

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ENGENHARIA
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E TRANSPORTES

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO DE GRADUAÇÃO

DESENVOLVIMENTO DE UMA FERRAMENTA ALTERNATIVA PARA A
AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE CLUBES DE FUTEBOL
BRASILEIROS

RAFAEL ZART HERMANN

Orientador: FRANCISCO JOSÉ
KLIEMANN NETO

PORTO ALEGRE

Abril/2023

DESENVOLVIMENTO DE UMA FERRAMENTA ALTERNATIVA PARA A AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE CLUBES DE FUTEBOL BRASILEIROS

Rafael Zart Hermann

Francisco José Kliemann Neto

RESUMO: Os clubes de futebol brasileiros têm passado por um período difícil nos últimos anos, apresentando indicadores financeiros cada vez mais frágeis, com altos níveis de endividamento e resultados operacionais insustentáveis a longo prazo. Em 2021, foi promulgada a Lei das SAFs, que facilitou o investimento em cotas dos clubes, oferecendo maior segurança aos investidores. Como resultado, um número crescente de negociações de compra e venda de ações de clubes de futebol brasileiros tem ocorrido em todo o país. Nesse contexto, um dos pontos cruciais da negociação é a determinação de um preço justo para todas as partes envolvidas na transação. Para isso, este trabalho buscou desenvolver uma ferramenta de análise do valor dos clubes de futebol brasileiros que considere não apenas indicadores financeiros, mas também aspectos qualitativos relevantes para o mercado do futebol. Além de desenvolver a ferramenta, foram avaliados os valores resultantes da aplicação da metodologia em 25 clubes de futebol brasileiros, comparando os resultados obtidos com outra metodologia de *valuation* utilizada no mercado do futebol e com casos já realizados no país. Essa abordagem permitiu uma análise mais completa e precisa do valor dos clubes de futebol, considerando os aspectos financeiros e qualitativos que afetam a avaliação de seu potencial de mercado.

PALAVRAS-CHAVE: *valuation*, SAF, clubes de futebol, múltiplo de receitas.

1. INTRODUÇÃO

O cenário atual dos clubes de futebol brasileiros não é favorável. Quando analisados os balanços financeiros das principais equipes do país, torna-se evidente os impactos sofridos nos últimos anos, decorrentes da pandemia de COVID-19 e da má gestão praticada por grande parte dos dirigentes. Como principais indicadores estão a alta no endividamento e a queda na receita dos clubes da série A do campeonato brasileiro. De acordo com relatório da XP (2022), a dívida líquida somada dos 20 principais clubes do Brasil saiu de 7,6 bilhões de reais em 2019 para aproximadamente 9,1 bilhões em 2020, enquanto a receita acumulada caiu de 6,5 bilhões para 4,8 bilhões no mesmo período.

Nesse cenário, onde as condições financeiras dos clubes de futebol têm piorado e as práticas de gestão usuais têm se mostrado ultrapassadas, o assunto Sociedade Anônima de Futebol, ou SAF, vem ganhando força dentro de clubes espalhados pelo país. Enquanto na Europa esse modelo de estrutura de organização que busca aproximar a gestão dos clubes a de empresas privadas já é implementado há anos, no Brasil as primeiras SAFs surgiram no ano de 2022. Além de uma posição financeira enfraquecida dos times de futebol, que provoca os gestores a buscarem novas alternativas aos métodos usuais de captação de recursos, a promulgação da Lei nº 14.193/2021, que concede aos clubes brasileiros o direito de venderem parte ou o total de suas cotas a investidores privados, foi fator decisivo na aceleração da instituição das SAFs.

Quando se trata da criação de uma Sociedade Anônima de Futebol, três momentos são de extrema importância: (i) momento pré-criação da SAF, onde os gestores do clube interessado em realizar esse movimento devem buscar um entendimento a respeito do valor justo da organização, para que dessa maneira a transação seja plausível sob o ponto de vista financeiro, (ii) realização da transação de fato, na qual os principais pontos de atenção estão nos contratos jurídicos que irão especificar as obrigações de cada investidor, e (iii) período pós-criação da SAF, onde os investidores majoritários tendem a implementar suas estratégias de crescimento dentro das organizações, focando em diferentes frentes, desde o resultado esportivo até o investimento em ativos imobilizados, como um estádio ou centros de treinamento.

O momento pré-criação da SAF tem grande influência no sucesso de uma possível operação, uma vez que ele tende a direcionar o tamanho do investimento que o clube buscará ao realizar uma transação nesse formato. Sendo assim, é de interesse dos gestores dos clubes e dos potenciais compradores entender qual seria o valor justo em termos financeiros pela venda das cotas das organizações.

Nesse contexto, os métodos de avaliação de empresas, ou nesse caso de clubes de futebol, tornam-se de extrema relevância para todos as organizações que vislumbrem um dia compor uma Sociedade Anônima de Futebol. Segundo Póvoa (2020), *valuation* é a técnica de reduzir a subjetividade de algo que é subjetivo por natureza. Além disso, de acordo com Damodaran (2002), diferentes métodos podem resultar em resultados com diferenças significativas. Sendo assim, os gestores dos clubes, que muitas vezes não possuem experiência nessa área, encontram-se em uma posição fragilizada de negociação

com possíveis investidores, evidenciando a necessidade de uma ferramenta acessível que consiga fornecer uma boa aproximação do valor de cada clube considerando parâmetros de mercado.

Com base nesse problema identificado por meio da análise setorial, esse estudo tem como objetivo discutir os métodos de avaliação econômico-financeira mais usuais no mercado financeiro e propor uma ferramenta alternativa que busque fatores alternativos aos já existentes, tendo como foco clubes de futebol brasileiros. Ainda como objetivo do trabalho está a aplicação da ferramenta desenvolvida em casos reais de times da elite do futebol no Brasil, buscando validar sua efetividade quando comparada a métodos tradicionais.

Esse estudo busca suprir uma lacuna de conhecimento identificada em um setor que, segundo dados do IBGE (2021), movimenta quase 1% do PIB do país e gera mais de 150 mil empregos. Com tal relevância, a ferramenta desenvolvida poderá auxiliar no trabalho de avaliação de valor de diversos clubes de futebol do país, acelerando o processo de criação das futuras SAFs. O artigo propõe também um olhar mais crítico para o valor estimado de grandes clubes do futebol brasileiro, estabelecendo um parâmetro de comparação com clubes estrangeiros que hoje não existe.

O trabalho está dividido em 5 capítulos, sendo o primeiro deles introdutório, apresentando o tema, justificativa e esclarecendo os objetivos. Logo após a introdução, na seção de referencial teórico, os principais métodos de avaliação econômico-financeira são descritos, visando elucidar as práticas já existentes. No terceiro capítulo, que aborda os procedimentos metodológicos, estão descritos os principais métodos utilizados para a solução do problema. O quarto capítulo busca descrever e discutir os resultados encontrados a partir do estudo realizado. Por fim, no capítulo de conclusão há um resumo dos assuntos discutidos ao longo do trabalho, passando brevemente pelos resultados e trazendo um fechamento para cada um dos pontos.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo é composto por uma breve revisão bibliográfica dos assuntos contemplados no trabalho, abordando temas que compõem o estudo nas esferas de

avaliação financeira de ativos e de organização financeira dos clubes de futebol. A seção está dividida em dois subcapítulos. O primeiro deles aborda os métodos mais usuais de avaliação de ativos, que servirão como base para o desenvolvimento de uma ferramenta que contemple as melhores práticas para o mercado de clubes de futebol, enquanto o segundo trará a estrutura financeira dos clubes de futebol, evidenciando suas peculiaridades, que deverão ser consideradas no momento de avaliação desses ativos.

2.1 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO

A busca pela determinação de valor dos ativos é o norteador das análises econômico-financeiras. Visando uma melhor compreensão dos conceitos, torna-se imprescindível diferenciar dois termos que estão interligados em diversas ocasiões: preço e valor. Para Póvoa (2020), preço é um conceito objetivo, sendo o ponto de encontro entre oferta e demanda. Já valor, segundo o autor, é um conceito subjetivo, que depende não só do ativo que está sendo avaliado, como também do avaliador e de seu perfil de risco.

Nessa seção são apresentados os três principais métodos de avaliação econômico-financeira utilizados no mercado: (i) Avaliação Patrimonial Contábil; (ii) Avaliação por Múltiplos e (iii) Fluxo de Caixa Descontado.

2.1.1 Avaliação Patrimonial Contábil

Classificado como valor de liquidação, justamente por ser utilizado em declarações de falência, onde não há expectativa futura de geração de valor, Assaf Neto (2021) define que o método pode ser entendido como o valor que sobraria aos acionistas após a alienação de todos os ativos tangíveis da empresa deduzido do pagamento de todas as dívidas.

Segundo Santos (2019), esse método de avaliação apresenta deficiências por desconsiderar as condições de mercado para realização dos ativos e amortização das dívidas, além de não refletir os avanços tecnológicos que influenciam de maneira direta no valor dos ativos. Pelas diversas limitações apresentadas por esse método, Assaf Neto (2021) destaca que o valor de liquidação é o preço mínimo pelo qual uma empresa pode ser negociada, justificando que não há sentido em definir um preço inferior ao de liquidação de seus ativos.

2.1.2 Avaliação por Múltiplos

Koller, Goedhart e Wessels (2022) sustentam que a ideia básica por trás do uso de múltiplos de avaliação é que ativos semelhantes devem ser vendidos por preços semelhantes. No caso de ações, os autores exemplificam como padrão de comparação alguma medida de lucro, sendo o preço/lucro a mais comum delas. Segundo Damodaran (2012), esse método ganha credibilidade ao se assumir que o mercado avalia corretamente os ativos, e dessa maneira a referência de empresas semelhantes devem ser replicáveis.

Apesar dos múltiplos de lucro serem os mais difundidos no mercado financeiro, Assaf Neto (2021) destaca que o uso do múltiplo de vendas, ou receitas, apresenta uma vantagem quando comparado aos demais uma vez que a medida pode ser aplicada mesmo em caso de a empresa apresentar prejuízo. O autor sustenta ainda que a utilização do múltiplo de vendas tende a apresentar menor volatilidade, garantindo uma referência mais estável.

