_{i,t}$$

A eficiência do mercado na forma semiforte verifica-se quando os preços dos ativos refletem de forma imediata e completa toda a informação publicamente disponível.

Assim, no contexto de uma análise de estudo de eventos, esta forma de eficiência é confirmada caso se observe um ajustamento significativo no preço das ações apenas no dia da divulgação do facto relevante, sem a presença de rendibilidades anormais nos dias anteriores ou posteriores ao evento (Fama, 1970).

Por fim, é realizado um teste de significância baseado no desvio padrão dos retornos anormais, com o objetivo de determinar se AAR ou o CAAR observados em torno do evento são estatisticamente diferentes de zero. Este teste permite concluir se o impacto do evento é significativo ou se pode ser atribuído à variabilidade normal do mercado.

O desvio padrão é calculado com a seguinte equação:

(5)

$$\theta = \frac{AAR_t}{\sqrt{var(AAR_t)}}$$

O teste estatístico é testado para um nível de significância de 10%.

4. Resultados

Neste capítulo, estão apresentados os resultados da análise empírica do estudo de eventos, com particular destaque aos estimados com base na equação (3).

Os dados foram divididos em três categorias:

1) Impacto do FPF numa janela temporal de onze dias,

2) Impacto do FPF numa janela temporal de vinte e um dias, e

3) Impacto do FPF numa janela temporal de sessenta e um dias.

Em todas as categorias estudou-se os vinte eventos, mas para janelas temporais diferentes. Importa referir novamente que o período 0 é o dia em que clube foi sancionado pela UEFA.

Adicionalmente, com o intuito de reforçar a robustez da análise e compreender melhor as limitações inerentes ao mercado acionista do futebol europeu, especialmente quando os eventos analisados são pouco frequentes ou heterogéneos, analisou-se o

volume médio diário de transação de ações, no período de 2024, para cada clube sancionado pela UEFA. Com base nesses valores, os clubes foram divididos em dois grupos: aqueles com volume abaixo da média global e aqueles com volume acima da média global, procurando-se assim avaliar se a liquidez tem um impacto significativo nos resultados observados ao longo de uma janela de onze dias.

4.1. Resultados por categoria

4.1.1. Impacto do FPF numa janela temporal de onze dias

A Tabela II permite constatar que, para um nível de significância de 10%, os eventos em análise tiveram impacto significativo no preço das ações dos clubes cotados em bolsa. Esta conclusão decorre do facto de a estatística t calculada a partir da AAR ser superior ao valor crítico de 1,645 no período 0 e nos períodos a seguir, correspondente ao referido nível de significância de 10%, o que nos leva à rejeição da hipótese nula (H_0).

TABELA II - ANÁLISE DE RETORNOS ANORMAIS E SIGNIFICÂNCIA ESTATÍSTICA PARA UMA JANELA TEMPORAL DE ONZE DIAS

Dia	AAR	CAAR	σ AAR	t AAR	σ CAAR	t CAAR
-5	-0,535%	-0,535%	0,332	-1,610*	0,332	-1,610*
-4	-0,570%	-1,105%	0,344	-1,656*	0,655	-1,687*
-3	-0,580%	-1,685%	0,342	-1,696*	0,987	-1,708*
-2	-0,558%	-2,242%	0,346	-1,611	1,330	-1,685
-1	-0,568%	-2,810%	0,339	-1,677*	1,666	-1,687
0	-0,572%	-3,383%	0,344	-1,664*	2,008	-1,685
1	-0,603%	-3,986%	0,405	-1,490	2,383	-1,673
2	-0,572%	-4,558%	0,348	-1,645	2,729	-1,670
3	-0,547%	-5,105%	0,338	-1,617	3,063	-1,667
4	-0,589%	-5,694%	0,355	-1,658*	3,407	-1,671
5	-0,550%	-6,244%	0,324	-1,698*	3,725	-1,676

4.1.2. Impacto do FPF numa janela temporal de vinte e um dias

Em relação à segunda análise, manteve-se o modelo de estudo tendo-se alargado a janela temporal para vinte e um dias. Relativamente à Tabela III, é possível entender que, para o mesmo nível de significância a 10%, os eventos em análise também tiveram impacto significativo no preço das ações dos clubes cotados em bolsa. Tal resultado advém do facto de a estatística t obtida a partir da AAR ser superior ao valor crítico de 1,645 no período 0 e nos períodos a seguir, o que implica à rejeição da hipótese nula (H_0).

