

Universidade de São Paulo – USP
Escola de Engenharia de São Carlos – EESC
Departamento de Engenharia de Produção

Leonardo Ferraz Bortolai

Valuation de um clube de futebol sob a perspectiva da nova Lei da SAF

São Carlos – SP

2022

Leonardo Ferraz Bortolai

Valuation de um clube de futebol sob a perspectiva da nova Lei da SAF

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Escola de Engenharia de São Carlos da
Universidade de São Paulo para obtenção de título
de Graduação em Engenharia de Produção.

Orientadora: Daisy Aparecida do Nascimento
Rebelatto

São Carlos – SP

2022

AUTORIZO A REPRODUÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO,
POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS
DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Prof. Dr. Sérgio Rodrigues Fontes da
EESC/USP com os dados inseridos pelo(a) autor(a).

B739v Bortolai, Leonardo Ferraz
 Valuation de um clube de futebol sob a perspectiva
 da nova Lei da SAF / Leonardo Ferraz Bortolai;
 orientadora Daisy Aparecida do Nascimento Rebelatto.
 São Carlos, 2022.

Monografia (Graduação em Engenharia de
Produção) -- Escola de Engenharia de São Carlos da
Universidade de São Paulo, 2022.

1. Valuation. 2. Fluxo de caixa descontado. 3.
Futebol. 4. SAF. I. Título.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Candidato: Leonardo Ferraz Bortolai	
Título do TCC: Valuation de um clube de futebol sob a perspectiva da nova Lei da SAF	
Data de defesa: 07/07/2022	
Comissão Julgadora	Resultado
Professora Associada Daisy Aparecida do Nascimento Rebelatto (orientador)	<i>Aprovado</i>
Instituição: EESC -	
Professor Titular Luiz Cesar Ribeiro Carpinetti	<i>Aprovado</i>
Instituição: EESC -	
Mestre Guilherme Roiz	<i>Aprovado</i>
Instituição: EESC -	

Presidente da Banca: Professora Associada Daisy Aparecida do Nascimento Rebelatto

AGRADECIMENTOS

Os agradecimentos iniciais são para a Universidade como um todo: professores, funcionários e terceiros.

À Daisy, pela orientação no trabalho, mesmo com o curto período disponível.

Aos amigos de curso e da República Berlim; que fizeram dos anos em São Carlos uma experiência além da faculdade.

Aos meus familiares, a base de tudo. Bite, Jô e Isa. Sem eles, chegar a graduação e a formatura não seria possível.

À minha namorada, Marina, sempre ao meu lado, companheira, me apoiando e auxiliando em tudo.

A todos vocês, meu mais sincero obrigado!

RESUMO

BORTOLAI, F. L. ***Valuation de um clube de futebol sob a perspectiva da nova Lei da SAF.*** 2022. Trabalho de Conclusão de Curso. Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2022.

A promulgação da Lei 14.963 que institui a Sociedade Anônima do Futebol é um marco para o esporte brasileiro, uma das paixões nacionais, e abre caminho para uma mudança estrutural no mercado. Em mais uma tentativa de reestruturar os times, a Lei permite os clubes, entidades de modelo associativo sem fins lucrativos, se transformarem em empresas, o que possibilita a captação de recurso desde entrada de sócios na operação a alternativas mais estruturadas, como debêntures e abertura de capital em bolsa, práticas já existentes no exterior. Motivado pelos recentes movimentos do mercado, o presente trabalho, um estudo de caso, tem por objetivo valorar a potencial SAF de um Clube pelo método de fluxo de caixa descontado, seguindo o que dispõe a Lei, para verificar a aplicabilidade do método e as peculiaridades ao utilizá-lo no contexto do futebol. Para isso, o trabalho apresenta as determinações da Lei e as bases do método escolhido de valoração de ativos e desenvolve uma modelagem das atividades para se estimar os resultados futuros da SAF e calcular o seu valor.

ABSTRACT

BORTOLAI, F. L. ***Valuation of a football club from the perspective of the new SAF law.*** 2022. Trabalho de Conclusão de Curso. Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2022.

The enactment of Law 14.963, which establishes the *Sociedade Anônima do Futebol*, is a milestone for the Brazilian sport, one of the national passions, and sets the path to structural changes in the market. In a newer attempt to restructure the teams, the Law allows clubs, non-profit associative model entities, to transform into companies, which makes possible to raise funds from the entry of business associate in the operation to more complex alternatives, such as debentures and public offers in stock exchanges, practices already in place abroad of Brazil. Motivated by the recent market movements, the present work, a case study, aims to value the potential SAF of a Club by the discounted cash flow method, following the provisions of the Law, to verify the applicability of the method and its peculiarities when using in the context of football. For this, the work presents the determinations of the Law and the bases of the chosen method of asset valuation and develops a modeling of the activities to estimate the future results of the SAF and calculate its value.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1. Representação dos valores monetários gerados pelo ativo ao longo do tempo	19
Figura 2. Ilustração da ferramenta de fluxo de caixa descontado	21
Figura 3. Exemplo de demonstrativo de fluxo de caixa	25
Figura 4. Distribuição das receitas dos clubes brasileiros	26
Figura 5. Receitas com negociações de atletas realizadas e projetadas em milhões de reais	33
Figura 6. Detalhamento da receita bruta (preto), contribuições (laranja), repasse (vermelho) e receita líquida (cinza) projetados	35
Figura 7. Margem EBITDA e Margem Líquida realizadas e projetadas	36
Figura 8. Fluxos de caixas gerados (consumidos) pelas atividades da SAF (R\$ milhões)	38
Figura 9. Extensão do valuation, em bilhões de reais, ao sensibilizar WACC e g	41

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Premissas de desempenho esportivo ao longo dos anos da modelagem	29
Tabela 2. Premiações e regra de distribuição de valores	30
Tabela 3. Fluxo de amortização da dívida em milhões de reais	34
Tabela 4. Betas desalavancados dos clubes de futebol	39

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
1.1. Objetivo	11
1.2. Método	12
2. REVISÃO TEÓRICO-CONCEITUAL.....	14
2.1. Lei da SAF.....	14
2.2 <i>Valuation</i> – fluxo de caixa descontado	20
3. DESENVOLVIMENTO.....	28
3.1 Modelagem dos fluxos de caixa.....	30
3.2 WACC e perpetuidade	40
4. RESULTADOS	43
5. CONCLUSÃO.....	44
REFERÊNCIAS	46
APÊNDICES	49

1. INTRODUÇÃO

O futebol é uma das grandes paixões nacionais. É um dos esportes mais praticados no Brasil e é o mais consumido, de forma intensa, pelos brasileiros. É notório o desempenho brasileiro em nível global: única seleção cinco vezes campeã mundial, historicamente exportador de talentos e detentor do maior jogador de todos os tempos, o Rei Pelé. Entretanto, assim como muitas outras áreas do País, o futebol brasileiro precisa evoluir em termos de, e não exclusivamente de, governança, controle, transparência e ética.

A fim de solucionar, em mais uma tentativa, um dos maiores problemas históricos dos Clubes brasileiros, a questão do endividamento, o Poder Legislativo Federal instituiu em 2021 a Sociedade Anônima do Futebol. Além do tratamento dos passivos das entidades de práticas desportivas, a Lei N° 14.193, comumente chamada de Lei da SAF, pretende ser um marco inicial na busca por melhorias de gestão e governança, dos quais o futebol tanto precisa.

À luz da nova Lei, que passa a permitir aos Clubes, antes organizações sem fins lucrativos, separarem o futebol profissional e áreas conexas das atividades sociais e outros esportes para se tornarem entidades empresariais, que pode visar lucro e, por consequência, pode captar investimentos nas mais variadas formas praticadas no mercado, o presente trabalho pretende mensurar o valor de mercado de uma Sociedade Anônima do Futebol de um Clube nacional, por meio da técnica de fluxo de caixa descontado ao risco associado, amplamente difundida e utilizada, para testar sua usabilidade no que a Lei dispõe para este novo modelo empresarial a ser praticado no futebol.

Os recentes movimentos do mercado, além do interesse próprio do autor pelo esporte e pela área, motivam a realização do trabalho.

1.1. Objetivo

Entendendo o novo contexto definido pela Lei da SAF de 2021, que permite aos Clubes nacionais se tornarem organizações empresariais, e motivado pelos movimentos recentes do mercado brasileiro e pelas grandes transações internacionais, o presente trabalho tem por objetivo final **verificar, a partir das delimitações da nova legislação acerca do modelo**

organizacional do futebol profissional brasileiro, a aplicabilidade de método já existente para valoração de empresas e as peculiaridades quando utilizado nesse contexto esportivo.