Nas subseções a seguir, são apresentados três métodos de análise por múltiplos: (i) Índice Preço/Lucro, (ii) Valor da Firma/EBITDA, e (iii) Valor da Firma/Receitas.

2.1.2.1 Índice Preço/Lucro (P/L)

O índice Preço/Lucro, ou P/L, como é difundido entre os atuantes no mercado financeiro, ganhou bastante atenção por ser muito utilizado para o acompanhamento das empresas listadas na bolsa de valores. A fim de simplificar o cálculo, tanto o numerador quanto o denominador são divididos pelo número de ações disponíveis da empresa. Como destacado por Assaf Neto (2021), a medida P/L expressa a relação entre o preço de mercado da ação e o lucro por ação (LPA), como mostrado na Equação 1.

$$\text{Índice P/L} = \frac{\text{preço por ação}}{\text{lucro líquido por ação}} \quad (1)$$

Equação 1 – Índice P/L

Apesar de ser um método bastante utilizado, algumas fragilidades fazem com que outros índices sejam preferidos por alguns atores em relação ao P/L. Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2022), como o índice preço/lucro mistura a estrutura de capital e itens não operacionais, por considerar o lucro líquido após a incidência de

juros e impostos, com as expectativas sobre desempenho operacional, uma comparação entre os índices P/Ls de diferentes empresas é um indicador menos confiável do que uma comparação entre o valor da firma (VF) e o lucro operacional da empresa, múltiplo que vem ganhando relevância entre os bancos e investidores sofisticados.

2.1.2.2 Valor da Firma (VF)/EBITDA

Segundo Damodaran (2012), este múltiplo vem ganhando notoriedade entre os economistas e outros profissionais do meio financeiro por ser viável em mais casos quando comparado com o múltiplo de P/L. Isso se deve ao fato de menos empresas possuírem um EBITDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) negativo do que empresas com lucro líquido negativo. O índice tem em seu numerador o valor de mercado da empresa somada a dívida líquida (dívida – caixa) e em seu denominador o EBITDA, conforme descrito na Equação 2.

$$VF/EBITDA = \frac{\text{valor de mercado da empresa} + \text{valor da dívida líquida}}{\text{lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização}} \quad (2)$$

Equação 2 – Índice VF/EBITDA

Póvoa (2020) justifica a grande aderência do mercado a esse múltiplo pela facilidade de sua construção, que depende de um simples trabalho de manejo dos números no balanço e do demonstrativo de resultados. Além disso, o autor destaca que o índice foca somente em fatores operacionais da empresa, diferentemente do índice P/L, que considera despesas financeiras e impostos no seu cálculo.

2.1.2.3 Valor da Firma/Receitas

Para Koller, Goedhart e Wessels (2022), os múltiplos de VF/receitas são úteis em determinados casos, como no de setores emergentes onde os lucros são negativos ou variam muito. Essa afirmação vale também para o setor de clubes de futebol, uma vez que o objetivo primário dessas organizações não é o acúmulo de caixa, e sim o resultado esportivo.

Por outro lado, Santos (2019) pondera que o uso desse índice não recompensa as empresas que apresentam taxas de crescimento superiores a outras do mesmo setor e não leva em consideração o valor monetário dos desembolsos operacionais, que poderiam inviabilizar o negócio. A Equação 3 descreve a construção desse indicador.

$$\text{VF/Receitas} = \frac{\text{valor de mercado da empresa} + \text{valor da dívida líquida}}{\text{receitas}} \quad (3)$$

Equação 3 – Índice VF/Receitas

2.1.3 Fluxo de Caixa Descontado

Assaf Neto (2021) destaca que, apesar da existência de outras metodologias, o método do fluxo de caixa descontado (FCD) é o que apresenta maior rigor técnico e conceitual, sendo por isso o mais adotado na avaliação de empresas. A aplicação do FCD pode ser dividida em três macro etapas: (i) projeção dos fluxos de caixa futuros da empresa e da perpetuidade, (ii) definição das taxas de crescimento que sejam defensáveis para o negócio, e (iii) definição da taxa de desconto, que será utilizada para determinar os valores atuais dos fluxos futuros projetados.

2.1.3.1 Projeção dos Fluxos de Caixa Futuros e da Perpetuidade

Há duas interpretações possíveis para determinação do fluxo de caixa: aquele direcionado ao retorno para os acionistas, conhecido como *Free Cash Flow to the Equity* (FCFE), e o fluxo de caixa para firma, chamado comumente de *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).

Sobre o assunto, Póvoa (2020) discorre que o FCFE contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído entre os detentores de capital próprio investidos na companhia, após pagamento de juros aos credores. Por se referir ao fluxo que pertence aos acionistas e desconsiderar o valor pago aos credores, a construção do FCFE parte do lucro líquido da empresa e se desenvolve de acordo com a Equação 4.

Lucro Líquido

$$\begin{aligned}
 & - (\text{£}) \times \text{Investimento líquido (Investimentos físicos – depreciação)}_{t+1} \\
 & - (\text{£}) \times \text{Variação da necessidade de capital de giro}_{t+1} \\
 & + \text{Itens sem efeito-caixa no Demonstrativo de Resultados, além da depreciação} \\
 & + \text{Aumento de capital}_{t+1} \\
 & - \text{Cancelamento de capital}_{t+1} \\
 & + \text{Emissão de novas dívidas}_{t+1} \\
 & - \text{Pagamento de principal}_{t+1} \\
 & - \text{Partes estatutárias ou outra obrigação legal/estatutária} \\
 = & \text{FCFE}_{t+1} \quad (4)
 \end{aligned}$$

Equação 4 – *Free Cash Flow to the Equity*

Já a respeito do fluxo de caixa para firma (FCFF), Póvoa (2020) descreve como sendo todo o fluxo de caixa da empresa a ser distribuído para os credores e acionistas, sob a forma de juros e dividendos respectivamente. Como nesse caso tanto os acionistas quanto os credores são remunerados, o cálculo para chegar no FCFF parte do lucro operacional da empresa após a apuração dos impostos, sendo construído conforme a Equação 5.

$$\begin{aligned}
 & \text{Lucro operacional após os impostos} = \text{EBIT} (1-t) \\
 & \quad - \text{ Investimento líquido (Investimentos físicos – depreciação)}_{t+1} \\
 & \quad - \text{ Variação da necessidade de capital de giro}_{t+1} \\
 & \quad + \text{ Itens sem efeito-caixa no Demonstrativo de Resultados, além da depreciação} \\
 & \quad - \text{ Partes estatutárias ou outra obrigação legal/estatutária} \\
 & = \text{FCFF}_{t+1}
 \end{aligned} \tag{5}$$

Equação 5 – Free Cash Flow to the Firm

Damodaran (2012) pondera que, independentemente do tipo de fluxo de caixa escolhido, o resultado do *valuation* será consistente nos casos em que a taxa de desconto escolhida, ponto que será abordado posteriormente neste artigo, seja aplicável ao método em questão e as premissas de crescimento estejam de acordo com as expectativas futuras. No entanto, mesmo com aceitação de ambas as práticas, a mais difundida no mercado é a utilização do FCFF, pois assume-se que a estrutura de capital das empresas não é rígida, podendo variar o percentual de composição de seu capital entre seus credores e acionistas ao longo do tempo.

Grande parte da dificuldade de realização de um *valuation* correto está na projeção de fluxos de caixa consistentes, a partir da utilização de diferentes premissas. As projeções são utilizadas para tentar prever o crescimento da empresa nos curto e médio prazos. Dessa maneira, determinar o número de períodos a serem projetados é uma parte importante da modelagem financeira e, segundo Póvoa (2020), mesmo os mais experientes analistas tendem a encontrar dificuldades cada vez maiores de vislumbrar o futuro à medida que o período projetado vai aumentando. Para o autor, a partir do sexto ano de projeção o grau de subjetividade começa a aumentar exponencialmente, enquanto o grau de acerto da projeção cai na mesma proporção.

Como grande parte das projeções realizadas contemplam em média 5 anos, e a expectativa dos acionistas e outros *stakeholders* da empresa é de que o negócio seja sustentável por mais tempo, é utilizado um fator chamado de valor da perpetuidade ou

valor terminal que, segundo Koller, Goedhart e Wessels (2022), seria o valor do fluxo de caixa esperado da empresa além do período explícito, construído de acordo com a Equação 6.

$$\text{Valor terminal} = \frac{\text{Fluxo de caixa}_{t-1} \times (1 + G_{\text{perpet}})}{(R_{\text{perpet}} - G_{\text{perpet}})} \quad (6)$$

Onde:

G_{perpet} = taxa de crescimento na perpetuidade;

R_{perpet} = taxa de desconto utilizada na perpetuidade.

Equação 6 – Valor Terminal

2.1.3.2 Definição das Taxas de Crescimento

Damodaran (2012) define como padrão básico para a determinação da taxa de crescimento de uma empresa o histórico recente da companhia. No entanto, o autor ressalta a importância de entendimento de todo contexto da empresa, atentando para o fato de em certas ocasiões lucros negativos ou valores perto de zero distorcerem as taxas reais de crescimento.

Póvoa (2020) propõe alguns testes de consistência para validar o crescimento histórico analisado da empresa. Para isso, destaca que o crescimento do lucro de uma empresa só se faz viável em duas situações: (i) aumento da eficiência operacional, com nível de investimento constante, e (ii) aumento do montante de capital investido, com eficiência operacional estável. Dessa maneira, a taxa de crescimento, ou *growth* (g), se descreve de acordo com a Equação 7.

$$g = \text{Taxa de Reinvestimento} \times \text{ROC} \quad (7)$$

Onde:

g = taxa de crescimento

$\text{ROC} = \text{returno on capital}$ (retorno sobre capital investido).

Equação 7 – Taxa de Crescimento

2.2.3.3 Definição da Taxa de Desconto

Póvoa (2020) destaca a taxa de desconto com uma das duas variáveis mais importantes da metodologia do fluxo de caixa descontado, juntamente com a taxa de crescimento, abordada na subseção anterior. O autor destaca que a construção dessa taxa é a parte mais artística do *valuation*, e pode ser tratada como custo de oportunidade por ponderar o risco e retorno do investimento em determinado negócio.