TABELA III - ANÁLISE DE RETORNOS ANORMAIS E SIGNIFICÂNCIA ESTATÍSTICA PARA UMA JANELA TEMPORAL DE VINTE E UM DIAS

Dia	AAR	CAAR	σ AAR	t AAR	σ CAAR	t CAAR
-10	-0,571%	-0,571%	0,337	-1,695*	0,337	-1,695*
-9	-0,569%	-1,141%	0,348	-1,636	0,683	-1,670*
-8	-0,564%	-1,705%	0,348	-1,620	1,030	-1,656*
-7	-0,587%	-2,292%	0,335	-1,752*	1,361	-1,684*
-6	-0,570%	-2,861%	0,349	-1,630	1,699	-1,684*
-5	-0,534%	-3,395%	0,397	-1,346	2,055	-1,652*
-4	-0,570%	-3,965%	0,343	-1,666*	2,396	-1,655*
-3	-0,581%	-4,547%	0,343	-1,692*	2,736	-1,662*
-2	-0,558%	-5,104%	0,353	-1,577	3,088	-1,653*
-1	-0,568%	-5,672%	0,337	-1,686*	3,425	-1,656*
0	-0,573%	-6,246%	0,343	-1,671*	3,767	-1,658*
1	-0,606%	-6,851%	0,354	-1,713*	4,093	-1,674*
2	-0,573%	-7,424%	0,347	-1,652*	4,438	-1,673*
3	-0,547%	-7,971%	0,359	-1,522	4,791	-1,664*
4	-0,591%	-8,561%	0,324	-1,825*	5,107	-1,677*
5	-0,550%	-9,111%	0,353	-1,556	5,451	-1,671*
6	-0,572%	-9,683%	0,346	-1,653*	5,796	-1,671*
7	-0,553%	-10,236%	0,345	-1,603	6,130	-1,670*
8	-0,571%	-10,807%	0,337	-1,695*	6,464	-1,672*
9	-0,560%	-11,367%	0,328	-1,708*	6,791	-1,674*
10	-0,568%	-11,935%	0,329	-1,727*	7,118	-1,677*

4.1.3. Impacto do FPF numa janela temporal de sessenta e um dias

Na última categoria, mantendo o modelo utilizado, com uma janela temporal de sessenta e um dias, os resultados obtidos mantêm a consistência com as análises anteriores, confirmando a existência de um impacto estatisticamente significativo dos eventos no preço das ações dos clubes analisados. Novamente o resultado confirma-se devido ao facto de a estatística t obtida a partir da AAR ser superior ao valor crítico de 1,645 no período 0 e em períodos subsequentes, levando à rejeição da hipótese nula (H_0).

TABELA IV.1 - ANÁLISE DE RETORNOS ANORMAIS E SIGNIFICÂNCIA ESTATÍSTICA PARA UMA JANELA TEMPORAL DE SESSENTA E UM DIAS

Dia	AAR	CAAR	σ AAR	t AAR	σ CAAR	t CAAR
-30	-0,603%	-0,603%	0,372	-1,620	0,372	-1,620
-29	-0,594%	-1,197%	0,366	-1,625	0,734	-1,631
-28	-0,620%	-1,817%	0,366	-1,694*	1,099	-1,654*
-27	-0,613%	-2,431%	0,367	-1,670*	1,465	-1,660*
-26	-0,602%	-3,032%	0,353	-1,706*	1,814	-1,672*
-25	-0,599%	-3,631%	0,339	-1,765*	2,150	-1,689*
-24	-0,605%	-4,236%	0,358	-1,688*	2,505	-1,691*
-23	-0,596%	-4,831%	0,358	-1,666*	2,862	-1,688*
-22	-0,597%	-5,429%	0,356	-1,677*	3,215	-1,689*
-21	-0,594%	-6,023%	0,358	-1,661*	3,571	-1,686*
-20	-0,582%	-6,605%	0,361	-1,611	3,930	-1,681*
-19	-0,599%	-7,203%	0,353	-1,696*	4,281	-1,683*
-18	-0,603%	-7,807%	0,356	-1,695*	4,635	-1,684*
-17	-0,606%	-8,413%	0,369	-1,644	5,003	-1,682*
-16	-0,597%	-9,009%	0,354	-1,688*	5,354	-1,683*
-15	-0,613%	-9,623%	0,375	-1,634	5,723	-1,681*
-14	-0,614%	-10,236%	0,367	-1,674*	6,089	-1,681*
-13	-0,599%	-10,835%	0,363	-1,651*	6,451	-1,680*
-12	-0,602%	-11,437%	0,360	-1,670*	6,811	-1,679*
-11	-0,594%	-12,031%	0,367	-1,616	7,175	-1,677*
-10	-0,609%	-12,640%	0,358	-1,698*	7,532	-1,678*
-9	-0,607%	-13,246%	0,360	-1,687*	7,891	-1,679*
-8	-0,601%	-13,848%	0,371	-1,623	8,260	-1,677*
-7	-0,624%	-14,472%	0,365	-1,708*	8,620	-1,679*
-6	-0,607%	-15,079%	0,392	-1,550	9,000	-1,675*
-5	-0,571%	-15,650%	0,374	-1,528	9,335	-1,677*
-4	-0,608%	-16,258%	0,360	-1,687*	9,694	-1,677*
-3	-0,619%	-16,877%	0,362	-1,707*	10,053	-1,679*
-2	-0,595%	-17,472%	0,367	-1,619	10,419	-1,677*
-1	-0,606%	-18,078%	0,357	-1,697*	10,775	-1,678*