As principais intenções desse trabalho são, primeiramente, (I) avaliar a aplicabilidade do ferramental de valoração no que a Lei define como SAF; seguido por, (II) caracterizar semelhanças ou diferenças do processo de valoração de um ativo inserido em um mercado mais tradicional, como uma indústria de bens de consumo, e o presente objeto.

1.2. Método

Dado o objetivo central do trabalho – verificar, a partir das delimitações da nova legislação acerca do modelo organizacional do futebol profissional brasileiro, a aplicabilidade de método já existente para valoração de empresas e as peculiaridades quando utilizado nesse contexto esportivo –, a metodologia a ser utilizada é a de estudo de caso para teste de extensão de teoria.

Um estudo de caso é uma abordagem metodológica de pesquisa de caráter empírico que propõe explorar uma dada técnica em um ambiente real e contemporâneo ao analisar um objeto enquadrado neste, e que passa obrigatoriamente pelas etapas de delimitação teórico-conceitual, coleta e análise de dados, apresentação de resultados e conclusões (MIGUEL, 2012). Dito isso, o presente trabalho tem como contexto a permissão de migração da estrutura do futebol profissional para um modelo empresarial, que se assemelha a uma sociedade anônima, e como referencial teórico faz-se necessário, primeiramente, apresentar as proposições da nova legislação que permite tal migração, pois esta é o alicerce do objeto do estudo de caso; seguido de exploração de ferramental a ser utilizado na valoração, o fluxo de caixa descontado.

O objeto do estudo de caso em questão é a potencial Sociedade Anônima do Futebol de um Clube brasileiro, tratados adiante no trabalho como SAF ou Clube, respectivamente. O motivo de “potencial” se dá pelo fato de a SAF não ter sido constituída pelo Clube, o que não impossibilita o trabalho, uma vez que as normas para tal constituição serão consideradas. Portanto, o objeto de estudo é hipotético, porém com potencial de realização.

Para a coleta de dados, o trabalho analisará o documental público disponível no endereço eletrônico do Clube, especificamente: demonstrações financeiras e relatórios de auditores independentes, junto com orçamentos aprovados pelos Poderes do Clube, todos anualmente

divulgados. Quando pertinente à análise, documentos de outros clubes também poderão ser consultados, para efeitos de comparação.

Por fim, para a análise dos dados coletados através do ferramental proposto, o fluxo de caixa descontado, a fim de apresentar resultados e extrair as conclusões pertinentes ao trabalho, é desenvolvido um modelo em Excel de projeção de receitas e gastos para a SAF, não sendo objetivo deste estudo apresentar fórmulas, formatos e melhores práticas de utilização do Excel para a modelagem.

2. REVISÃO TEÓRICO-CONCEITUAL

2.1. Lei da SAF

A sanção da Lei 14.193, ocorrida em 06 de agosto de 2021, marca a história do futebol nacional ao permitir clubes de futebol transitarem de um modelo associativo para empresarial, seguindo exemplos internacionais como Espanha, França e Itália, cada qual com sua especificidade.

O esforço político para instituir a figura empresarial no futebol não é recente. Iniciou-se com a Lei Zico em 1993. Já 1998, a Lei Pelé foi promulgada para consolidar os clubes-empresas e pressupunha a obrigatoriedade da transformação de associação em sociedade empresarial, sendo esta obrigação revogado posteriormente (FERREIRA; MOTTA, 2021). Mais recentemente, através do Projeto de Lei 5082/2016, houve-se a tentativa de criar a via societária para os clubes e estabelecer procedimentos de governança, de natureza tributárias e de condições especiais para quitação dos passivos perante a União e outros (BRASIL, 2016). Entretanto, foi o Projeto de Lei 5516/2019, de iniciativa do Senado Federal e que se assemelha ao projeto de 2016, que obteve êxito nas tramitações políticas e originou a Lei da SAF.

Em resumo, como descrito na ementa, a Lei estabelece a maneira pela qual se deve ocorrer a constituição da Sociedade Anônima do Futebol e os direitos do seu clube originador, as regras de governanças e obrigações as quais uma SAF está sujeita, as diferentes formas de tratamento dos passivos do clube originador e formas de financiamento e regime tributário (BRASIL, 2021). Entretanto, segundo Rodrigo Capelo (2022), jornalista esportivo especializado em negócios do esporte, a legislação oferece soluções para questões como tributação, proteção de símbolos e tradições, porém é falha ao não endereçar as dívidas tributárias das associações.

2.1.1 Disposições Introdutórias

A Lei define como atividade principal da Sociedade Anônima do Futebol a prática do esporte futebol, obrigatoriamente nas modalidades feminino e masculino, em competições

profissionais. Além disso, a atividade de formação de atleta profissional de futebol e a obtenção de receitas decorrentes da transação dos seus direitos desportivos; a exploração dos direitos de propriedade intelectual de sua titularidade ou das quais seja cessionária pelo clube ou pessoa jurídica original e quaisquer outras atividades relacionadas ao futebol, como organização de eventos.

A SAF pode ainda ser sócia ou acionista em outra sociedade empresarial cujas finalidades sejam as mesmas da própria SAF, com exceção da formação de jogadores de futebol profissional e do ganho de capital com transações dos direitos esportivos (BRASIL, 2021).

2.1.2 Constituição da SAF

A constituição de uma Sociedade Anônima do Futebol pode ser dada de três maneiras

1. clube ou pessoa jurídica original dedicados ao fomento e prática do futebol simplesmente transformado em SAF;
2. clube ou pessoa jurídica original dedicados ao fomento e prática do futebol e outros desportos e finalidades cisar o departamento de futebol e transferi-lo a uma SAF;
3. pela iniciativa própria de pessoa física ou jurídica de criar uma SAF.

Segundo a Lei (2021), nas hipóteses de transformação e cisão, as quais uma SAF é a continuação de um clube ou pessoa jurídica já existente e praticante de atividade futebolística, aquela sucede obrigatoriamente estes nas relações com as entidades reguladoras do esporte, como a CBF, bem como nas relações contratuais com os atletas profissionais. Ainda, a SAF tem o direito de participar de campeonatos em substituição ao clube ou pessoa jurídica formador.

Exclusivamente na hipótese de cisão do departamento de futebol, além da sucessão em relação a entidades reguladoras e a sucessão nas relações contratuais, a SAF também tem direito sobre o uso de propriedade intelectual, mediante celebração de contrato regendo pagamentos, e sobre quaisquer outros contratos vinculados à atividade do esporte, como patrocínio e serviços. Em contrapartida, o clube ou pessoa jurídica original não podem participar da prática do futebol profissional, sendo esta atividade prerrogativa da SAF.

Em relação a existência de instalações desportivas de propriedade do clube ou pessoa jurídica, como estádio e centro de treinamento, estes não necessariamente devem ser

transferidos a SAF, porém, se este for o caso, há de se celebrar contrato que rege a exploração por parte da nova sociedade empresarial constituída, sendo o clube ou pessoa jurídica original obrigatoriamente detentor de poderes sobre os bens imobiliários. Ademais, os poderes se estendem sobre propriedade intelectual transferidos a SAF; sobre qualquer ato de reorganização como fusão, cisão, entre outros; sobre dissolução, liquidação e extinção; e sobre participação em competição esportiva. Tais poderes são concedidos ao clube ou pessoa jurídica original pela detenção de ações ordinárias de classe A enquanto estas corresponderem por pelo menos 10% do capital social total. Porém, há poderes que independem da porcentagem do capital social detido, como deliberação sobre alteração de denominação, signos, símbolos, brasão, marca, hino e cores, sobre mudança de sede para outro local.

Além desses poderes definidos pela Lei, no momento da constituição da SAF, através de seu estatuto, o clube ou pessoa jurídica pode prever outros direitos e qualquer alteração deste documento depende de aprovação prévia nos mesmos moldes de mudança de denominação e localidade.

2.1.3 Governança

Um dos objetivos centrais no discurso de possibilitar a criação de clubes-empresa é a melhora nos níveis de governança e controle. Por isso, a Lei separa uma seção exclusiva para tratar sobre o assunto.