A taxa de desconto mais usual é o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), índice definido por Koller, Goedhart e Wessels (2022) como a representação do retorno que os investidores esperam obter ao investir seus recursos em um negócio específico. O CMPC é composto por três fatores principais: o custo do capital próprio, o custo do capital de terceiros (custo das dívidas) e a estrutura de capital da empresa. A Equação 8 define a forma básica do custo médio ponderado de capital.

$$\text{CMPC} = (D/V) \times k_d \times (1 - T_m) + (E/V) \times k_e \quad (8)$$

Onde:

D/V = meta da razão entre dívida e valor usando valores de mercado;

E/V = meta da razão entre patrimônio líquido e valor usando valores de mercado;

k_d = custo da dívida;

k_e = custo do capital próprio;

T_m = alíquota tributária marginal da empresa sobre renda.

Equação 8 – Custo Médio Ponderado de Capital

Comparando-se os diferentes métodos, percebe-se que cada um deles apresenta peculiaridades em relação a suas aplicabilidades. A Tabela 1 traz, de forma resumida, as principais características de cada metodologia, fazendo ainda uma análise preliminar relativamente às suas eventuais aplicabilidades para avaliação de clubes de futebol.

		Descrição	Considerações	Aplicabilidade a clubes de futebol
Avaliação Patrimonial Contábil		<ul style="list-style-type: none"> Patrimônio líquido contábil da Companhia 	<ul style="list-style-type: none"> Reflete o valor da Companhia por critérios contábeis Não considera perspectivas futuras da companhia 	<ul style="list-style-type: none"> Baixa. Aplicada geralmente no caso de empresas em situação de falência.
Avaliação por Múltiplos	Índice Preço/Lucro	<ul style="list-style-type: none"> Avalia a empresa com base em um múltiplo de lucro líquido 	<ul style="list-style-type: none"> Método bastante difundido no mercado financeiro Não garante confiabilidade por misturar estrutura de capital e itens não operacionais 	<ul style="list-style-type: none"> Baixa. A geração de lucros não é uma prática comum entre os clubes de futebol.
	Valor da Firma/ EBITDA	<ul style="list-style-type: none"> Avalia a empresa com base em um múltiplo de EBITDA 	<ul style="list-style-type: none"> Considera somente fatores operacionais na sua construção Não recomendado para setores com resultado operacional negativo ou perto de zero 	<ul style="list-style-type: none"> Média. Diversos clubes não geram resultado operacional.
	Valor da Firma/ Receitas	<ul style="list-style-type: none"> Avalia a empresa com base em um múltiplo de receitas 	<ul style="list-style-type: none"> Aplicável em setores onde as empresas geram prejuízo Não recompensa as empresas que apresentam taxas de crescimento superiores a de suas concorrentes 	<ul style="list-style-type: none"> Alta. Prática mais utilizada para a avaliação de clubes de futebol.
Fluxo de Caixa Descontado (FCD)		<ul style="list-style-type: none"> Análise com base nas projeções econômico-financeiras de longo prazo da Companhia de acordo com o Plano de Negócios da Administração Desconto dos fluxos de caixa futuros da Companhia utilizando seu custo médio ponderado de capital (CMPC) 	<ul style="list-style-type: none"> Captura mudanças no setor e no desempenho esperado da Companhia no curto, médio e longo prazos através do impacto desses fatores no fluxo de caixa projetado 	<ul style="list-style-type: none"> Média. Uma grande parcela dos clubes prioriza o resultado esportivo à geração de caixa.

Tabela 1 – Análise crítica dos métodos de avaliação de empresa

2.2 ESTRUTURA FINANCEIRA DE CLUBES DE FUTEBOL

Como já mencionado ao longo deste artigo, o principal interesse dos clubes de futebol é atingir o sucesso esportivo, o que invariavelmente também acarreta o sucesso econômico da organização. Segundo Geurts (2016), visando atingir esse objetivo os clubes tendem a priorizar seus investimentos em jogadores de alta performance. Dessa maneira, os ativos mais valiosos do clube passam a ser os atletas que compõem a organização e que, ao longo do tempo, deixaram de ser tratados pelos gerentes esportivos como força de trabalho e passaram a ser considerados ativos financeiros.

Ainda sob essa perspectiva, Dantas e Boente (2011) destacam o risco considerável do setor em função dos principais ativos serem seres humanos. Os autores utilizam como exemplo de antagonismo máquinas que possuem um valor estimado de produção e que em condições normais entregam aquilo que foi proposto. Já no caso do futebol, o resultado projetado depende de inúmeros fatores de variabilidade, entre eles o desempenho dos atletas.

Associado aos fatores de risco de performance dos atletas, os clubes de futebol brasileiros, segundo XP (2022), apresentaram mudanças na composição da origem de suas receitas nos últimos anos. As receitas no âmbito do futebol são divididas em duas categorias: as receitas não-recorrentes, advindas da negociação de atletas, e as receitas

recorrentes, que englobam as demais categorias. O Gráfico 1 demonstra a divisão das receitas nos 20 principais clubes de futebol brasileiros entre os anos de 2017 e 2021.

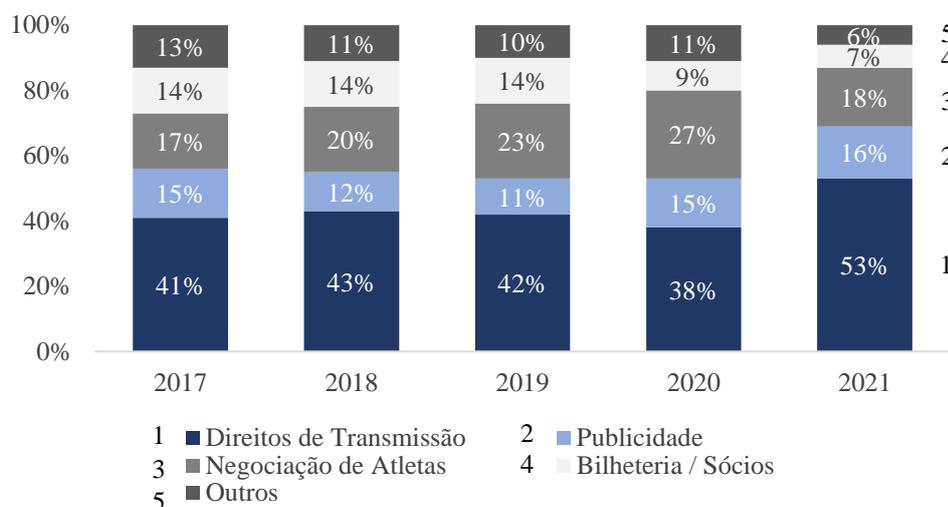


Gráfico 1 – Distribuição da receita dos top-20 clubes de futebol brasileiros

Essa composição de receita é a base para nortear as estratégias dos gestores dos clubes de futebol, que vêm buscando uma adaptação frente aos novos cenários impostos, para que dessa maneira consigam aproveitar as fortes tendências de crescimento de receitas em setores como direitos de transmissão e transação de atletas, que juntos aumentaram sua representatividade de 58% em 2017 para 71% em 2021.

Segundo Itaú (2020), quase 70% dos custos e despesas dos clubes brasileiros estão concentradas nos gastos com pessoal, e isso inclui atletas e outros funcionários do clube. O relatório ainda destaca que os investimentos acumulados dos clubes brasileiros da Série A totalizaram quase 1,4 bilhão de reais em 2020, enquanto a geração de caixa no mesmo período ficou perto de 917 milhões. Esse movimento demonstra a tendência de aumento do endividamento enfrentada pelos clubes de futebol nos últimos anos.

Com base nas informações fornecidas que apontam para a fragilidade financeira dos clubes brasileiros nos últimos anos e levando em consideração as particularidades de cada método de avaliação apresentados na Tabela 1, os estudos indicam que a metodologia mais apropriada para realizar uma avaliação justa seria a utilização de múltiplos de receitas.

3. MÉTODO DO TRABALHO

Na seção a seguir apresenta-se o setor no qual o trabalho foi desenvolvido, além do método de pesquisa empregado na realização do trabalho.

3.1 DESCRIÇÃO DO CENÁRIO

O presente trabalho desenvolveu-se no setor de futebol no Brasil, com foco nos 20 clubes que compõem hoje a primeira divisão do campeonato brasileiro. Entre os clubes citados, há representantes das mais diversas regiões do país, com características diferentes em relação à composição estrutural de suas organizações. Dos 20 clubes da Série A de 2022, apenas 3 deles, ou 15%, são compostos como empresas, casos do Cuiabá, Red Bull Bragantino e Botafogo. Percebe-se um grande potencial de mudança nesse cenário quando comparado com as 5 principais ligas de futebol do mundo (Alemã, Espanhola, Francesa, Inglesa e Italiana), que apresentam 92% de seus times constituídos como empresa.

O cenário do futebol no Brasil passou por mudanças no ano de 2021, com a promulgação da Lei das SAFs, apresentando benefícios ainda mais atrativos para os clubes que virassem empresas, com incentivos principalmente na renegociação de dívidas e na segurança transmitida aos investidores das organizações. Sob essa ótica, e considerando ainda que as dívidas tomadas pelos clubes brasileiros aumentaram significativamente nos anos recentes, como apresentado na seção de introdução deste estudo, a demanda por transformação dos clubes brasileiros em empresas está cada vez mais latente.

3.2 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa pode ser classificada, quanto à sua natureza, como aplicada, pois propõe-se a desenvolver uma ferramenta de avaliação econômico-financeira, aplicada especificamente aos clubes de futebol brasileiros (GERHARDT e SILVEIRA, 2009). Quanto à abordagem, classifica-se como quali-quantitativa, por envolver a análise contábil de clubes de futebol e se basear em modelos usuais de avaliação de empresas para o desenvolvimento de uma ferramenta alternativa. Em relação ao objetivo da pesquisa, trata-se de uma pesquisa explicativa, visto que tem como objetivo desenvolver uma ferramenta, que consiga demonstrar um valor financeiro justo a partir das informações de cada clube de futebol (GIL, 2002). O procedimento é classificado como estudo de caso,

pois o trabalho foi desenvolvido com foco no setor futebolístico brasileiro, utilizando das informações financeiras dos clubes da primeira divisão do Brasil para validação dos resultados (GERHARDT e SILVEIRA, 2009).