TABELA IV.2 - ANÁLISE DE RETORNOS ANORMAIS E SIGNIFICÂNCIA ESTATÍSTICA PARA UMA JANELA TEMPORAL DE SESSENTA E UM DIAS

Dia	AAR	CAAR	σ AAR	t AAR	σ CAAR	t CAAR
0	-0,611%	-18,688%	0,363	-1,684*	11,137	-1,678*
1	-0,643%	-19,331%	0,406	-1,586	11,519	-1,678*
2	-0,610%	-19,941%	0,368	-1,660*	11,885	-1,678*
3	-0,584%	-20,526%	0,363	-1,608	12,243	-1,676*
4	-0,628%	-21,154%	0,360	-1,746*	12,594	-1,680*
5	-0,587%	-21,741%	0,352	-1,667*	12,938	-1,680*
6	-0,610%	-22,350%	0,366	-1,665*	13,304	-1,680*
7	-0,590%	-22,941%	0,345	-1,713*	13,638	-1,682*
8	-0,608%	-23,549%	0,361	-1,684*	13,997	-1,682*
9	-0,597%	-24,146%	0,345	-1,728*	14,341	-1,684*
10	-0,605%	-24,751%	0,347	-1,744*	14,687	-1,685*
11	-0,603%	-25,354%	0,349	-1,726*	15,035	-1,686*
12	-0,622%	-25,976%	0,366	-1,700*	15,400	-1,687*
13	-0,618%	-26,594%	0,357	-1,734*	15,754	-1,688*
14	-0,604%	-27,198%	0,363	-1,661*	16,116	-1,688*
15	-0,620%	-27,818%	0,361	-1,714*	16,475	-1,689*
16	-0,593%	-28,411%	0,366	-1,619	16,838	-1,687*
17	-0,582%	-28,993%	0,374	-1,554	17,208	-1,685*
18	-0,600%	-29,592%	0,377	-1,591	17,583	-1,683*
19	-0,622%	-30,214%	0,364	-1,708*	17,945	-1,684*
20	-0,604%	-30,818%	0,362	-1,670*	18,305	-1,684*
21	-0,596%	-31,415%	0,358	-1,664*	18,663	-1,683*
22	-0,604%	-32,019%	0,358	-1,687*	19,016	-1,684*
23	-0,585%	-32,603%	0,343	-1,702*	19,357	-1,684*
24	-0,622%	-33,225%	0,358	-1,736*	19,713	-1,685*
25	-0,598%	-33,823%	0,349	-1,713*	20,061	-1,686*
26	-0,602%	-34,425%	0,366	-1,645	20,424	-1,686*
27	-0,607%	-35,032%	0,374	-1,623	20,796	-1,685*
28	-0,612%	-35,645%	0,371	-1,653*	21,164	-1,684*
29	-0,610%	-36,255%	0,367	-1,663*	21,529	-1,684*
30	-0,603%	-36,858%	0,370	-1,628	21,898	-1,683*

Nota: As Tabelas IV.1 e IV.2 apresentam resultados pertencentes à mesma análise e foram divididas por razões de organização e legibilidade.

4.2. Volume diário de transações de ações

TABELA V - MÉDIA DE VOLUME DIÁRIO DE TRANSAÇÃO DE AÇÕES

Clubes	Média anual diária
Sporting Clube de Braga	30
Futebol Clube do Porto	967
Sporting Clube de Portugal	1 359
Olympique Lyonnais	2 021
Manchester United	669 240
Juventus Football Club	1 580 146
Fenerbahçe Spor Kulübü	8 888 240
Média Global	31 338 936
Galatasaray Spor Kulübü	46 365 960
Besiktas Jimnastik Kulübü	51 608 960
Trabzonspor Kulübü Derneği	204 272 440

Fonte: Yahoo Finance

A Tabela V indica variações substanciais nos volumes médios diários de transação de ações entre os diferentes clubes cotados, evidenciando realidades de mercado distintas dentro do setor. Alguns clubes registam uma atividade diária a um nível simbólico, com menos de duas mil ações negociadas por dia em média, enquanto outros ultrapassam as dezenas de milhões. Esta variação reflete a coexistência de mercados com níveis de liquidez profundamente distintos dentro do mesmo setor.