Logo no primeiro artigo da seção, a Lei delibera sobre a possibilidade de um acionista de uma SAF deter participação, direta ou indireta, em outra. Este tema não é exclusivo do Brasil e nem exclusivo do momento atual do futebol brasileiro, já que entidades esportivas europeias, onde o processo de transformação dos clubes em empresa é permitido a mais tempo, tiveram que discutir sobre a possibilidade para que não houvesse dois times controlados pelo mesmo dono competindo entre si, podendo gerar conflitos de interesse. Esta situação vem se tornando cada vez mais provável dado a expansão dos *multi-club ownership*, sigla para designar empresas atuantes no mercado do futebol donas de alguns clubes, como City Football Group e Red Bull. Já no Brasil, no fim da década de 1990 e início dos anos 2000, investidores aportaram dinheiro em clubes brasileiros os quais acabaram se enfrentando em competições nacionais (KAMPFF, 2019).

Entretanto, as resoluções das entidades europeias diferem. A UEFA permitiu em 2017 que dois times, pertencentes a mesma empresa, disputassem a Liga dos Campeões; já a Espanha não permite tal situação; e o próprio Brasil nada fez nos anos 90.

A regra estipulada pela Lei 14.193, é dependente do acionista ser controlador ou não, e dependente da porcentagem de detenção do capital social total da SAF. No caso de acionista controlador, não é permitido ser detentor de outra SAF, de forma direta ou indireta, independentemente do tamanho da participação. Já para o caso de acionista não controlador e detentor de 10% ou mais do capital social total, é permitido a este participar do capital social de outra SAF sob a condição de não ter direito a voz nem a voto em assembleias gerais, tampouco poderá participar da administração, diretamente ou por intermédio de terceiro.

Especificamente sobre estrutura interna de organização de uma SAF, a Lei exige a existência de dois órgãos, que já são presentes nas atuais associações: o conselho de administração e o conselho fiscal. Seus membros não podem ser integrantes de órgãos de outras SAFs nem de outros clubes ou pessoa jurídica, salvo daquele que deu origem a SAF em questão. Atletas, treinadores e árbitros em atividade, bem como membros da entidade reguladora também não podem formar o quadro desses conselhos.

Por fim, a seção decreta sobre a publicação de informações em sítio eletrônico tais como estatuto social e atas de assembleias, composição e biografia de membros dos conselhos e diretoria e relatório.

2.1.4 Obrigações da sociedade empresarial formada

A Sociedade Anônima do Futebol responde pelas obrigações que lhe forem transferidas como contratos com atletas profissionais, de patrocínio e serviços. Entretanto, não responde pelas obrigações do clube ou pessoa jurídica original que a constituiu, anteriores ou posteriores a data de constituição, sendo este responsável pelo pagamento através de duas fontes de receitas: próprias, oriundas das atividades remanescentes; transferidas pela SAF, da ordem de 20% das receitas correntes mensais auferidas pela SAF e da ordem de 50% das remunerações repassadas da SAF para o clube ou pessoa jurídica.

Enquanto a SAF cumprir com a transferência de valores de acordo com as regras citadas, é proibida qualquer forma de constrição ao seu patrimônio ou às suas receitas, por consequência de obrigações anteriores a sua constituição.

2.1.5 Plano de quitação das obrigações

A seção sobre possibilidades de tratamento das obrigações das Associações é a principal da Lei, pois permite dar solução a um dos principais problemas dos clubes, o endividamento. A Lei define duas alternativas, a exclusivo critério de escolha do clube:

1. por meio de recuperação judicial ou extrajudicial;
2. concurso de credores, através do Regime Centralizado de Execuções.

A escolha sendo a primeira alternativa, a Associação seguirá os ritos descritos pela Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, que rege a recuperação judicial ou extrajudicial para empresas. Entretanto, valores devidos oriundos de contratos bilaterais e de contratos com atletas profissionais não são sujeitos a esta opção.

Já para o Regime Centralizado de Execuções, a RCE, a Lei da SAF é quem dita o formato e que consiste em concentrar no juízo centralizador (i) as receitas próprias da Associação e (ii) os valores arrecadados através da SAF, no modelo 20% de receitas totais da SAF e 50% de dividendos distribuídos a Associação, bem como (iii) a distribuição destes recursos aos credores de natureza trabalhista e cível.

O prazo para pagamento pela via da RCE é de seis anos, sendo permitida a extensão por mais quatro anos se, ao final dos seis anos iniciais, 60% do passivo tenha sido pago. Além disso, na extensão dos quatros anos, é permitido reduzir o repasse das receitas da SAF para a Associação a 15%.

A partir do momento em que for homologada a centralização das execuções, as dívidas de natureza cível e trabalhista serão corrigidas pela SELIC ao longo do plano de pagamento definido e aprovado. Assim como na opção de recuperação judicial ou extrajudicial, a RCE garante a segurança de não haver qualquer forma de penhora ou bloqueio de bens e receitas.

Portanto, a RCE é um mecanismo que permite desenhar um plano com os credores que alonga a dívida e a corrige durante o tempo de pagamento, que garante as receitas para pagamento ao mesmo tempo que assegura à Associação a garantia de continuidade das operações pois não sofrerá constrições de patrimônio ou receitas, sendo este o principal meio de tentativa de solucionar os passivos contidos nas Associações.

2.1.6 Possibilidade de financiamento e tributação

Por fim, a Lei, além de definir modelos de recuperação de endividamentos, permite também a captação de recursos por emissão de debêntures, chamadas de debêntures-fut, que são dívidas de longo prazo, sendo obrigatoriamente com prazo igual ou superior a dois anos no caso da SAF, e não garantidas (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013) com remuneração por taxa de juros não inferior ao rendimento anualizado da caderneta de poupança, permitida remuneração variável atrelada às atividades ou ativos da SAF, e com pagamentos periódicos de rendimentos (BRASIL, 2021).

Também, ao permitir o modelo empresarial, automaticamente pressupõe a permissão a captação de recursos através da participação societária parcial ou total de terceiros, de forma aberta ou fechada, conforme rege a Lei 6.404, de dezembro de 1976 sobre companhia ou sociedade anônima, justamente o que delimita o foco deste trabalho: avaliar o valor do ativo para pautar uma possível transação deste formato.

Exclusivamente devido as atividades centrais da SAF, a Lei autoriza a captação de recursos incentivados em todas as esferas do governo. Entretanto, obriga a Sociedade Anônima do Futebol a instituir Programa de Desenvolvimento Educacional e Social para promover a educação através do esporte.

Em relação a tributação da SAF, o Regime de Tributação Específica do Futebol, TEF, é instaurado pela Lei e é constituído por pagamento mensal de:

- imposto sobre Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ);
- contribuição para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (contribuição para o PIS/Pasep);
- contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL);
- contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins);
- contribuição destinada à Seguridade Social;
- impostos sobre operações de crédito, câmbio, seguro, títulos ou valores imobiliários;
- imposto de renda relativo a aplicações em renda fixa ou variável, a ganhos de capital auferidos na alienação de bens do ativo imobilizado e a pagamentos ou créditos efetuados pela pessoa jurídica a pessoas físicas;
- contribuição para o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e demais contribuições sobre folha de salários;

sendo todos os impostos e contribuições sujeitos ao pagamento simplificado à alíquota de 5% das receitas mensais, exceto as receitas oriundas de transações de atletas, nos cinco primeiros anos da constituição da SAF. A partir do início do sexto ano, a TEF incidente será de 4% da receita mensal total recebida, ou seja, incluindo transações de atletas.

2.2 Valuation – fluxo de caixa descontado

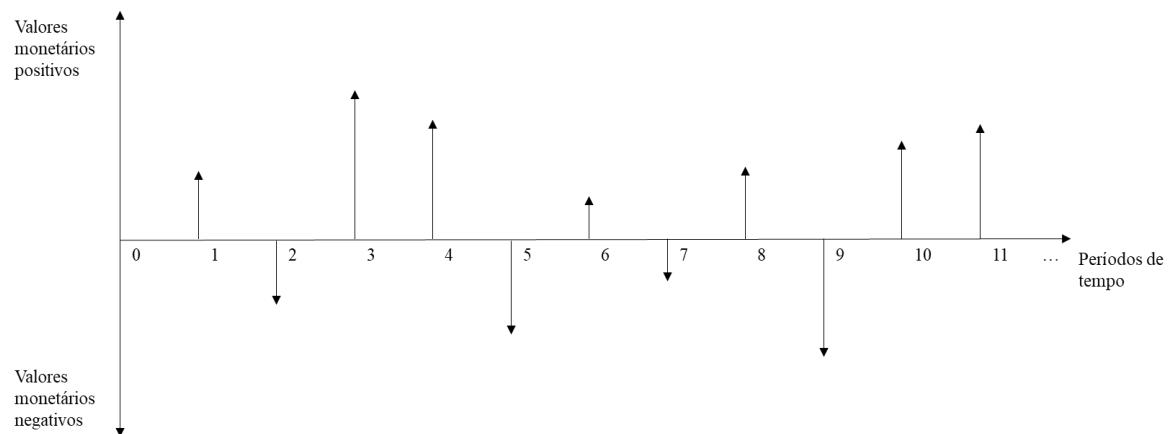
Segundo Damodaran (2005), qualquer ativo, financeiro ou real como ações e imóveis, tem valor e/ou preço e, portanto, pode ser avaliado. O “valor” de um ativo representa a sua geração de dinheiro ao longo do tempo, o que implica na impossibilidade de valorar ativos como moedas, metais e colecionáveis, que não geram dinheiro intrinsecamente. Estes ativos somente podem ser precificados, ou seja, atribuídos “preço”, que está ligado a regra da oferta e demanda regulada pelo mercado e, então, “preço” representa o quanto de dinheiro o mercado está disposto a despender para obter aquele ativo.