3.3 ETAPAS DO TRABALHO

O foco do estudo foi desenvolver uma ferramenta alternativa para a avaliação econômico-financeira dos clubes de futebol no Brasil, por meio do entendimento dos métodos já existentes e da aplicabilidade de cada um deles no cenário futebolístico. Para isso, o trabalho foi dividido em cinco (5) etapas: (1) Análise das estruturas financeiras dos clubes de futebol; (2) Análise das principais metodologias de *valuation* e definição da mais aderente ao modelo de negócio do futebol; (3) Desenvolvimento de uma ferramenta alternativa a partir das características identificadas; (4) Aplicação da ferramenta nos casos dos clubes da elite do futebol brasileiro; e (5) Análise dos resultados encontrados com a aplicação da ferramenta frente a outras metodologias de *valuation* e a *cases* realizados. A Figura 1 demonstra o fluxograma das etapas.

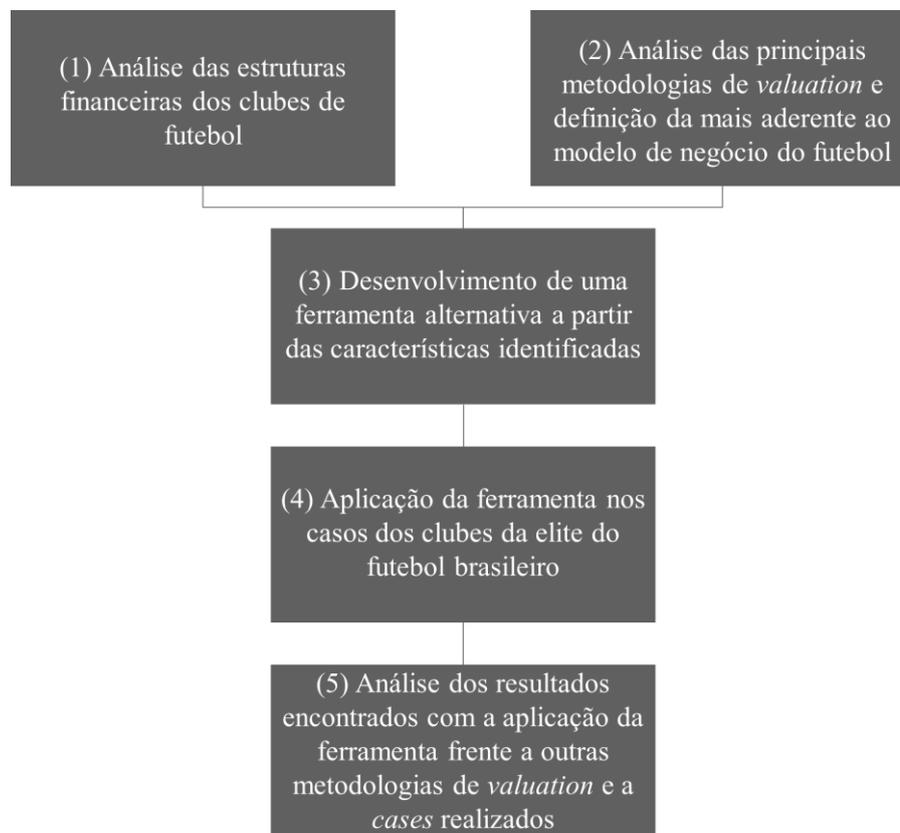


Figura 1 – Fluxograma das etapas do trabalho

Inicialmente os dados financeiros dos clubes da primeira divisão do campeonato brasileiro foram coletados e analisados, a fim de compreender-se as peculiaridades das estruturas financeiras dessas organizações. Buscou-se um aprofundamento nas principais receitas dos clubes, classificando-as em dois grupos distintos: (i) receitas recorrentes e (ii) receitas não recorrentes. Além disso, os custos e despesas dos clubes também foram analisados de maneira que o resultado operacional dessas organizações fosse compreendido em suas minúcias.

A segunda etapa, onde analisaram-se as principais metodologias de *valuation*, teve como objetivo aprofundar o conhecimento sobre o assunto, a fim de identificar as diferenças entre eles, buscando compreender a aplicabilidade específica de cada um dos modelos. Após essa análise, buscou-se entender qual modelo contemplaria melhor as características observadas na composição financeira e estrutural dos clubes do futebol, a partir do cruzamento dessas informações com as especificidades de cada modelo. De acordo com os modelos analisados, o de avaliação por múltiplo de receitas foi o que se mostrou mais aderente às características do futebol.

Na terceira etapa buscou-se entender as principais características dos clubes de futebol ignoradas durante um processo de avaliação econômico-financeira a partir das metodologias de *valuation* mais comuns, identificando-se pontos como o potencial de formação de atletas e a lotação média dos estádios. Com esses pontos mapeados, e apoiando-se no modelo selecionado na segunda etapa como o mais aderente ao setor do futebol, desenvolveu-se uma ferramenta em *Excel*, que atribui uma pontuação a indicadores não-financeiros e cruza essas informações com a metodologia original de forma que os resultados obtidos sejam balizados em diferentes fatores.

Com a ferramenta finalizada, os dados financeiros e não-financeiros dos 25 principais clubes de futebol do Brasil foram imputados no modelo, resultando em diferentes análises de valor para cada um dos casos. Essas análises foram realizadas utilizando-se os mesmos critérios para todos os clubes de forma que a comparação entre eles seja feita de forma imparcial.

A partir dos resultados obtidos na etapa 4, realizou-se uma análise comparativa com outras metodologias de *valuation*, de modo a validar a acurácia da ferramenta desenvolvida e entender a efetividade de sua aplicação no setor do futebol. Destaca-se que os dados financeiros utilizados para a realização dessa análise comparativa foram os

mesmos que aqueles mencionados na etapa anterior, estabelecendo assim os mesmos parâmetros de análise.

A ferramenta foi construída com base nos dados financeiros e não-financeiros de 2021 dos 25 principais clubes brasileiros. Visando uma atualização dos resultados para cenários futuros, sugere-se a realização de ajustes nos parâmetros utilizados, de forma a calibrar os fatores de ajuste.

4. DESENVOLVIMENTO DA FERRAMENTA

Conforme abordado no segundo capítulo deste trabalho, a metodologia de *valuation* mais apropriada para o setor de futebol é o método de avaliação por múltiplos de receitas. Nesse sentido, a ferramenta desenvolvida ao longo desta pesquisa baseou-se nessa abordagem. Todavia, é necessário destacar que os clubes de futebol apresentam características que os distinguem de outros modelos de negócios. Como mencionado na seção teórica deste estudo, o setor de futebol envolve fatores como paixão dos torcedores, imprevisibilidade dos resultados esportivos, além da volatilidade das receitas e despesas. Dessa forma, é importante que os métodos de *valuation* aplicados aos clubes de futebol considerem essas particularidades, a fim de garantir uma análise mais precisa e realista do valor do negócio. Portanto, a ferramenta desenvolvida neste estudo levou em conta esses aspectos distintivos, visando fornecer um resultado mais preciso e relevante para a tomada de decisão nos negócios relacionados ao futebol.

O desenvolvimento da ferramenta foi dividido em cinco (5) etapas: (1) Levantamento da amostra de clubes a serem avaliados; (2) Levantamento dos dados financeiros e não-financeiros dos clubes avaliados; (3) Cálculo dos múltiplos de receitas de referência; (4) Definição dos critérios qualitativos de ajuste; (5) Consolidação dos resultados para o caso dos clubes brasileiros. De posse desses resultados, deve-se ainda encaminhar eventuais ajustes no levantamento dos dados financeiros e não-financeiros para futuros ciclos de avaliação. A Figura 2 mostra o fluxo lógico utilizado durante o desenvolvimento.

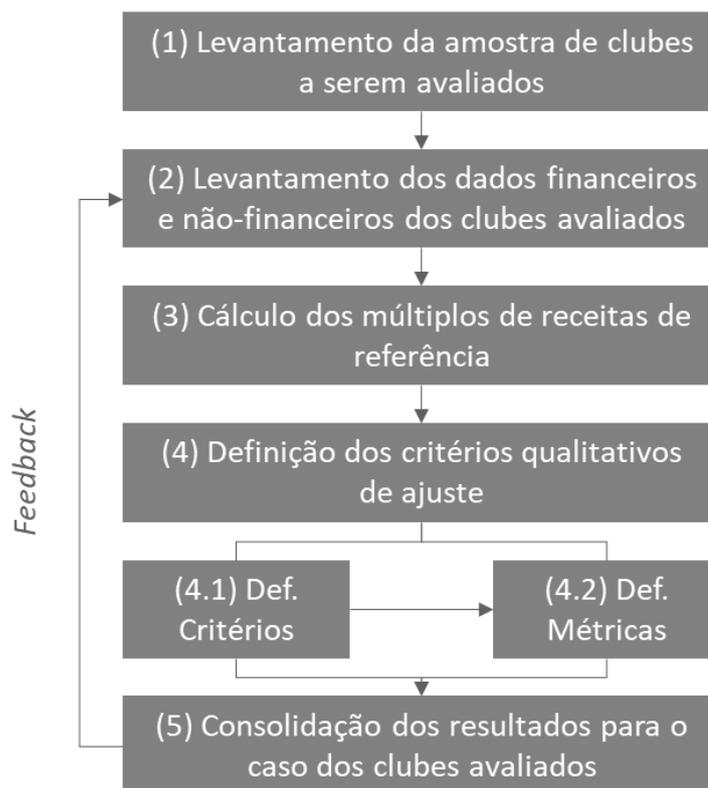


Figura 2 – Fluxograma do desenvolvimento da ferramenta

4.1 LEVANTAMENTO DA AMOSTRA DE CLUBES A SEREM AVALIADOS

Para a realização deste trabalho, foi realizada a seleção de 25 clubes brasileiros: os 20 clubes que participarão da Série A do Campeonato Brasileiro de Futebol em 2023, além de outros 5 clubes da Série B. Essa escolha foi baseada em uma série de critérios que incluíram, entre outros, a relevância e o tamanho dessas organizações no cenário nacional de futebol. Também foi considerada a facilidade de acesso a informações confiáveis e atualizadas desses clubes em comparação com instituições menores e menos conhecidas. Isso ocorre porque muitos times menores ainda enfrentam dificuldades para investir em infraestrutura e tecnologia, o que pode limitar o acesso e a qualidade das informações disponíveis sobre suas atividades.