No extremo inferior encontram-se os clubes portugueses, com destaque para o Sporting Clube de Braga e o Futebol Clube do Porto, cuja negociação diária média é inferior a mil ações, o que levanta questões sobre a eficiência com que o mercado reflete a informação relevante nestes casos. Em contrapartida, clubes como o Trabzonspor Kulübü Derneği e o Beşiktaş Jimnastik Kulübü registam volumes bastante elevados, superiores a cinquenta milhões de ações diárias, o que aponta para uma presença mais ativa de investidores e um maior grau de liquidez.

Este contraste pode ter implicações metodológicas importantes. Em mercados com baixa liquidez, como os observados para alguns dos clubes analisados, as reações dos preços a eventos específicos e relevantes podem ser mais difíceis de detetar. Dado que a escassez de transações pode fazer com que a nova informação demore a refletir-se no preço das ações ou refletir-se de forma imprecisa, a aplicação de metodologias como o estudo de eventos torna-se mais desafiante e suscetível a distorções. Assim, este fator

pode limitar a capacidade de identificar reações estatisticamente significativas a eventos como as sanções do FPF.

A Associazione Sportiva Roma não está nesta lista, pois a partir de 9 de setembro de 2022, e possivelmente também pela aquisição do clube por um acionista privado, segundo o Yahoo Finance, deixou de transacionar ações para o mercado cotado em bolsa.

A média global é de 31 338 936 transações de ações diárias. Os clubes cuja média de transações diárias se encontra abaixo desse valor são o Sporting Clube de Braga, o Sporting Clube de Portugal, o Futebol Clube do Porto, o Manchester United, a Juventus Football Club, o Fenerbahçe Spor Kulübü e o Olympique Lyonnais. No outro grupo, os clubes com médias acima da média global são o Trabzonspor Kulübü Derneği, o Galatasaray Spor Kulübü e o Besiktas Jimnastik Kulübü. Através de um estudo de eventos, numa janela temporal de 11 dias, procura-se descobrir se a liquidez tem impacto significativo nos resultados observados.

TABELA VI - RESULTADOS DA ANÁLISE PARA CLUBES COM VOLUME DE NEGOCIAÇÃO INFERIOR À MÉDIA GLOBAL

Dia	AAR	CAAR	σ AAR	t AAR	σ CAAR	t CAAR
-5	-0,461%	-0,461%	0,347	-1,326	0,347	-1,326
-4	-0,525%	-0,986%	0,375	-1,399	0,684	-1,441
-3	-0,570%	-1,556%	0,384	-1,483	1,056	-1,473
-2	-0,517%	-2,072%	0,368	-1,405	1,421	-1,459
-1	-0,534%	-2,606%	0,372	-1,437	1,787	-1,458
0	-0,537%	-3,143%	0,375	-1,434	2,158	-1,457
1	-0,593%	-3,736%	0,490	-1,211	2,606	-1,434
2	-0,522%	-4,259%	0,375	-1,392	2,980	-1,429
3	-0,499%	-4,757%	0,373	-1,338	3,347	-1,422
4	-0,590%	-5,347%	0,409	-1,442	3,742	-1,429
5	-0,493%	-5,840%	0,344	-1,432	4,076	-1,433

A Tabela VI permite constatar que, para um nível de significância de 10% e para uma janela temporal de onze dias, as sanções do FPF não tiveram um impacto estatisticamente significativo no preço das ações dos clubes com volume de negociação inferior à média global. Este resultado deve-se ao facto de a estatística t calculada a partir da AAR ser inferior ao valor crítico de 1,645 no período 0 e nos períodos a seguir. Neste contexto, o impacto do incumprimento do FPF afeta de forma mais lenta o preço das ações dos clubes com baixa liquidez.