Alguns ativos, como ações ou empresas de capital fechado, podem ser tanto valorados quanto precificados. E os números serão diferentes, se considerado a imperfeição do mercado, ou semelhantes, dado a perfeição do mercado (ROSS, 2017). Segundo Damodaran (2022), encontrar o valor sempre haverá erro envolvido, uma vez que se trata de avaliar o futuro. Já o preço, por lidar com o momento do mercado e sua imperfeição, trará um número distorcido do real valor, tanto para baixo quanto para cima.

Existem alguns métodos para valorar e precificar: fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e reposição de ativos. O escolhido para este trabalho, pela característica do ativo ser de gerar caixa, pela crença no mercado ineficiente no qual não basta comparar com semelhantes devido a momentaneidade dessa avaliação, e pela intenção de valorar, será o método de avaliação de um ativo por fluxo de caixa descontado, que mede o valor do ativo pela estimativa da quantidade de dinheiro gerado por ele – seu fluxo de caixa ou lucro/prejuízo – ao longo de cada período de tempo até a perpetuidade. Dado a dualidade valor monetário e tempo, os fluxos de caixas estimados são trazidos ao valor presente da análise a fim de permitir a sua soma para se obter o valor total do ativo. Resumidamente, a valoração por fluxo de caixa descontado é a soma de todos os valores monetários gerados pelo ativo ao longo do tempo de existência deste ativo, sejam positivos ou negativos, conforme representação da figura 1, na qual setas apontadas

para cima se referem a fluxos positivos e setas para baixo, negativos distribuídas ao longo do tempo.

Figura 1. Representação dos valores monetários gerados pelo ativo ao longo do tempo.



Fonte: produção própria do autor.

Para a soma dos fluxos de caixa gerados, por estarem espaçados ao longo da vida útil do ativo, é necessário calcular o valor presente dos resultados obtidos. Quase que intuitivamente percebe-se que R\$100 hoje não equivalem a R\$100 em um tempo futuro. Exemplificando a dualidade valor monetário e tempo, limitando-se ao efeito inflacionário, o poder de compra de R\$1,00 em 2012, atualmente é de R\$1,80 (IBGE, 2021). Ou seja, em média, aquilo que custava R\$1,00 em 2012, hoje está custando R\$1,80.

Portanto, lucros estimados para o próximo ano não podem ser somados com lucros estimados para daqui a dez anos. Para se permitir a soma, a fórmula de valor presente é utilizada, que considera um fluxo de caixa positivo ou negativo (FC) em um dado período de tempo (t) e uma taxa de desconto (r), que reflete a mudança do valor do dinheiro no tempo.

Fórmula 1. Valor presente.

$$Valor\ presente = \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Analogamente, se ao invés de dividir o fluxo de caixa (FC) pelo fator $(1 + r)^t$ multiplicarmos, transportamos o valor para um tempo futuro (t) desejado.

Fórmula 2. Valor futuro.

$$Valor\ futuro = FC_t * (1 + r)^t$$

A ferramenta de valoração por fluxo de caixa descontado necessita, assim como a fórmula de valor presente, de três informações:

1. taxa de desconto para o dado ativo a ser analisado;
2. estimativa de fluxos de caixa para um tempo determinado e apropriado;
3. alocação no tempo desses fluxos de caixa.

Fórmula 3. Valor do ativo.

$$Valor\ do\ ativo = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1 + r)^t}$$

Um quarto elemento que pode ser incorporado à valoração por fluxo de caixa descontado é o valor terminal que, após interromper as estimativas de fluxos de caixa, calcula o valor do ativo nesse ponto. Para ativos com capacidade de continuidade operacional *ad eternum*, assume-se um crescimento estável dos fluxos de caixa até a perpetuidade. Para os ativos que encerrarão as suas atividades em um determinado momento – portanto não gerarão mais caixa a partir desse momento – assume-se um valor de liquidação (venda) dos ativos pertencentes a operação que geram esses fluxos de caixa, como por exemplo no caso de uma indústria, assume-se o valor de venda das máquinas que fabricam os produtos vendidos pelo valor contábil das máquinas ajustando a sua idade média ou estimando fluxos de caixas potenciais trazidos a valor presente: um fluxo de caixa descontado para cada máquina.

No caso da perpetuidade das atividades operacionais, o valor terminal é obtido pela estimativa de um crescimento perpetuo e estável (g) que está restrito superiormente à taxa de crescimento da economia que o ativo se insere (DAMODARAN, 2007).

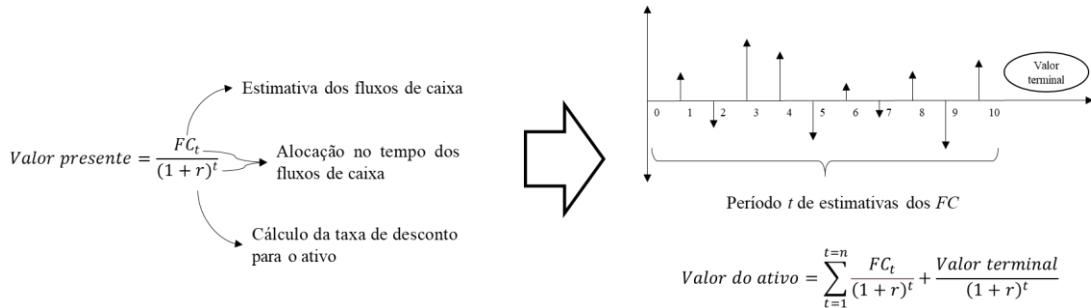
Fórmula 4. Valor terminal e valor do ativo considerando valor terminal.

$$Valor\ terminal_t = \frac{FC_{t+1}}{r - g}$$

$$Valor\ do\ ativo = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1 + r)^t} + \frac{FC_{t+1}}{r - g}$$

Assumindo então a parcela do valor terminal do ativo à soma dos fluxos de caixas, temos o resultado final da avaliação por fluxo de caixa, que é demonstrada graficamente pela figura 2, a partir da fórmula de valor presente até o valor do ativo.

Figura 2. Ilustração da ferramenta de fluxo de caixa descontado.



Fonte: produção própria do autor.

2.2.1 Taxa de desconto

No caso da avaliação por fluxo de caixa descontado, a taxa de desconto a ser utilizada para o cálculo do valor presente deve refletir o grau de risco associado aos fluxos de caixas estimados, sendo risco a probabilidade de se obter retornos diferentes do previsto, ou seja, a volatilidade daquilo que foi estimado (DAMODARAN, 2007).

O ativo sendo uma empresa, portanto geradora do fluxo de caixa a ser estimado, detém um custo de capital próprio, que é o custo de oportunidade para os investimentos da empresa. Ou ainda, o custo de capital próprio é o retorno esperado de uma carteira composta por todos os títulos do ativo, que inclui o seu passivo e o seu capital proprietário (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013). O custo de capital próprio, que pode ser usado como taxa de desconto na avaliação, é composto pela ponderação entre custo do passivo – juros associados às dívidas que alavancam o negócio – e custo do capital proprietário – taxa de retorno exigida pelos investidores –, sendo os pesos de cada um deles a sua proporção dentro do ativo.