Além disso, outra razão importante para a escolha desses clubes é o potencial de envolvimento em transações no modelo das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs) apresentado por eles. Dessa maneira, foi ponderada a necessidade potencial que cada um desses clubes apresentaria em caso de avanço nas negociações para criação de SAFs. A Tabela 2 apresenta os times selecionados.

Clube	Divisão 2023
América MG	Série A
Atheltico PR	Série A
Atlético GO	Série B
Atlético MG	Série A
Avaí	Série B
Bahia	Série A
Botafogo	Série A
Ceará	Série B
Corinthians	Série A
Coritiba	Série A
Cruzeiro	Série A
Cuiabá	Série A
Flamengo	Série A
Fluminense	Série A
Fortaleza	Série A
Goiás	Série A
Grêmio	Série A
Internacional	Série A
Palmeiras	Série A
Ponte Preta	Série B
RB Bragantino	Série A
Santos	Série A
São Paulo	Série A
Sport	Série B
Vasco	Série A

Tabela 2 – Amostragem dos clubes

4.2 LEVANTAMENTO DOS DADOS FINANCEIROS E NÃO-FINANCEIROS DOS CLUBES AVALIADOS

Com os clubes selecionados, deu-se início à coleta de dados a serem utilizados para o desenvolvimento dos critérios de ajuste da ferramenta desenvolvida. Visando a ponderação de fatores financeiros com não-financeiros, os dados coletados se dividiram nessas duas categorias. Entre as informações financeiras coletadas constam faturamento, custos com salários de atletas e endividamento líquido. As informações não-financeiras contemplam dados como: capacidade do estádio e percentual médio de lotação, quantidade de seguidores em redes sociais, e lista de clubes com ‘selo formador’. As Tabelas 1, 2, 3 e 4 do Apêndice contemplam os dados financeiros e não-financeiros citados.

Além das demonstrações financeiras dos clubes, alguns relatórios da CBF e de outros veículos de mídia foram utilizados como fontes de informações. A coleta de dados também foi realizada através de relatórios setoriais do futebol brasileiro, elaborados por importantes instituições financeiras como o Itaú, que foi responsável pelo relatório intitulado ‘Análise Econômico-Financeira dos Clubes Brasileiros de Futebol em 2020’. Além disso, foram utilizados relatórios produzidos por consultorias estratégicas como a Ernest Young, que anualmente publica o relatório ‘Levantamento Financeiro dos Clubes Brasileiros’.

4.3 CÁLCULO DOS MÚLTIPLOS DE RECEITAS DE REFERÊNCIA

Para o desenvolvimento da ferramenta, realizou-se uma pesquisa em mercados de futebol mais desenvolvidos, localizados na Europa, a fim de se obter referências sobre os valores de mercado dos clubes. Foram coletados dados de receita e valor de mercado de 33 clubes europeus no período de 2016 a 2021. A partir desses valores obtidos, foi possível calcular os múltiplos de receitas praticados por essas organizações nas últimas temporadas, como apresentado na Tabela 3. Essa análise comparativa é fundamental para o estabelecimento de padrões de referência para o mercado de futebol e fornece *insights* valiosos para a compreensão da dinâmica de precificação dos clubes.

Enterprise Value / Receita	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Real Madrid CF	4,7	4,4	3,9	4,3	5,0	4,5
FC Barcelona	4,4	4,3	4,0	3,2	4,5	4,9
Manchester United FC	4,2	4,6	4,9	4,5	5,8	4,8
FC Bayern München	3,6	4,2	4,1	4,1	4,5	4,3
Liverpool FC	3,2	3,1	3,1	3,5	4,8	4,2
Manchester City FC	3,1	3,7	3,8	4,0	4,7	3,4
Chelsea FC	3,3	3,7	3,5	4,3	4,7	3,8
Paris Saint-Germain FC	1,6	2,1	2,1	2,1	3,5	3,2
Tottenham Hotspur FC	2,9	2,8	3,0	3,2	4,6	4,2
Juventus FC	2,9	3,0	3,3	3,4	4,3	3,4
Arsenal FC	3,5	4,0	4,8	4,5	4,8	3,9
Borussia Dortmund	2,9	2,9	3,3	2,9	3,5	3,6
Atlético de Madrid	2,6	2,9	3,0	2,7	3,6	3,4
FC Internazionale Milano	2,2	1,6	1,7	1,9	3,4	2,6
FC Schalke 04	2,8	3,0	2,8	2,4	3,7	
Olympique Lyonnais	1,2	1,6	2,6	2,1	3,0	
SSC Napoli	2,7	2,0	2,8	2,7	3,4	2,8
Everton FC	2,8	2,3	2,4	2,6	2,5	
AC Milan	2,5	2,8	2,5	2,7	3,4	2,0
Leicester City FC		1,7	3,3	3,2	3,3	1,7
AFC Ajax			3,1	1,6	2,7	3,3

AS Roma	1,6	2,6	1,8	2,2		2,1
Valencia CF					2,4	
Atalanta BC						1,9
SL Benfica	1,9	2,2	2,2	1,7	2,4	
Sevilla FC			1,9			1,7
Galatasaray SK	1,4		2,9	1,7		
SS Lazio						1,8
FC Porto					3,6	
Fenerbahçe SK	1,6					
Beşiktaş JK			2,0			
Celtic FC				2,7		
West Ham United FC			2,7	2,7	3,6	
Média	2,8	3,0	3,0	2,9	3,8	3,3
Mediana	2,8	2,9	3,0	2,7	3,6	3,4
Média 3 anos			2,9	3,0	3,3	3,3
Média 5 anos					3,1	3,2
Média 6 anos						3,1

Tabela 3 – Tabela de múltiplos de receita de clubes europeus

Para a base de cálculo da ferramenta foi utilizada a mediana dos múltiplos dos clubes europeus no ano de 2021, resultando no valor de aproximadamente 3,4 vezes a receita. O primeiro ajuste realizado para o caso dos clubes brasileiros, demonstrado na Tabela 4, foi a aplicação de uma taxa de desconto de 10% sobre a mediana calculada, de forma a ponderar o nível de maturidade do mercado brasileiro em relação aos mercados europeus.

Múltiplo Receita	
Múltiplo Clubes Europeus	3,38
Desconto Europeus -> Brasileiros	10%
Múltiplo Clubes Brasileiros	3,05
Ajuste de Múltiplo	-0,34

Tabela 4 – Ajuste múltiplo de receitas Europeus --> Brasileiros

4.4 DEFINIÇÃO DOS CRITÉRIOS QUALITATIVOS DE AJUSTE

A ferramenta desenvolvida para avaliação de clubes de futebol considerou não somente o desconto em relação aos clubes europeus, mas também outros seis critérios selecionados para ponderar aspectos intangíveis que contribuem para a construção do valor dessas organizações. A escolha desses critérios teve como objetivo avaliar elementos que transcendem as meras métricas financeiras e que podem ter um papel significativo na determinação do valor de um clube de futebol. A análise desses pontos

levou em consideração desde aspectos financeiros, como o crescimento da receita e indicadores de lucratividade, até aspectos mais subjetivos, como o engajamento dos torcedores e a popularidade do time.

Assim, foram selecionados critérios que abrangem tanto a dimensão quantitativa quanto a qualitativa da operação do clube de futebol, resultando em uma análise mais completa e precisa do valor dessas organizações. A Tabela 5 traz a descrição de cada um dos seis critérios utilizados na ferramenta, juntamente com as métricas utilizadas para ponderá-los no cálculo dos múltiplos.

#	Critério	Métrica
1	Desenvolvimento Financeiro	CAGR da Receita nos últimos 5 anos
2	Engajamento do Torcedor	% do estádio ocupado
		Categoria Estádio
3	Lucratividade	Salários/Receita Recorrente (%)
4	Popularidade	# de seguidores ('000)
5	Potencial de Formação	Selo Formador
6	Futuro do clube	Divisão para o ano seguinte

Tabela 5 – Critérios qualitativos de ajuste do múltiplo de receitas

Para a construção dos 6 critérios de ponderação citados, foi necessária a coleta de informações acerca dos 25 clubes brasileiros que foram avaliados durante o desenvolvimento do trabalho. Para tanto, foram acessados os relatórios contábeis divulgados pelos clubes, além de outras bases de informação oficiais, como relatórios emitidos pela Confederação Brasileira de Futebol (CBF).

A seguir são apresentados os 6 critérios: (i) Desenvolvimento Financeiro; (ii) Engajamento do Torcedor; (iii) Lucratividade; (iv) Popularidade; (v) Potencial de Formação e (vi) Futuro do Clube.

4.4.1 Desenvolvimento Financeiro

Para a construção do critério de desenvolvimento financeiro, a métrica utilizada é a taxa de crescimento anual composta (CAGR) da receita nos últimos 5 anos. Sendo assim, foram utilizados no cálculo os faturamentos dos anos de 2017 e 2021, conforme demonstrado no Equação 9.

$$CAGR = (Fat21/Fat17)/(1/4)-1 \quad (9)$$

Onde:

Fat17 = Faturamento em 2017;

Fat21 = Faturamento em 2021.

Equação 9 – Taxa de Crescimento Anual Composta

O Critério 1 de ajuste de múltiplo é utilizado para avaliar a valorização de um clube de futebol em relação a outros clubes no mercado. Esse ajuste é feito com base na diferença do *CAGR* da receita do clube nos últimos cinco anos em relação ao *CAGR* médio dos clubes brasileiros, que é de 18,7%. Se o *CAGR* do clube em questão for maior que o *CAGR* médio dos clubes brasileiros, o múltiplo usado na avaliação será ajustado para cima, refletindo um prêmio em relação aos demais clubes. Por outro lado, se o *CAGR* for menor, o múltiplo será ajustado para baixo, refletindo um desconto em relação aos outros clubes.