TABELA VII - RESULTADOS DA ANÁLISE PARA CLUBES COM VOLUME DE NEGOCIAÇÃO SUPERIOR À MÉDIA GLOBAL

Dia	AAR	CAAR	σ AAR	t AAR	σ CAAR	t CAAR
-5	-0,718%	-0,718%	0,240	-2,993*	0,240	-2,993*
-4	-0,730%	-1,448%	0,246	-2,968*	0,486	-2,983*
-3	-0,701%	-2,149%	0,255	-2,750*	0,738	-2,912*
-2	-0,709%	-2,858%	0,275	-2,580*	1,012	-2,824*
-1	-0,713%	-3,571%	0,249	-2,861*	1,261	-2,833*
0	-0,722%	-4,293%	0,256	-2,820*	1,516	-2,831*
1	-0,731%	-5,024%	0,251	-2,912*	1,763	-2,850*
2	-0,735%	-5,759%	0,257	-2,856*	2,018	-2,854*
3	-0,707%	-6,466%	0,234	-3,015*	2,251	-2,873*
4	-0,705%	-7,172%	0,242	-2,913*	2,490	-2,880*
5	-0,718%	-7,890%	0,232	-3,091*	2,722	-2,898*

A Tabela VII revela que, aplicando o mesmo modelo utilizado na análise anterior e considerando um nível de significância de 10% para uma janela temporal de onze dias, as sanções do FPF tiveram um impacto estatisticamente significativo no preço das ações dos clubes com volume de negociação superior à média global. Pode-se observar este efeito nos valores da estatística t, associados às AAR, que excedem o valor crítico de 1,645 de forma consistente ao longo de todo o período analisado. Logo, o incumprimento do FPF tende a repercutir-se mais rapidamente no preço das ações dos clubes com maior liquidez, uma vez que estes mercados reagem de forma mais rápida à divulgação de a nova informação.

5. Conclusões

O presente estudo teve como principal objetivo analisar o impacto das sanções impostas pela UEFA, no âmbito do FPF, no comportamento do preço das ações dos clubes europeus, com maior foco nos clubes cotados em bolsa. Através da metodologia de estudo de eventos, foi feita uma análise de vinte eventos, divulgados entre 2013 e 2024, para diferentes janelas temporais e procurou-se perceber se os mercados reagem de forma anormal à divulgação pública de sanções relacionadas com o incumprimento das regras do FPF.

Os resultados obtidos revelam que, em todas as janelas temporais da análise, verificam-se rendibilidades anormais estatisticamente significativas, com um impacto

negativo sobre o preço das ações dos clubes sancionados. Este efeito foi evidente no próprio dia do anúncio (período 0), o que demonstra que o mercado reage de forma rápida à divulgação das sanções por incumprimento do FPF. No entanto, importa destacar que foram também identificadas reações antes do evento, com rendibilidades anormais estatisticamente significativas nos dias que antecedem o anúncio. Este fenómeno pode dever-se à circulação de rumores ou notícias especulativas que, antecipando a possibilidade de sanção, acabam por influenciar o comportamento dos investidores. Além disso, as reações prolongam-se nos dias seguintes, o que sugere que a informação vai sendo incorporada de forma gradual. Isto deve-se ao facto de o mercado de capitais no setor do futebol ser um mercado com baixa liquidez, o que compromete a eficiência da incorporação imediata da informação nos preços, e também ao comportamento emocional de muitos investidores que, sendo simultaneamente adeptos dos próprios clubes, podem tornar a reação do mercado mais lenta.

O nível de teste de significância escolhido foi de 10% por causa das limitações da amostra. Em primeiro lugar, o número de eventos é reduzido, o que compromete a potência estatística dos testes e aumenta a probabilidade de erros tipo II[13] (Arai, 2024; Brown & Warner, 1985). Em segundo lugar, com os resultados, foi possível entender a dificuldade em isolar com precisão o momento exato do anúncio da sanção, tendo-se observado, uns dias antes do momento 0, rendibilidade anormal estatisticamente significativa, pelo que se pode concluir que existem outros acontecimentos paralelos que podem interferir com a rendibilidade anormal observada. Como por exemplo, a competitividade desportiva, transferência de jogadores e treinadores (Palma, 2021; Preuss et al., 2014). Adicionalmente, a metodologia de estudo de eventos, quando aplicada a mercados com reduzida liquidez e eventos heterogéneos, pode não captar com total robustez todos os efeitos económicos relevantes, tornando o estudo mais difícil e sujeito a maior variabilidade nos resultados (Brown & Warner, 1985).

Em complemento, foi feita uma análise ao volume médio diário de transação de ações para cada clube, no período de 2024. Esta reforça a perceção de fraca liquidez neste segmento de mercado. A partir dos resultados, verifica-se uma disparidade significativa entre os clubes, com casos extremos como os clubes turcos (Trabzonspor Kulübü Derneği,

[13] Maior risco de falsos negativos

o Galatasaray Spor Kulübü, o Fenerbahçe Spor Kulübü e o Beşiktaş Jimnastik Kulübü) a apresentarem volumes muito superiores, contrastando com clubes como o Sporting Clube de Braga, o Sporting Clube de Portugal e o Futebol Clube do Porto, cuja negociação diária é residual. Estas diferenças podem ser parcialmente explicadas pela estrutura acionista de cada clube. Por exemplo, o Manchester United e a Associazione Sportiva Roma são totalmente detidos por acionistas privados, o que limita a negociação em mercado aberto. Os clubes turcos mantêm uma elevada percentagem de cotas públicas, o que acaba por facilitar uma maior liquidez no mercado. Contrariamente o Sporting Clube de Portugal e o Futebol Clube do Porto, apesar de possuírem ações cotadas, têm uma larga maioria dos títulos sob controlo direto do próprio clube, reduzindo assim o volume disponível para negociação no mercado de capitais.