Hipoteticamente, uma empresa que para operacionalizar suas atividades detenha metade do seu patrimônio em dívidas (D), a um custo de juros (r_D) de 5% ao ano, e a outra metade de capital próprio dos fundadores (CP), a uma expectativa de retorno (r_{CP}) de 10% ao ano, tem um custo médio ponderado do capital de 7,5% ao ano. O CMPC – custo médio ponderado do capital

ou *weighted average cost of capital*, WACC, em inglês – é a taxa de desconto para avaliar este ativo pelo método do fluxo de caixa descontado.

Fórmula 5. Custo médio ponderado do capital.

$$CMPC = WACC = r_D \frac{D}{V} + r_{CP} \frac{CP}{V}, \text{sendo } D + CP = V$$

Para a parcela do ativo financiada por dívidas, o custo r_D é obtido pela ponderação dos juros dos diferentes endividamentos. Cada empréstimo feito tem uma taxa e um indexador, compondo os juros, que são consequência do valor e do prazo de pagamento. Portanto, r_D é uma média ponderada dos juros com as quantias arrecadadas associadas a eles.

Já a obtenção de r_{CP} , o retorno esperado pelo investidor do ativo – no exemplo, os fundadores –, é mais complexa e o modelo de avaliação de ativos de capital, ou *CAPM – Capital Asset Princing Model*, desenvolvido por três economistas – William Sharpe, John Lintner e Jack Treynor – auxilia o cálculo (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013).

O custo de oportunidade de um investidor é o retorno renunciado ao tomar a decisão de investir em y em detrimento de x . E inicia-se no investimento considerado o mais seguro existente: as letras do Tesouro americano. Ou seja, a taxa de juros de letras de longo prazo do Tesouro, considerada risco zero por levar em conta a impossibilidade de insolvência do governo americano, é o menor custo de oportunidade para qualquer investidor já que, ao tomar a decisão por um investimento qualquer, o investidor está renunciando o retorno com risco zero das letras americanas. Esta taxa de juros é denominada de *risk free*.

Ao considerar outra alocação do seu capital, portanto com maior risco, o investidor espera um retorno maior. Ou um prêmio pelo risco maior. Há vários prêmios que podem ser atribuídos ao retorno esperado ao se tomar mais risco. Como por exemplo, investir em um ativo em um país emergente, em uma tecnologia ainda em teste, em um mercado em formação, em ativos ilíquidos. A cada elemento que eleve a incerteza dos retornos esperados, o investidor irá atribuir um prêmio.

O prêmio esperado ao investir em um mercado de capitais é denominado de prêmio de risco de mercado, que é a diferença entre o retorno obtido no investimento em ações – com maior risco – (r_m) e o retorno obtido no investimento em letras do Tesouro americano (r_f).

Fórmula 6. Prêmio de risco do mercado.

$$\text{Prêmio de risco do mercado} = r_m - r_f$$

Tratando de uma ação em específico, a sensibilidade dela em relação ao mercado como um todo é chamada de beta (β), que mede a volatilidade dos seus retornos em relação a volatilidade do mercado, que é 1. Ao ativo com beta maior que 1, portanto, com maior incerteza de retornos do que o mercado como um todo, deve-se atribuir um prêmio de risco de mercado maior, ao passo que, um ativo com beta menor que 1, terá um prêmio menor. Assim, a partir do modelo CAPM, o prêmio por investir em uma ação (r_a) é proporcional ao seu beta (EHRHARDT; BRIGHAM, 2011).

Fórmula 7. Prêmio de uma ação.

$$\text{Prêmio de uma ação} = \beta * \text{prêmio de mercado} - r_f \rightarrow r_a = \beta(r_m - r_f) - r_f$$

Pode-se calcular o beta para várias ações em conjunto – uma carteira –, ponderando os betas individuais pelo peso na sua composição. Supondo uma carteira composta por todos os clubes de futebol negociados publicamente, que contenha 100% das ações de cada um deles, consegue-se calcular o beta para este nicho de mercado para entender qual o prêmio associado ao investir nele. Independentemente de investir em clubes públicos ou de capital fechado, pode-se assumir o mesmo prêmio, pois estão sujeitos aos mesmos geradores de incertezas.

2.2.2 Fluxo de caixa

O fluxo de caixa representa o somatório de todos os movimentos financeiros, as entradas e saídas efetivas de capital de um negócio, e quase que em todas as vezes fluxo de caixa se difere de lucros/prejuízos contábeis devido ao descasamento entre apresentação de receitas e gastos e os efetivos recebimentos e pagamentos (EHRHARDT; BRIGHAM, 2011). Pode-se nomear lucros e prejuízos como sendo o resultado econômico e o resultado financeiro será o valor do fluxo de caixa, negativo ou positivo.

Um exemplo são as linhas na demonstração de resultado que compõem lucro/prejuízo que não representam transação de dinheiro no período, como depreciação e amortização, e, portanto, não influenciam o fluxo de caixa. Depreciação e amortização são maneiras para apresentar um gasto que ocorreu em um momento no passado, porém não foi lançado como tal. Mesmo que a saída do capital tenha ocorrido neste momento no passado e, portanto, afetado o fluxo de caixa, esse gasto não foi computado, pois as receitas associadas a ele ocorrerão ao

longo do tempo. Ao comprar um maquinário a vista, por exemplo, uma empresa tem a saída desse capital do seu caixa no instante da compra, porém não a divulga como despesa. Ao longo da vida útil do maquinário – quando as receitas geradas por ele acontecerão –, a empresa realiza a depreciação desse ativo, subtraindo este valor ao contabilizar lucro ou prejuízo, totalizando o valor gasto na compra no fim do período.

Este descasamento entre saída de capital do caixa para a compra e reconhecimento deste gasto na forma de depreciação ocasiona uma das diferenças entre o resultado contábil e o fluxo de caixa. Ainda, o investimento na compra de máquina representa uma saída de capital e deve ser levado em conta para se obter o fluxo de caixa do período da compra. Outros exemplos de descasamento entre saída e reconhecimento de gasto são compra de material prima deixado em estoque, investimento em ativo intangível, entre outros.

A partir da equação de igualdade entre ativo e passivo mais patrimônio líquido, pode-se dizer que a variação do ativo é igual a variação do passivo mais patrimônio líquido e separando ativo em “caixa” e “ativos não caixa”, representando dinheiro efetivamente e outros ativos, respectivamente, chega-se na expressão para variação do fluxo de caixa.

Fórmula 8. Variação do fluxo de caixa.

$$\Delta \text{Caixa} = \Delta \text{Passivos} + \Delta \text{Patrimônio Líquido} - \Delta \text{Ativos não caixa}$$

A depender da motivação, há algumas formas de observar as variações de fluxos de caixa em curso em um ativo: geração de caixa pelas atividades operacionais da empresa, fluxos de investimentos, fluxos de dívida e fluxos de capital proprietário; que somados resultam no caixa gerado ou consumido, como exemplificado na figura 3.

A geração de caixa pelas atividades operacionais da empresa contempla as receitas e gastos do período ajustados para se contabilizar somente os efetivamente ocorridos no período, além de variações em estoque, contas a pagar, contas a receber entre outros pertinentes a operação. Um cálculo simples para se obter esse fluxo é somar impostos ao lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortizações, o LAJIDA ou comumente chamado de EBITDA, do inglês *earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*. O fluxo de investimento é a diferença entre compra e venda de ativos fixos e os fluxos de dívida e capital próprio são a diferença entre pagamento e captação.

Figura 3. Exemplo de demonstrativo de fluxo de caixa.

<i>Atividades operacionais</i>	
Lucro (prejuízo) do exercício	118
Depreciação e amortização	40
Aumento (diminuição) de estoque	(60)
Caixa gerado (consumido) pelas atividades operacionais	98
<i>Atividades de investimento</i>	
Compra de ativos fixos	(100)
Venda de ativos fixos	30
Caixa gerado (consumido) pelos investimentos	(70)
<i>Atividades de financiamento</i>	
Captação de dívidas	45
Distribuição de lucros obtidos	(20)
Caixa gerado (consumido) pelos investimentos	25
Caixa total gerado (consumido)	53

Fonte: produção própria do autor.

Para o caso estudado, a fórmula a ser utilizada acrescentará ao lucro líquido a depreciação/amortização e os fluxos de investimento, uma vez que não serão considerados nenhuma atividade de financiamento e efeitos de estoque, dado a natureza no negócio.

Fórmula 9. Variação do fluxo de caixa para o estudo.