Cada variação de 1% em relação à média do *CAGR* resulta em uma alteração de 0,01 no ajuste do múltiplo. No entanto, o ajuste é limitado a um prêmio máximo de 0,81 nos casos em que os clubes apresentam um *CAGR* de 100% ou mais. Esse limite é aplicado para evitar distorções significativas na avaliação de clubes com crescimento exponencial da receita. A Tabela 6 apresenta o caso do Ceará, que atingiu um *CAGR* de 49,3%, 30,6 pontos percentuais a mais que a média dos clubes brasileiros, resultando em um ajuste 0,306 no múltiplo final de receita.

Desenvolvimento financeiro	
Variável dependente	0,01
Média clubes brasileiros	18,7%
CAGR atual	49,3%
CAGR ajustado	100%
Diferença Aplicável	30,6
Ajuste de Múltiplo	0,306

Tabela 6 – Desenvolvimento financeiro do Ceará

4.4.2 Engajamento do Torcedor

O desempenho do clube em relação ao engajamento de seus torcedores é avaliado considerando dois parâmetros: a capacidade total do estádio e o percentual médio de lotação durante a temporada 2021. A capacidade total dos estádios foi utilizada para

classificá-los em faixas, de modo a conceder um prêmio de ajuste maior para aqueles com maior capacidade, conforme demonstrado na Tabela 7.

Capacidade	Prêmio Máximo
Até 20.000	0,20
Entre 20.000 e 40.000	0,40
Entre 40.000 e 55.000	0,60
Acima de 55.000	0,80

Tabela 7 – Prêmio máximo por faixa de capacidade

O percentual médio de lotação é utilizado para comparar o desempenho do clube com outros que estejam enquadrados na mesma faixa de capacidade do estádio. Se o valor do percentual médio de lotação do clube for superior à média de sua categoria, o clube é premiado. O prêmio é calculado multiplicando-se a diferença em pontos percentuais pela variável dependente, que corresponde a um centésimo do prêmio máximo de cada categoria. Entretanto, se o valor do clube for inferior à média de sua categoria, nenhuma penalização é atribuída.

No caso do Flamengo, o clube foi enquadrado na faixa dos estádios com capacidade acima de 55.000, e, portanto, recebeu uma variável dependente de 0,008, que corresponde a um centésimo do valor máximo de 0,8. A ocupação média dos estádios dessa categoria no Brasil em 2021 foi de 51%, enquanto o Flamengo alcançou 69%. Como resultado, o clube recebeu um prêmio de 0,15, que é a multiplicação da variável dependente pelos 18 pontos percentuais acima da média. Os dados estão apresentados na Tabela 8.

Ocupação dos Estádios	
Faixa de Capacidade	Acima de 55.000
Variável dependente	0,008
Média clubes brasileiros	51%
% de ocupação	69%
% de ocupação ajustado	100%
Diferença Aplicável	18
Ajuste de Múltiplo	0,15

Tabela 8 – Engajamento do torcedor do Flamengo

4.4.3 Lucratividade

De acordo com o relatório Deloitte Football Money League (2020), os clubes de futebol gastam em média 60% de suas receitas recorrentes em salários de jogadores. Para

avaliar a lucratividade dos clubes, foi utilizado o critério de relação entre a folha salarial e as receitas recorrentes, calculando a diferença em relação ao nível ótimo de 60%.

Os clubes com uma folha salarial mais enxuta, ou seja, com um percentual mais baixo em relação às receitas recorrentes, receberam um prêmio pela eficiência demonstrada, enquanto os clubes que apresentaram um percentual acima do nível ótimo receberam um desconto no cálculo do seu múltiplo. O valor do prêmio ou desconto recebido é determinado pela multiplicação de uma variável dependente, com valor de 0,02, pelo desvio, em pontos percentuais, em relação ao nível ótimo.

Os dados das Tabelas 9 e 10 demonstram o indicador de lucratividade do RB Bragantino e da Ponte Preta, respectivamente. O RB Bragantino apresentou uma relação de 44,3% entre salários e receita recorrente, recebendo um prêmio pela eficiência demonstrada. Já a Ponte Preta demonstrou ser ineficiente nesse ponto, atingindo um percentual de 102,8%, recebendo um desconto de aproximadamente 0,86 no cálculo do seu múltiplo, representado pela multiplicação da variável dependente pelo desvio de 42,8 pontos percentuais do nível ótimo.

% do salário/receita recorrente	
Nível Ótimo	60,0%
Variável Dependente	0,02
Valor Atual	44,3%
Diferença	15,7
Ajuste de Múltiplo	0,31

Tabela 9 – Indicador de lucratividade do RB Bragantino

% do salário/receita recorrente	
Nível Ótimo	60,0%
Variável Dependente	0,02
Valor Atual	102,8%
Diferença	-42,8
Ajuste de Múltiplo	-0,86

Tabela 10 – Indicador de lucratividade da Ponte Preta

4.4.4 Popularidade

O Critério 4 foi criado com o intuito de avaliar a popularidade dos clubes brasileiros e premiar aqueles que se destacam no cenário nacional. Para isso, o critério leva em consideração a quantidade de seguidores que os clubes possuem nas redes sociais Instagram e Twitter, que são atualmente as mais relevantes nesse sentido. Esse indicador

é importante pois permite avaliar a exposição de marca e a força dos clubes no país, o que, por sua vez, contribui para agregar mais valor ao negócio. O critério premia os clubes que possuem um número de seguidores no Instagram e Twitter somados acima da mediana dos clubes brasileiros, que atualmente é de cerca de 2,6 milhões.

Para determinar a premiação, foi estabelecido um prêmio de 0,05 no múltiplo de receitas a cada milhão de seguidores que excedesse os 2,6 milhões. No entanto, o prêmio é limitado a um ajuste máximo de 0,37 nos casos em que o clube apresente 10 milhões ou mais de seguidores em suas principais redes sociais, a fim de evitar distorções no valor da premiação. Em situações em que o número de seguidores de um clube é inferior à mediana estabelecida, nenhum tipo de desconto é aplicado.

A Tabela 11 apresenta o exemplo do Palmeiras, um clube com muitos torcedores, e que totaliza cerca de 8,2 milhões de seguidores nas suas redes sociais. Esse valor coloca o Palmeiras a uma distância considerável da mediana dos clubes brasileiros, com uma diferença de cerca de 5,6 milhões de seguidores a mais. Como resultado, o clube recebe um ajuste no múltiplo de 0,28, que corresponde ao prêmio estabelecido pelo Critério 4 para cada milhão de seguidores que excedem a mediana.

Número de Seguidores	
Variável dependente	0,05
Mediana clubes brasileiros	2.607
# de seguidores atual	8.239
# de seguidores ajustado	10.000
Diferença Aplicável (em Milhões)	5,6
Ajuste de Múltiplo	0,28

Tabela 11 – Nível de popularidade do Palmeiras

4.4.5 Potencial de Formação

A Confederação Brasileira de Futebol (CBF) desenvolveu um selo para reconhecer e incentivar os clubes que investem na formação de jovens jogadores, chamado de ‘selo formador’. Esse selo é concedido aos clubes que atendem a certos critérios de desenvolvimento, que incluem a manutenção de uma equipe de base, a organização de torneios para diferentes categorias de jovens jogadores e a formação de atletas que disputem competições oficiais.

O Critério 5, que faz parte do cálculo do valor final dos clubes, atribui um valor de 0,3 no múltiplo final nos casos em que o clube possui o selo formador. Esse critério

visa premiar os clubes que investem na formação de atletas e, por consequência, na valorização de seu elenco, que é considerado o principal ativo de um clube de futebol. A Tabela 12 demonstra o caso de um clube que detenha o selo.

Selo Formador	
Selo Formador	Sim
Ajuste de Múltiplo	0,30

Tabela 12 – Potencial de formação

4.4.6 Futuro do Clube

No estudo, foram avaliados 25 clubes e constatou-se que 5 deles jogarão a segunda divisão do campeonato brasileiro em 2023. Para levar em conta a grande disparidade de receita entre clubes da série A e B, foi implementado um desconto para os clubes que jogarão na segunda divisão. Esse desconto tem o objetivo de refletir a mudança financeira que ocorre quando um clube é rebaixado, perdendo ou reduzindo seu acesso a ativos financeiros, como exposição de marca, premiações e acordos de transmissão.

Para calcular esse desconto, foi analisada a diferença entre a receita média de um clube da série A e da série B em 2021. A cada 1% de desconto entre os valores, é aplicado uma redução de 0,005 no múltiplo. Com base nas receitas médias de 330 milhões e 45 milhões de reais para clubes da série A e B, respectivamente, o desconto aplicado no múltiplo para um clube da série B ficou em 0,43, conforme apresentado na Tabela 13.

Divisão Próxima Temporada	
Divisão	Série B
Variável Dependente	0,005
Faturamento Médio Série A	330
Faturamento Médio Série B	45
Desconto Série B/Série A	-86%
Ajuste de Múltiplo	-0,43

Tabela 13 – Futuro de um clube na série B

4.5 CONSOLIDAÇÃO DOS RESULTADOS PARA O CASO DOS CLUBES AVALIADOS

A ferramenta, desenvolvida em Excel, é de fácil operacionalização, com variação apenas no time selecionado a ser avaliado pelo método desenvolvido. Para tanto, para operacionalizar a ferramenta, deve-se selecionar o nome do time, que por sua vez buscará, de forma automática, os *inputs* necessários para o cálculo dos ajustes. A Tabela 14 retrata o caso do Flamengo.