Com base nas tabelas VI e VII, foi feito um estudo de eventos para perceber se a liquidez tem impacto significativo nos resultados observados ao longo de uma janela de onze dias. Os clubes abaixo da média global, mais precisamente os clubes com baixa liquidez, não apresentaram resultados estatisticamente significativos. Em contrapartida, os acima da média global apresentaram rendibilidades anormais estatisticamente significativas. Isto significa que o impacto das sanções do FPF afeta de forma mais rápida os clubes com maior liquidez, confirmando a tendência observada na análise principal. Importa salientar que, apesar de a maioria dos clubes incluídos na amostra apresentar níveis reduzidos de liquidez e de o próprio setor de mercado evidenciar limitações à aplicação da metodologia de estudo de eventos, devido à fraca liquidez que tende a atenuar ou distorcer os efeitos captados nos preços das ações, este estudo complementar contribui para reforçar a robustez dos resultados obtidos.

Em suma, este estudo conclui que as sanções do FPF podem influenciar negativamente o preço das ações dos clubes europeus cotado na bolsa de valores. Esta investigação teve como objetivo dar um contributo inicial para um tema ainda muito pouco explorado, mas relevante para entender que os mercados não são indiferentes às decisões regulatórias da UEFA. Dado que os efeitos ocorrem de forma imediata, é importante que os investidores, dirigentes e os restantes intervenientes do futebol se adaptem a um contexto cada vez mais sensível às exigências da sustentabilidade financeira.

Referências Bibliográficas

Aglietta, M., Wladimir, A., & Bastien, D. (2010). Floating European football clubs in the stock market. Université Paris Nanterre. Disponível em: https://ideas.repec.org/p/drm/wpaper/2010-24.html. Acedido em 25 de fevereiro

Ahtiainen, S., & Jarva, H. (2020). "Has UEFA's financial fair play regulation increased football clubs' profitability?" *European Sport Management Quarterly,* 22(4), 569 - 587.

Arai, K. (2024). "Comparative Impacts of Ex-Ante and Ex-Post Regulation in Digital Markets: An Event Study Analysis of Stock Price Reactions". *Asian Journal of Law and Economics*.

Baur, D.G., & McKeating, C. (2009), *DCU Business School The Benefits of Financial Markets: A Case Study of European Football Clubs.* Documento de reflexão n.º 283, Institute for International Integration Studies.

Bell A., C. Brooks, D. Matthews & C. Sutcliffe (2009), Over the Moon or Sick as a Parrot? The Effects of Football Results on a Club's Share Price. *ICMA Centre Discussion Papers in Finance*.

Birkhäuser, S., Kaserer, C., & Urban, D. (2019). Did UEFA's financial fair play harm competition in European football leagues? *Review of Managerial Science*, 13(1), 113–145.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.

Budzinski, O. (2014). The competition economics of financial fair play. *Ilmenau Economics Discussion Papers*, 19(85). Technische Universität Ilmenau, Institut für Volkswirtschaftslehre. Disponível em: https://hdl.handle.net/10419/94196. Acedido em 10 de janeiro

Bureau van Dijk. Orbis [base de dados]. Bruxelas: Bureau van Dijk, s.d. Disponível em: https://orbis.bvdinfo.com. Acedido em 15 maio 2025.

Caglio, A., & Ottaviano, G. I. P. (2016). Does Fair Play Matter? *UEFA Regulation and Financial Sustainability in the European Football Industry*. SSRN Electronic Journal (2016-38).

Calahorro-López, A., Ratkai, M., & Fernández-Uclés, D. (2024). Assessing the influence of financial fair play on sporting performance: A study of the Spanish league using a data envelopment analysis model. *Managerial and Decision Economics*.

Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2001). Liquidity, market structure and trading activity. *Journal of Finance, 56*(2), 501–530.

Covid-19: clubes de futebol arriscam rombo de 4 mil milhões de euros. (2020, 15 de março). *PÚBLICO*. Disponível em: Covid-19: clubes de futebol arriscam rombo de 4 mil milhões de euros | Futebol | PÚBLICO Acedido em 25 de fevereiro.

Deloitte (2023). Football Money League, Brasil.