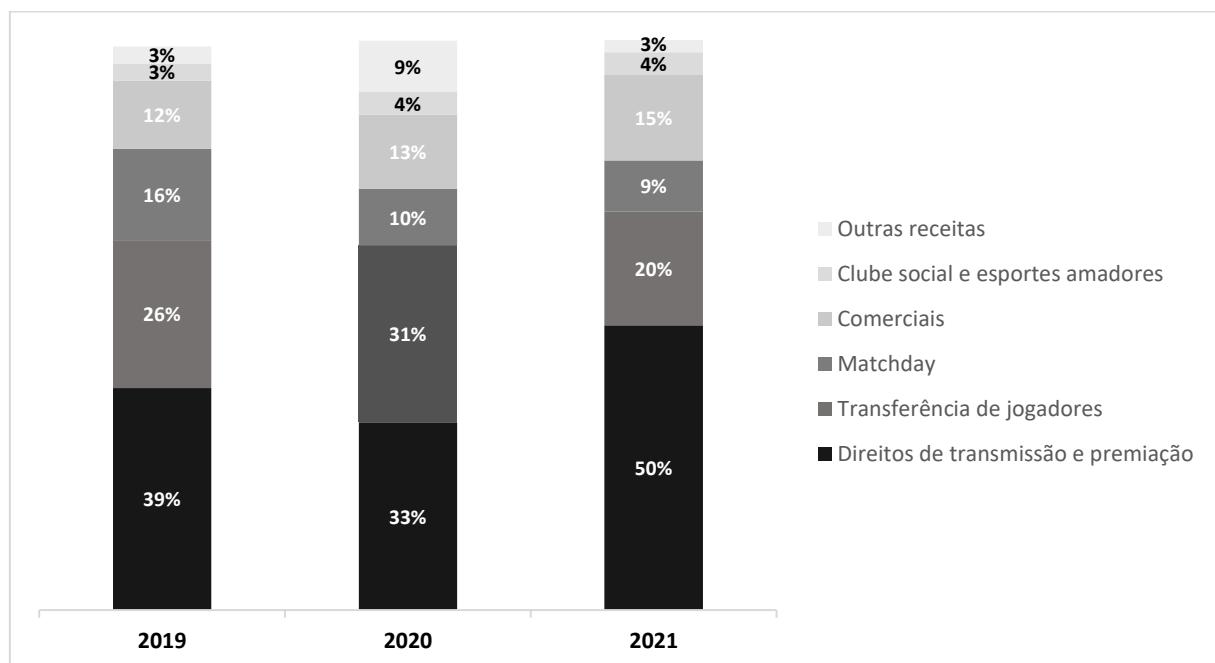
$$\text{Fluxo de caixa} = \text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação} - \text{Investimento}$$

3. DESENVOLVIMENTO

O mercado nacional de futebol sofreu, assim como outros, com a pandemia da COVID-19. Durante o período de 2019 a 2021, as receitas totais obtidas pelos principais clubes brasileiros permaneceram estagnadas, corrigindo os números pela inflação. Houve, obviamente, a supressão de receitas, como bilheteria e sócio torcedor, mas o potencial impacto positivo caso não houvesse a pandemia seria pequeno, segundo estudo da XP Investimentos e da consultoria Convocados (2022).

Em números, os clubes da principal divisão do campeonato brasileiro têm uma receita total de R\$6,6 bilhões e um gasto com folha salarial, sendo o principal gasto, de R\$3,2 bilhões. As dívidas somam R\$8,9 bilhões e os investimentos no ano de 2021 totalizaram R\$832 milhões. Números expressivos de um mercado que tem 75% da população brasileira o considerando favorito dentre os esportes (XP; CONVOCADOS, 2022). A distribuição das receitas, como demonstra a figura 4, são concentradas em direitos de transmissão e premiação, negociação de atletas, operações de jogos e resultados comerciais.

Figura 4. Distribuição das receitas dos clubes brasileiros.



Fonte: EY (2022). Produção própria do autor.

A principal fonte de receitas para os clubes são os direitos de transmissão de jogos e as premiações atreladas ao desempenho esportivo, que são somadas devido à natureza semelhante:

ambas decorrem de contratos com divulgadores do esporte. O aumento da participação dessa fonte em relação ao total em 2021 se deve ao fato dos campeonatos de 2020 terem extrapolado o calendário e serem finalizados em 2021. Portanto, receitas que normalmente seriam arrecadadas ao final dos campeonatos em 2020, como direitos de transmissão de jogos das rodadas finais e as premiações, foram obtidas no ano de 2021 somente.

A segunda principal fonte são as transações de atletas, sendo o Brasil um histórico formador de talentos. O mercado classifica as receitas advindas de vendas de jogadores como não recorrentes, dado a sua característica não operacional e de difícil previsão, além da possibilidade de ser zero. As negociações são muito dependentes de desempenho individual do jogador e do mercado internacional, bem como de intermediadores. Por sua vez, o desempenho coletivo do time, ou seja, as vitórias dentro de campo que levam aos títulos, também influenciam as receitas de direitos de transmissão e de premiação, que são classificadas como variáveis, porém recorrentes, pois sempre existirão, mesmo que dependentes de desempenho.

Já as receitas de *matchday* – bilheteria e programa de sócio torcedor – e receitas comerciais, como licenciamento, publicidade e patrocínio, representam conjuntamente cerca de um quarto do total, sendo os clubes de maneira individual os maiores detentores de poder e responsabilidade sobre os valores arrecadados. Os direitos de transmissão e premiações são negociados pelas Confederações.

O produto do futebol é o entretenimento. Não à toa as receitas relacionadas à transmissão do espetáculo são as maiores, seguidas pela venda de publicidade e patrocínio pelos clubes, conjuntamente com o consumo do esporte *in loco* – as vendas de ingresso e sócio torcedor. Entender o produto e as principais fontes de receitas é a chave para avaliar um ativo, no caso um clube de futebol, pelo método do fluxo de caixa descontado.

Os gastos e investimentos também são igualmente importantes. E no caso estudado estão direta e majoritariamente associados aos atletas. Compõe os gastos e investimentos, principalmente, pagamento de salários e encargos sociais, direito de imagem pela cessão, por parte dos atletas, do direito de os clubes explorarem as suas imagens, distribuição de premiação e contratação de novos jogadores. Ainda, a dívida do objeto em questão é utilizada para, ao que a Lei da SAF determina, calcular a forma de pagamento e, por consequência, também impactando a geração de caixa.

Por fim, outros clubes transacionados publicamente em bolsas de valores são utilizados para basear o cálculo do custo médio do capital, além de outros componentes de prêmio.

3.1 Modelagem dos fluxos de caixa

Como visto, uma das partes integrantes da avaliação de um ativo pelo método do fluxo de caixa descontado é projetar as suas receitas, custos e despesas, amortização da dívida e investimentos para se calcular o fluxo de caixa resultante em cada um dos períodos de operação. É nessa etapa do processo em que o analista deve fazer os melhores julgamentos sobre como o ativo objeto da avaliação se desenvolverá no futuro (DAMODARAN, 2007).

Inicia-se compreendendo o histórico recente, embora o resultado passado não seja sempre um bom indicador do que ocorrerá no futuro, pode transmitir informações valiosas para as estimativas (DAMODARAN, 2007). A começar pela compreensão do negócio.

Para a avaliação da hipotética SAF em questão, o presente estudo de caso, assim como o mercado, estrutura as receitas em cinco linhas:

- direitos de transmissão de TV e premiações;
- bilheteria;
- sócio torcedor;
- publicidade e patrocínio;
- outras receitas e;
- negociação de atletas;

e os gastos em três:

- folha;
- direito de imagem e;
- outros gastos operacionais;

sendo que receitas e gastos relacionados ao clube social e outros esportes são desconsiderados devido as disposições da Lei sobre a atividade principal de uma SAF.

O período a ser modelado se inicia com a hipótese de transformação do futebol e suas operações em SAF no ano de 2022 e finaliza após dez anos, em 2032, – quando se tem o valor terminal do ativo –, devido ao que dispõe a Lei em relação ao seu principal objetivo, a forma de pagamento dos passivos, sendo escolhido o Regime Centralizado de Execuções a opção a ser modelada.

3.1.1 Receitas

A projeção de receita da SAF leva em conta o histórico recente, bem como potenciais de melhoria e é apresentada no Apêndice A. Porém, o principal fator é o desempenho esportivo. Portanto, assumir premissas sobre os campeonatos é o primeiro passo, sendo os três principais disputados pelos times brasileiros o Campeonato Brasileiro, a Copa do Brasil e a Libertadores, que são os levados em consideração. A Tabela 1 descreve, ano a ano, para cada um dos campeonatos, os resultados esportivos utilizados na modelagem, considerados conservadores, dado os resultados recentes do Clube. Para o Campeonato Brasileiro Série A os números representam a colocação ao final da competição. Já para a Copa do Brasil e a Libertadores, competições que seguem um modelo diferente, o de mata-mata, são designadas as últimas fases jogadas pelo Time. Ou seja, se consta Semi em 2026 para a Copa do Brasil, significa que o Time perdeu na semifinal e, portanto, arrecadou a receita referente a esta posição.