Nome do Clube	Flamengo
----------------------	-----------------

#	Critério	Métrica	Input
1	Desenvolvimento Financeiro	CAGR da Receita nos últimos 5 anos	13%
2	Engajamento do Torcedor	% do estádio ocupado	69%
		Categoria Estádio	Acima de 55.000
3	Lucratividade	Salários/Receita Recorrente (%)	34%
4	Popularidade	# de seguidores ('000)	26.461
5	Potencial de Formação	Selo Formador	Sim
6	Futuro do clube	Divisão para o ano seguinte	Série A

Tabela 14 – Tabela de *inputs* do Flamengo

Para consolidar os diferentes critérios de ajuste, foi necessário formatar o cálculo do múltiplo final para cada um dos clubes brasileiros avaliados. Esse cálculo foi realizado com base na mediana dos múltiplos de receitas dos 33 clubes europeus selecionados, adicionando-se a ele cada um dos ajustes desenvolvidos.

Com o múltiplo final, após a realização de todos os ajustes, torna-se possível realizar o cálculo do valor total do clube, chamado nesse caso de *Enterprise Value* ou ‘Valor do Negócio’, bastando multiplicar o valor do múltiplo pela receita total do clube. Para calcular-se o valor atribuível aos cotistas da organização, chamado de *Equity Value*, basta subtrair do *Enterprise Value*, a dívida líquida do clube. O resultado da aplicação no caso do Flamengo está demonstrado na Tabela 15 e nos Gráficos 2 e 3.

Resultados	
Drivers do Múltiplo	Prêmio/Desconto do Múltiplo
Clubes Europeus	3,4
Europeus -> Brasileiros	-0,3
Desenvolvimento Financeiro	-0,1
Engajamento do Torcedor	0,1
Lucratividade	0,5
Popularidade	0,4
Potencial de Formação	0,3
Futuro do clube	0,0
Múltiplo Final	4,3
Receita (R\$ Mi)	1.025
Enterprise Value (R\$ Mi)	4.446
(-) Dívida Líquida (R\$ Mi)	-323
Equity Value (R\$ Mi)	4.123

Tabela 15 – Resultados do Flamengo

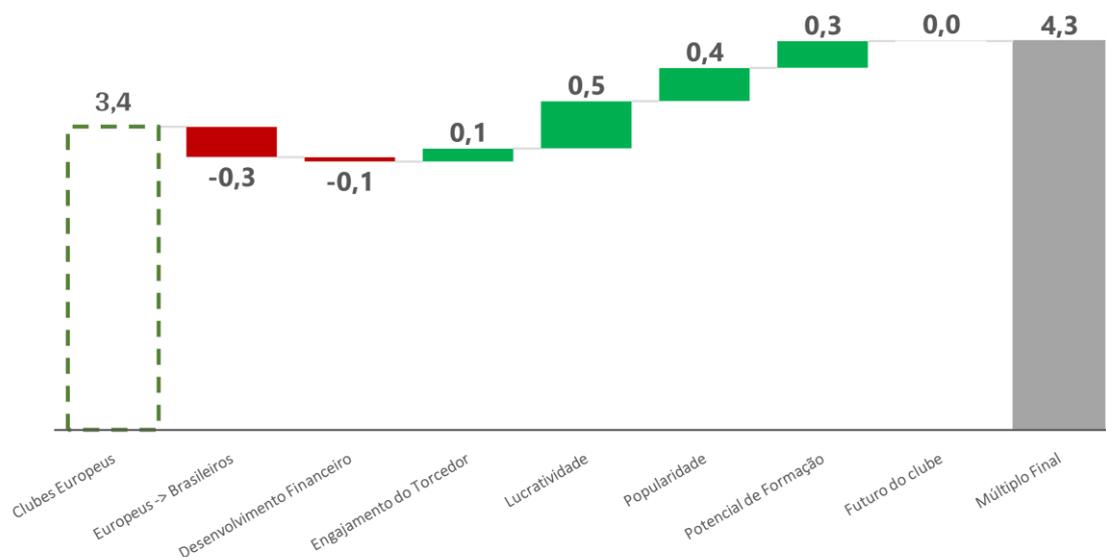


Gráfico 2 – Composição do múltiplo de receitas do Flamengo

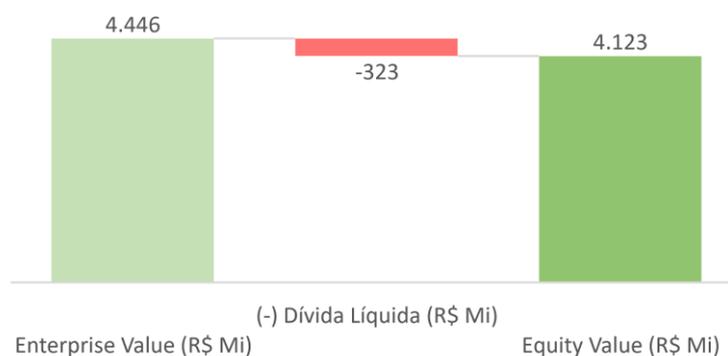


Gráfico 3 – Resultado do *valuation* do Flamengo

5. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Após a finalização da etapa de construção, a ferramenta foi aplicada no caso dos 25 clubes brasileiros selecionados. Os dados coletados nas Tabelas 1, 2, 3 e 4 do Apêndice foram inseridos nas áreas correspondentes da ferramenta, conforme exemplificado na Tabela 14 para o caso do Flamengo. Com os dados inseridos na ferramenta, cada um dos vinte e cinco clubes foi avaliado de acordo com suas particularidades, resultando em um múltiplo de receita próprio. A partir do múltiplo de receita de cada clube, foi possível determinar o *enterprise value* de cada um deles, multiplicando a receita realizada em 2021 pelo valor de múltiplo resultante.

Os resultados obtidos pela ferramenta foram comparados com os valores determinados pela metodologia padrão de múltiplos de receita. Nessa metodologia, um

valor de referência do setor é utilizado no cálculo, que neste caso foi de 3,4, que corresponde à mediana dos 33 clubes europeus selecionados em 2022, como apresentado na Tabela 3.

A comparação entre os resultados das duas metodologias revelou diferenças. Alguns clubes apresentaram valores superiores ao seu valor base quando avaliados pela ferramenta proposta, enquanto outros apresentaram valores inferiores. Essas diferenças podem ser atribuídas aos diferentes indicadores considerados no cálculo do múltiplo final. Os resultados comparando as duas metodologias, assim como os desvios apresentados entre elas para cada um dos 25 clubes, estão demonstrados na Tabela 16.

Clube	Receita 2021 (MM R\$)	Múltiplo Base	Múltiplo Ferramenta	Valuation Base (MM R\$)	Valuation Ferramenta (MM R\$)	Desvio Absoluto (MM R\$)	Desvio Percentual
América MG	102	3,4	3,7	345	377	32	9,3%
Atheltico PR	260	3,4	3,8	880	986	106	12,1%
Atlético GO	113	3,4	3,2	382	365	-17	-4,4%
Atlético MG	475	3,4	3,5	1.607	1.670	63	3,9%
Avai	25	3,4	1,9	85	47	-37	-43,9%
Bahia	209	3,4	3,4	707	705	-2	-0,3%
Botafogo	126	3,4	2,8	426	359	-68	-15,9%
Ceará	159	3,4	3,4	538	534	-4	-0,8%
Corinthians	502	3,4	4,1	1.698	2.045	347	20,4%
Coritiba	88	3,4	3,3	298	287	-10	-3,5%
Cruzeiro	122	3,4	3,4	413	419	6	1,4%
Cuiabá	70	3,4	3,8	237	263	26	11,0%
Flamengo	1025	3,4	4,3	3.468	4.446	978	28,2%
Fluminense	319	3,4	3,6	1.079	1.134	55	5,1%
Fortaleza	168	3,4	4,1	568	691	122	21,5%
Goiás	50	3,4	2,9	169	143	-26	-15,4%
Grêmio	480	3,4	3,8	1.624	1.831	207	12,7%
Internacional	364	3,4	3,5	1.232	1.268	37	3,0%
Palmeiras	966	3,4	4,3	3.268	4.159	890	27,2%
Ponte Preta	28	3,4	1,7	95	47	-48	-50,5%
Redbull Bragantino	291	3,4	4,5	985	1.302	317	32,2%
Santos	371	3,4	4,0	1.255	1.480	225	17,9%
São Paulo	465	3,4	3,8	1.573	1.757	184	11,7%
Sport	94	3,4	2,6	318	240	-78	-24,5%
Vasco	181	3,4	3,6	612	654	42	6,8%

Tabela 16 – Resultados da aplicação da ferramenta nos 25 clubes selecionados

Dos 25 clubes que foram avaliados, três deles recentemente negociaram a venda de parte de suas cotas no processo de formação de suas Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs) a múltiplos de receitas diferentes: o Cruzeiro a 3,1 vezes a receita, o Botafogo a 4,0 vezes a receita e o Vasco ultrapassou o múltiplo de 5x, sendo negociado a 1,1 bilhão de reais. Ao comparar esses valores com os resultados obtidos pela ferramenta desenvolvida, notou-se que apenas o Cruzeiro apresentou um valor acima do preço pago no negócio. Já nos casos do Botafogo e do Vasco, o múltiplo utilizado para precificar o ativo durante a negociação foi consideravelmente mais alto do que o apresentado no estudo. Isso se deve a diversos fatores, como a especulação de mercado acerca dos clubes brasileiros, em função da alta procura de investidores estrangeiros, uma vez que a Lei das SAFs apresenta maiores garantias para o aporte de capital nessas organizações.

Ao analisar o preço de cada negociação, é importante considerar não apenas o múltiplo pago, mas também o valor absoluto pago pelo negócio. Embora o múltiplo pago possa ser um indicador relevante da avaliação do negócio, ele pode não refletir totalmente o impacto financeiro que a transação terá sobre o clube. Isso é especialmente importante para clubes que apresentam uma receita pequena, pois uma mudança no múltiplo pago pode não ter um impacto significativo no valor total do negócio.