Deloitte (2013), Revisão Anual das Finanças do Futebol. Disponível em: deloittestore.co.uk/Annual- Review-of-Football-Finance-s/1935.htm. Acedido em 20 de fevereiro

Deloitte (2011), The Untouchables. Football Money League, Manchester.

Dimitropoulos, P., & Scafarto, V. (2020). The impact of UEFA financial fair play on player expenditures, sporting success and financial performance: Evidence from the Italian top league. *European Sport Management Quarterly*.

Dimitropoulos, P., & Tsagkanos, A. (2012). Financial Performance and Corporate Governance in the European Football Industry. *International Journal of Sport Finance, 7*, 280-308.

Drut, B., & Raballand G. (2012). Why does financial regulation matter for European professional football clubs? *International Journal of Sport Management and Marketing*, vol. 11, n. 1, pp. 73-88.

Duque, J. & Pinto, I. (2007). Does it make financial markets more efficient? *Journal of Regulatory Economics*, 33(1), 5-19.

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

Franck, E. (2014). Financial Fair Play in European Club Football - What is it All About? *Comparative Political Economy: Regulation eJournal*. Disponível em: ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/zrh/wpaper/328_IBW_full.pdf8. Acedido em 17 de fevereiro.

Franck, E. (2010). Private firm, public corporation or member's association governance structures in European football. *International Journal of Sport Finance*, 5(2), 108–127.

Franck, E., & Lang, M. (2013). A Theoretical Analysis of the Influence of Money Injections on Risk Taking in Football Clubs, Documento de Trabalho, Universidade de Zurique.

Freestone, C. J., & Manoli, A. E. (2017). Financial fair play and competitive balance in the premier league. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 7(2), 175–196.

Gallagher, R., & Quinn, B. (2019). Regulatory own goals: the unintended consequences of economic regulation in professional football. *European Sport Management Quarterly*, 20(2), 151-170.

García, J., & Rodríguez, P. (2003). From sports clubs to stock companies: The financial structure of football in Spain, 1992–2001. *European Sport Management Quarterly*, 3(4), 253–269.

Gómez, J. (2017). Control Económico. In J. Tebas (presidency). Meeting on the economic control of the professional soccer league. Conference held at the Association of Economists of Madrid, Professional Soccer League, Madrid, Spain.

Hovemann, G., & Lammert, L. (2011). Assessing UEFA's Financial Fair Play as Promising Multi-Dimension Regulatory Concept - A Pan European Survey from the Supporters' Perspective. Apresentação em desafios para futebol. Aarhus, Dinamarca.

Kuper, S., & Szymanski, S. (2009), Why England lose: and other curious phenomena explained, Londres: HarperCollins.

Lamdin, D. (2001). Implementing and interpreting event studies of regulatory changes. *Journal of Economics and Business*, 53, 171-183.

Leach, S., & Szymanski, S. (2015). Making money out of football. *Scottish Journal of Political Economy*, 62(1), 25–50.

Long, C.R. (2012). Promoting Competition or Preventing It? A Competition Law Analysis of UEFA's Financial Fair Play Rules, *Marquette Sports Law Review*, vol. 23, n. 1, pp. 74-101.

Macey, J. R., & O'Hara, M. (1990). Event studies in thinly traded markets. *Journal of Financial Economics, 27*(1), 145–174.

Maci, G., Pacelli, V., D'Apolito, E., (2020). The Determinants of Stock Prices of European Football Clubs: An Empirical Analysis. *Revista Internacional de Economia, Finanças e Ciências da Gestão*. Vol. 8, n.º 5, 2020, pp. 168-179.

Madden, P. (2012). Welfare Economics of "Financial Fair Play" in a Sports League With Benefactor Owners, *Journal of Sport Economics* (primeira versão online), pp. 1-26.

Masson, E. (2016). Desenvolvimento do futebol feminino na Europa. Disponível em: https://pt.uefa.com/news-media/news/0232-0e1657d68a83-5159535f2766-1000--desenvolvimento-do-futebol-feminino-na-europa/. Acedido em 26 de janeiro.

Miragaia, D., Ferreira, J., Carvalho, A., & Ratten, V. (2019). Interactions between financial efficiency and sports performance. Journal of Entrepreneurship and Public Policy, 8(1), 84-102.

Morrow, Stephen. (2014). Financial Fair Play-Implications for Football Club Financial Reporting. *Instituto de Revisores Oficiais Contas da Escócia*. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/267009225_Financial_Fair_Play_Implications_for_football_club_financial_reporting. Acedido em 26 de Janeiro.