O ano de 2022 não é modelado segundo premissas esportivas e de melhoria de performance. Os números para esse ano, mantendo coerência e conservadorismo na análise, são segundo o plano orçamentário do Clube, divulgado em seu site eletrônico.

Tabela 1. Premissas de desempenho esportivo ao longo dos anos da modelagem.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Brasileiro	6	1	3	2	6	7	2	5	1	3
Copa do Brasil	Quartas	Quartas	Vice	Semi	Quartas	Oitavas	Campeão	Semi	Quartas	Vice
Libertadores	Semi	Campeão	Oitavas	Quartas	Grupos	Campeão	Quartas	Grupos	Grupos	Oitavas

Essas premissas impactam, principalmente, as linhas de direitos de transmissão de TV e premiações que, para cada um dos campeonatos, as cifras e regras de distribuição são exclusivas e estão apresentadas na Tabela 2. Os valores de referência são de 2022, extraídos de matérias de fontes especializadas em esportes¹, e para os efeitos da projeção são corrigidos de 2023 em diante pelas expectativas de inflação (IPCA) divulgadas pela Banco Central do Brasil no Relatório Focus (2022) pela fórmula de valor futuro. A partir de 2025, os índices de inflação

¹ Disponíveis em: <https://www.cbf.com.br/futebol-brasileiro/noticias/copa-brasil-masculino/copa-do-brasil-2022-cotas-de-premiação-para-os-clubes-participantes>, <https://oglobo.globo.com/esportes/futebol/premiação-do-brasileirao-quanto-cada-clube-ganhou-com-classificação-final-25313565>, <https://www.mktesportivo.com/2022/03/qual-e-a-premiação-em-dinheiro-da-libertadores-2022-quanto-o-campeão-ganha/>.

utilizados permanecem constantes dado a limitação do Relatório Focus. As regras de distribuição são extraídas das mesmas fontes dos valores.

Para o caso da Libertadores, cuja moeda utilizada na divulgação é o dólar americano, a cotação usada para a conversão em reais é de R\$5,00, constante para toda a modelagem, de acordo com as expectativas do mercado para a taxa de câmbio no longo prazo, registradas no Relatório Focus (2022). Toda a modelagem do estudo de caso e o seu resultado final, o *valuation*, é feita em real (R\$) e sempre considera a inflação (IPCA) projetada para os períodos, portanto, aumentos ou diminuições são reais. Os valores estimados de IPCA, câmbio, bem como SELIC – usada para correção da dívida conforme prevê a Lei da SAF –, são apresentados no Apêndice B. No Apêndice C são apresentados os valores efetivos de IPCA de 2018 a 2021 (IBGE, 2022) que são pertinentes a modelagem.

Tabela 2. Premiações e regra de distribuição de valores.

Campeonato	Valor	Regra
Brasileiro	R\$1,5 bi	<ul style="list-style-type: none"> • 40% distribuído igualitariamente entre os times; • 30% de acordo com desempenho esportivo, sendo 10% para o primeiro colocado e 3,4% para o 16º; • 30% de acordo com número de transmissões.
Copa do Brasil	1 Fase: R\$1,3 mi 2 Fase: R\$2,8 mi 3 Fase: R\$4,7 mi Oitavas: R\$7,7 mi Quartas: R\$11,6 mi Semi: R\$19,6 mi Vice: R\$44,6 mi Campeão: R\$79,6 mi	Distribuição conforme avanço no campeonato
Libertadores	1 Fase: US\$0,4 mi 2 Fase: US\$0,5 mi 3 Fase: US\$0,5 mi Grupos: US\$3,0 mi	Distribuição conforme avanço no campeonato

	Oitavas: US\$4,1 mi Quartas: US\$5,6 mi Semi: US\$7,6 mi Vice: US\$13,6 mi Campeão: US\$23,6 mi	
--	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

Para outros campeonatos disputados pelo Clube, como estadual e Recopa, nos anos em que vença a Libertadores, foram considerados valores fixos conforme a participação, dado os seus modelos de transmissão/premiação.

As premissas esportivas, além de nortearem as receitas com direitos televisivos e premiações, também impactam as arrecadações com bilheteria, pois ditam os números de jogos disputados no campeonato. Os campeonatos Libertadores e Copa do Brasil variam os números de jogos disputados conforme o Clube avança na competição. Para a Copa do Brasil, a cada fase, é disputado um jogo no estádio próprio, chamado de “casa” no futebol. Ou seja, o campeão disputa ao todo cinco jogos em casa. Já na Libertadores, o sistema é o mesmo a partir das oitavas de final, sendo que na fase de grupos, são disputados três jogos em casa.

O Campeonato Brasileiro é a exceção, pois a quantidade de jogos disputados como Clube mandante – outra designação para o jogo no estádio próprio – é fixa e totaliza dezenove jogos ao todo na temporada. O torneio estadual também é modelado da mesma maneira, sendo oito partidas jogadas como mandate.

Para o cálculo da receita com bilheteria, obviamente, necessita-se dos valores dos ingressos e do público que multiplicados resultam na receita da partida que, por sua vez, multiplicada pelo número de jogos resulta na receita total do ano com venda de ingressos. Para os valores de ingressos e público, são considerados os valores médios do histórico recente anterior a pandemia do COVID-19, sendo ticket médio dos ingressos R\$55,00 e R\$60,00 para os campeonatos Brasileiro e estadual, Libertadores e Copa do Brasil, respectivamente, e público presente 28.000 e 31.600, na mesma ordem. Os dados utilizados são do ano de 2019 e foram extraídos de um levantamento realizado pelo site Globo Esporte (2019) que os publica anualmente.

O crescimento considerado para a receita com bilheteria ao longo da projeção está nos valores do ticket médio que são, primeiramente, corrigidos pelo IPCA ano a ano e, a cada ciclo de dois anos, considera-se um reajuste de 5% para obter um aumento real acima da inflação.

Atrelado a assistir os jogos no estádio, há a receita com programa de sócio torcedor, que prevê benefícios aos aderentes e, principalmente, descontos em ingressos. Os programas de

sócio torcedor dos clubes nacionais são divididos em planos, cada qual com seu valor e respectivo benefício a escolha e estratégia de cada clube. Por isso informações mais precisas e pertinentes à modelagem não são publicamente divulgadas pelo Clube, o que é justamente a base do estudo. Entretanto, a quantidade de sócios torcedores é frequentemente divulgada pelos clubes, interessados em demonstrar crescimentos.

Portanto, analisando os números de sócios torcedores *versus* o tamanho da torcida (XP; CONVOCADOS, 2022) de clubes da mesma região do objeto do estudo, enxerga-se um potencial de atingir a meta de 0,80% de penetração do programa na totalidade da torcida, projetada para ser alcançada em quatro anos. Hoje o clube apresenta uma penetração de 0,45% e no passado já atingiu 0,60%.

O cálculo para esta linha de receita também leva em conta o ticket médio dos planos e é obtido dividindo-se o valor realizado no ano de 2021 e o orçado para 2022 pela quantidade de sócios divulgada, resultando em R\$43,00 mensais. Esse número também é crescido ao longo dos quatro anos de melhoria do programa, sendo dois anos consecutivos de aumentos de 10% e dois de 5%, resultando em uma taxa média de aumento real de 8,75% ao ano, dado que o valor também é corrigido pela inflação.