Os dados analisados apontam para a dificuldade de avaliação do valor de ativos como os clubes de futebol, uma vez que dependem de fatores subjetivos em sua estruturação. No entanto, a ferramenta proposta, que utiliza seis critérios de ajuste apresentados na seção 4.4, tem como objetivo orientar as medidas tomadas pelos gestores dos clubes para a valorização de seus ativos. Nesse sentido, é altamente recomendado que os indicadores intermediários, que são justamente os ajustes propostos, sejam acompanhados com uma periodicidade pré-estabelecida, a fim de auxiliar nas tomadas de decisão pelos gestores. Assim, a adoção da ferramenta proposta pode ser uma estratégia valiosa para os clubes de futebol que desejam aumentar o valor de seus ativos e, conseqüentemente, aprimorar sua posição no mercado.

6. CONCLUSÃO

O presente trabalho se propôs a desenvolver uma ferramenta para avaliação do valor dos clubes de futebol, com base em critérios objetivos e subjetivos que compõem a estrutura dessas organizações. Através da análise de dados de diversos clubes brasileiros, foi possível constatar a complexidade da avaliação de ativos nesse setor, que envolve uma série de fatores intangíveis e subjetivos. Contudo, a ferramenta proposta se mostrou capaz de fornecer orientações úteis para os gestores dos clubes, através de critérios de ajuste que devem ser acompanhados periodicamente. Dessa forma, espera-se que a adoção da ferramenta possa contribuir para a valorização dos ativos dos clubes de futebol, aumentando sua competitividade no mercado e proporcionando benefícios tanto para as próprias organizações quanto para os torcedores e demais *stakeholders* envolvidos no mundo do futebol.

Nesse sentido, a estimativa de valor dos clubes de futebol pode variar consideravelmente ao longo do tempo, dependendo da situação do clube no mercado e da sua performance em campo. Sugere-se, portanto, que os critérios empregados na ferramenta sejam revistos e atualizados à medida que a base de transações de clubes brasileiros aumente e novas referências de valor sejam estabelecidas. Isso possibilitará a

melhoria contínua da ferramenta, assegurando sua relevância e precisão ao longo do tempo. Além disso, vale ressaltar que a ferramenta desenvolvida pode ser adaptada para outros esportes, desde que sejam considerados os parâmetros específicos de cada negócio. Assim, espera-se que este trabalho possa ser uma contribuição para a gestão mais eficiente e sustentável dos clubes esportivos, em benefício de todos os envolvidos.

Cabe ressaltar que, em relação à flexibilidade da ferramenta, além do potencial significativo para sua adaptação e aplicação em diferentes esportes, há a possibilidade de incorporar novos critérios de ajuste para aprimorar a precisão da análise. Para garantir a validade dos resultados, é essencial que tanto os critérios existentes quanto os novos sejam submetidos à validação por especialistas na área, de modo a aumentar a confiabilidade e robustez do estudo.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2021. 4.
- DANTAS, M. G. S.; BOENTE, D. R. **A Eficiência Financeira e Esportiva dos Maiores Clubes de Futebol Europeus Utilizando a Análise Envoltória de Dados**. Revista de Contabilidade e Organizações, v. 5, 2011
- DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. 4. ed. Nova Iorque: Wiley, 2012.
- GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo. **Métodos de Pesquisa**. 1. Ed. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009.
- GEURTS, J. **Football Players' Transfer Price Determination Based on Performance in the Big Five European Leagues**. NOVA - School of Business and Economics. Lisboa, 2016.
- GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- IBGE. 2021.
- ITAÚ BBA (Brasil) (Org.). **Análise econômico-financeira dos clubes de futebol brasileiros: 2020**. 2021.
- KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. **Valuation: como medir e gerenciar o valor das empresas**. Porto Alegre: Bookman, 2022. 7.
- PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. 2.ed., 2020.
- SANTOS, José Odálio dos. **Valuation: um guia prático**. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.
- XP Investimento. **Relatório Convocados: 2022**.

APÊNDICE – Tabelas dos dados financeiros e não-financeiros dos 25 clubes brasileiros avaliados

Clube	Faturamento (em R\$ M)							
	Faturamento 21 recorrente	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR 5	CAGR 3
América MG	99	40	56	32	47	102	26,4%	78,5%
Athletico PR	248	160	175	355	280	260	12,9%	-14,4%
Atlético GO	110	45	25	20	51	113	25,9%	137,7%
Atlético MG	406	286	230	256	140	475	13,5%	36,2%
Avai	23	55	37	71	38	25	-17,9%	-40,7%
Bahia	173	105	136	189	131	209	18,8%	5,2%
Botafogo	86	238	183	185	157	126	-14,7%	-17,5%
Ceará	129	32	65	105	103	159	49,3%	23,1%
Corinthians	474	408	430	416	411	502	5,3%	9,9%
Coritiba	80	119	103	44	107	88	-7,3%	41,4%
Cruzeiro	123	273	319	255	110	122	-18,2%	-30,8%
Cuiabá	70	5	13	25	23	70	93,4%	67,3%
Flamengo	803	620	512	841	595	1025	13,4%	10,4%
Fluminense	224	227	281	249	172	319	8,9%	13,2%
Fortaleza	173	24	50	115	81	168	62,7%	20,9%
Goiás	42	65	81	99	90	50	-6,3%	-28,9%
Grêmio	339	327	402	425	405	480	10,1%	6,3%
Internacional	294	244	282	414	274	364	10,5%	-6,2%
Palmeiras	838	479	623	671	551	966	19,2%	20,0%
Ponte Preta	25	67	40	33	32	28	-19,6%	-7,9%
Redbull Bragantino	291	5	10	39	145	291	176,2%	173,2%
Santos	300	277	207	388	175	371	7,6%	-2,2%
São Paulo	355	459	402	374	348	465	0,3%	11,5%
Sport	94	105	103	39	55	94	-2,7%	55,3%
Vasco	125	188	243	208	182	181	-0,9%	-6,7%

Tabela 1 – Faturamento dos 25 clubes selecionados

Clube	Endividamento	Custos com salários (em R\$ M)	
	Dívida Líquida	Custos com salários 2021	Relação Salário/Receita Recorrente
América MG	91	45,7	46%
Athletico PR	191	86,2	35%
Atlético GO	9	36,9	34%
Atlético MG	1.312	222,8	55%
Avai	108	21,4	93%
Bahia	202	106,3	61%
Botafogo	863	58,7	68%
Ceará	32	68,5	53%
Corinthians	928	207,8	44%
Coritiba	288	40,8	51%
Cruzeiro	1.020	60	49%
Cuiabá	15	43,3	62%
Flamengo	323	269,3	34%
Fluminense	664	100	45%
Fortaleza	36	76,1	44%
Goiás	68	23,8	57%
Grêmio	402	134,7	40%
Internacional	631	151,3	51%
Palmeiras	434	294,3	35%
Ponte Preta	172	25,7	103%
Redbull Bragantino	329	128,9	44%
Santos	509	94	31%
São Paulo	642	166,9	47%
Sport	231	49,2	52%
Vasco	710	64,6	52%

Tabela 2 – Endividamento e custos com salários dos 25 clubes selecionados

Clube	Estádio			
	Capacidade	Categoria	Média de Público	% de ocupação
América MG	23.000	Entre 20.000 e 40.000	3.829	17%
Atheltico PR	42.372	Entre 40.000 e 55.000	18.685	44%
Atlético GO	12.500	Até 20.000	7.143	57%
Atlético MG	62.000	Acima de 55.000	31.504	51%
Avaí	17.800	Até 20.000	9.467	53%
Bahia	51.614	Entre 40.000 e 55.000	31.013	60%
Botafogo	46.831	Entre 40.000 e 55.000	20.861	45%
Ceará	63.903	Acima de 55.000	30.506	48%
Corinthians	49.205	Entre 40.000 e 55.000	38.770	79%
Coritiba	40.502	Entre 20.000 e 40.000	20.608	51%
Cruzeiro	62.000	Acima de 55.000	41.037	66%
Cuiabá	44.097	Entre 40.000 e 55.000	13.767	31%
Flamengo	78.838	Acima de 55.000	54.599	69%
Fluminense	78.838	Acima de 55.000	30.593	39%
Fortaleza	63.903	Acima de 55.000	32.961	52%
Goiás	50.049	Entre 40.000 e 55.000	10.511	21%
Grêmio	60.540	Acima de 55.000	22.882	38%
Internacional	50.842	Entre 40.000 e 55.000	22.902	45%
Palmeiras	45.000	Entre 40.000 e 55.000	35.943	80%
Ponte Preta	19.728	Até 20.000	4.504	23%
Redbull Bragantino	15.010	Até 20.000	4.769	32%
Santos	16.068	Até 20.000	11.845	74%
São Paulo	66.795	Acima de 55.000	30.132	45%
Sport	32.983	Entre 20.000 e 40.000	15.336	46%
Vasco	23.643	Entre 20.000 e 40.000	23.643	100%

Tabela 3 – Capacidades dos estádios e médias de público dos 25 clubes selecionados

Clube	Seguidores (em '000 #)			Clube Formador
	Instagram	Twitter	Total	Selo Clube Formador
América MG	215	183	398	Sim
Atheltico PR	628	1.194	1.822	Sim
Atlético GO	188	133	321	Não
Atlético MG	2.400	2.596	4.996	Sim
Avaí	202	241	443	Sim
Bahia	1.000	1.573	2.573	Sim
Botafogo	832	1.446	2.278	Sim
Ceará	1.100	440	1.540	Sim
Corinthians	9.000	7.649	16.649	Sim
Coritiba	290	981	1.271	Sim
Cruzeiro	2.200	2.566	4.766	Sim
Cuiabá	272	67	339	Não
Flamengo	16.400	10.061	26.461	Sim
Fluminense	1.100	1.507	2.607	Sim
Fortaleza	1.100	422	1.522	Sim
Goiás	390	666	1.056	Não
Grêmio	2.500	3.091	5.591	Sim
Internacional	1.700	1.896	3.596	Sim
Palmeiras	4.500	3.739	8.239	Sim
Ponte Preta	156	212	368	Sim
Redbull Bragantino	515	127	642	Sim
Santos	2.100	3.102	5.202	Sim
São Paulo	4.900	4.856	9.756	Sim
Sport	1.000	1.678	2.678	Não
Vasco	2.200	2.672	4.872	Sim

Tabela 4 – Quantidade de seguidores e aderência ao ‘selo formador’ dos 25 clubes selecionados