Muller, J., Lammert, J., & Hovemann, G. (2012), The financial fair play regulations of UEFA: an adequate concept to ensure the long-term viability and sustainability of European Club Football?. *International Journal of Sport Finance*, Vol. 7 No. 2, pp. 117-140. Disponível em: The Financial Fair Play regulations of UEFA: an

adequate concept to ensure the long-term viability and sustainability of European club football? - Free Online Library. Acedido em 26 de janeiro

Palma, G. M. R. (2021). The impact of the purchase and sale of football players and coaches on Portuguese football clubs' share prices – Efficiency test. Tese de Mestrado. Instituto Superior de Economia e Gestão.

Palomino F., Renneboog, L., & Zhang, C. (2008), "Information Salience, Investor Sentiment, and Stock Returns: the Case of British Soccer Betting", *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 368-387.

Peeters, T., & Szymanski, S. (2014). Financial fair play in European football. *Economic Policy*, 29(78), 343-390.

Peeters, T., & Szymanski, S. (2012). Vertical restraints in soccer: Financial Fair Play and the English Premier League, Documento de trabalho. Antuérpia.

Preuss, H., Haugen, K., & Schubert, M. (2014). UEFA financial fair play: the curse of regulation. *European Journal of Sport Studies*, 2(1), 33-51.

Procházka, D. (2012). Financial Conditions and Transparency of the Czech Professional Football Clubs. *Prague Economic Papers*, 21(4), 504-521.

Plumley, D., Ramchandani, G., & Wilson, R. (2018). The unintended consequence of Financial Fair Play: An examination of competitive balance across five European football leagues. *Sport, Business and Management: An International Journal*.

Renneboog, L. & Van Brabant, P. (2000). Share Price Reactions to Sporty Performances of Soccer Club Listed on the London Stock Exchange and the AIM, *Center DP 2000-19*, Universidade de Tilburg. Disponível em: https://research.tilburguniversity.edu/en/publications/share-price-reactions-to-sporty performances-of-soccer-clubs-list. Acedido em 3 de março

Rohde, M., & Breuer, C. (2016). The Financial Impact of (Foreign) Private Investors on Team Investments and Profits in Professional Football: Empirical Evidence from the Premier League. *Applied Economics and Finance*, *3*(2).

Rohde, M., & Breuer, C. (2017). The market for football club investors: a review of theory and empirical evidence from professional European football, *European Sport Management Quarterly*, 17:3, 265-289,

Santander. O que são ações? Saiba como funcionam e quais os riscos. *Santander Portugal*. Disponível Online: https://www.santander.pt/salto/o-que-sao-acoes. Acedido em 25 de fevereiro

Sass, M. (2014). Glory Hunters, Sugar Daddies, and Long-Term Competitive Balance Under *UEFA Financial Fair Play. Journal of Sports Economics*, 17(2), 148-158.

Scholes, M., & Williams, J. (1977). Thin Trading and the Efficiency of the Market. *Journal of Financial Economics*, 5(3), 309-327.

Solberg, H.A., & Haugen, K.K. (2010). European club football: why enormous revenues are not enough? *Sport in Society*, vol. 13, n. 2, pp. 329-43.

Storm, R., & Nielsen, K. (2012). Soft budget constraints in professional football. *European Sport Management Quarterly*, vol. 12, n. 2, pp. 183-201.

Vöpel, H. (2011). Do We Really Need Financial Fair Play in European Club Football? An Economic Analysis. *CESifo DICE Report*, 9(3), 54-59. Disponível em: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/167048/1/ifo-dice-report-v09-y2011-i3-p54-59.pdf. Acedido em 26 de janeiro

Wilson, R., Plumley, D., & Ramchandani, G. (2013). The relationship between ownership structure and club performance of football clubs in the English Premier League. *Sport, Business and Management*, 3(1), 19–36.

UEFA. (2024). Procedural rules governing the UEFA Club Financial Control Body. Disponível em:https://documents.uefa.com/r/Technical-Regulations/Procedural-rules-governing-the-UEFA-Club-Financial-Control-Body-Online. Acedido em 10 de janeiro.

UEFA. (2016). Regulations of the UEFA Champions League 2015-2018 Cycle. 2015/2016 Season. Disponível em: https://pt.scribd.com/document/262625271/UEFA-Champions-League-2015-2018-Regulations. Acedido em 25 de fevereiro.

UEFA. (2018). UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations. Disponível em: https://documents.uefa.com/v/u/MFxeqLNKelkYyh5JSafuhg. Acedido em 10 de janeiro.

UEFA. (2022). UEFA Club Licensing and Financial Sustainability Regulations. Disponível em: https://documents.uefa.com/r/UEFA-Club-Licensing-and-Financial-Sustainability-Regulations-2022-Online. Acedido em 24 de abril.