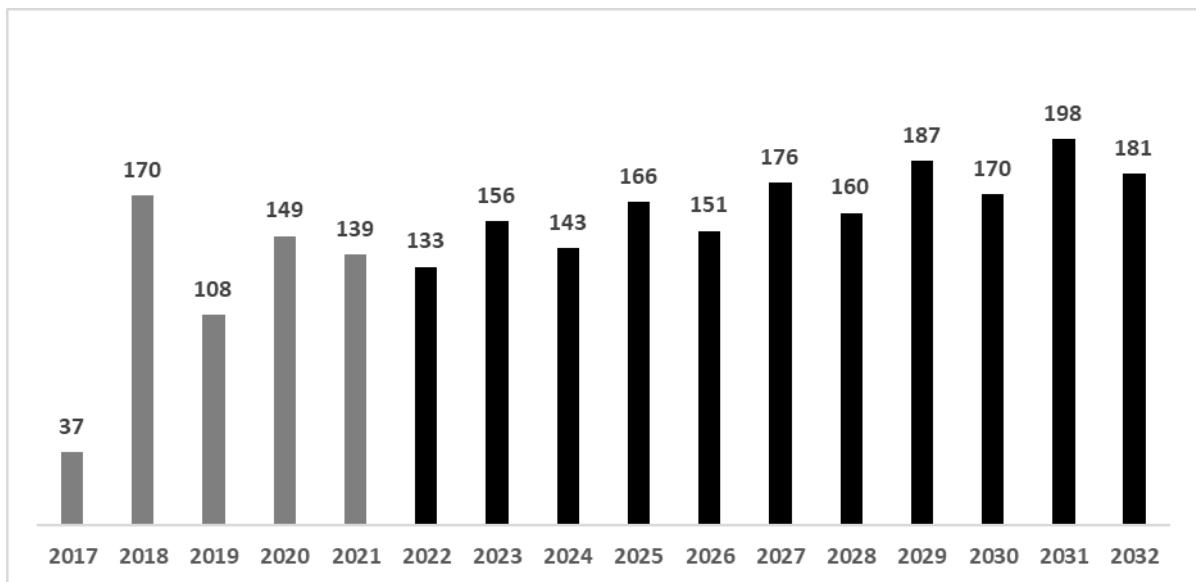
Como dito, os planos dos programas de sócio torcedor oferecem descontos em ingressos e, portanto, um canibalismo de receita acontece. Ao considerar um público presente vezes o ticket médio do ingresso calcula-se todas as pessoas como pagantes, enquanto, na realidade, há uma parcela do valor que alguns torcedores não pagam. Por isso, é estimado um canibalismo de 20% nas vendas de ingressos ao olhar conjuntamente bilheteria e sócio torcedor – *matchday*.

A hipótese de criação da SAF do Clube em questão se dá pelo processo de cisão do departamento de futebol, implicando na SAF suceder o Clube em relação a contratos com fornecedores, patrocinadores e atletas, conforme dispõe a Lei na seção sobre disposições introdutórias (BRASIL, 2021). Portanto, os números já arrecadados no Clube com patrocínios, publicidade e licenciamento de marca, bem como vendas de jogadores, podem servir de base para a projeção das receitas futuras.

As receitas comerciais de divulgação de marca e licenciamento foram corrigidas pela inflação durante o período, sendo que, no caso de título em algum ano da modelagem, há um acréscimo de 15% na receita de patrocínio e publicidade, dado o formato do contrato atual, descrito nas demonstrações financeiras do Clube. Já para licenciamento projeta-se um crescimento ao longo dos quatro primeiros anos modelados devido a disparidade dessa fonte quando comparado a clubes rivais.

As negociações de atletas, historicamente altas no Clube, foram modeladas seguindo a tendência do passado recente de haver ciclos de vendas de dois anos. Ou seja, o Clube apresenta um resultado alto em um ano seguido por um abaixo, repetindo o ciclo na sequência. Isso pode ser explicado pelo fato da necessidade de manter jogadores por um período para poderem se valorizar no mercado, possibilitando uma venda. O cálculo utiliza, portanto, o valor de dois anos atrás corrigido pela inflação do período para se projetar a receita do ano corrente, conseguindo seguir a curva histórica, conforme demonstra a Figura 5, na qual em cinza são os anos efetivamente realizados e em preto, o projetado, sendo que em 2022 é utilizado o número do orçamento.

Figura 5. Receitas com negociações de atletas realizadas e projetadas em milhões de reais.



Fonte: demonstrações de resultados do Clube e projeção. Produção própria do autor.

Finalizando as linhas de receitas, há a descrição de “Outras receitas e Timemanía” na demonstração de resultado, que é modelada somente acompanhando a inflação, dada a limitação por falta de abertura do que compreendem essas outras fontes, e pela irrelevância quando comparado a fatia total arrecada ao longo dos anos. Como dito, a evolução e distribuição das receitas realizadas e projetadas encontram-se no Apêndice A, seguindo o mesmo padrão de cores da Figura 5. É observável um crescimento real das receitas brutas ao longo da modelagem que é, em média, de 5% ao ano. Considerando a inflação do período, o crescimento nominal das receitas brutas de 2% ao ano permite classificar a projeção como conservadora.

3.1.2 Endividamento e contribuições

A partir da modelagem das receitas brutas alcançadas ao longo dos anos, pode-se calcular os repasses à Associação para pagamento de dívidas e as contribuições incidentes, uma vez que todos esses são incorridos sobre receitas. A Lei da SAF determina que a taxação sobre as receitas – e não lucros – é de 5% das receitas correntes nos primeiros cinco anos e de 4% das receitas totais do sexto em diante.

Além da alíquota da TEF, há a contribuição sindical chamada de Direito de Arena que incide sobre receitas de direitos de TV/premiação e receitas de bilheteria à alíquota de 4%, que somada a taxação, compõem as contribuições.

Retomando a seção sobre quitação dos passivos dos Clubes, a Lei 14.193 disponibiliza o processo de Regime Centralizado de Execuções como alternativa para solucionar o endividamento e é o utilizado para a modelagem. A escolha, como também descreve a Lei, é critério do Clube, porém pela compreensão mais clara da Lei quando comparada as recuperações judicial e extrajudicial, para a projeção se utiliza a regra de destinação de 20% das receitas e 50% dos dividendos para pagamento das dívidas, além da correção anual pela taxa SELIC do montante devido.

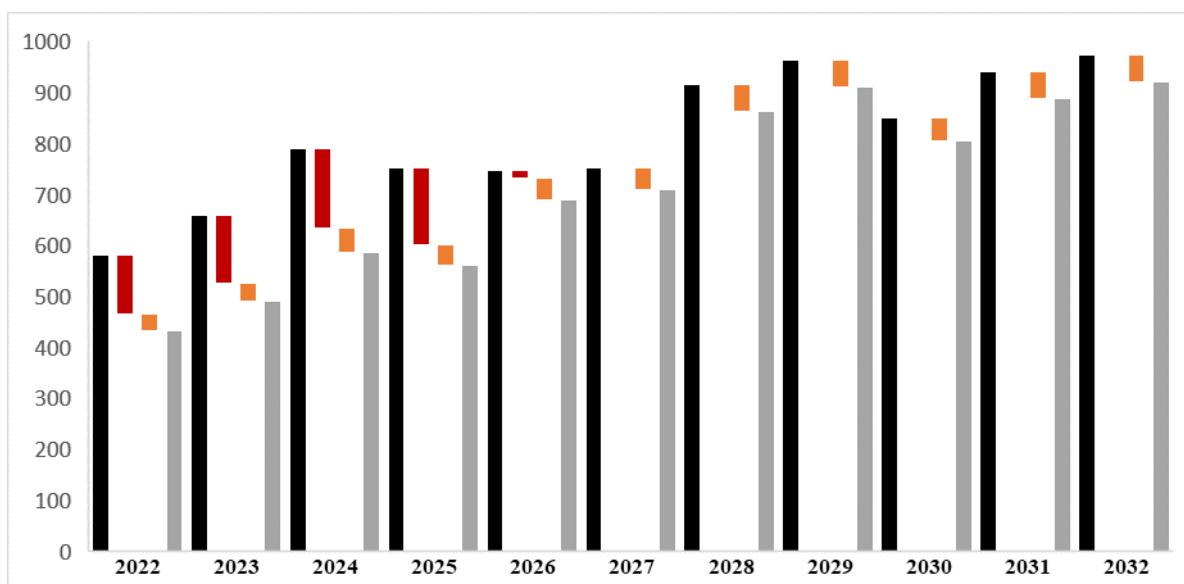
O atual endividamento do Clube é da ordem de R\$500 milhões, dos quais R\$60 milhões são dívidas tributárias, as quais não são endereçadas pela Lei, e devem seguir fluxo de pagamento previsto por outros programas de refinanciamento, que não impactam a operação da SAF. Dos R\$440 milhões restantes, mais da metade são classificadas como “contas a pagar” referentes a valores a pagar à clubes e representantes decorrentes de negociações de jogadores.

Com a repasse de 20% das receitas da SAF, os R\$440 milhões são amortizados integralmente em cinco anos, conforme detalha a Tabela 3. Os impactos das contribuições e do repasse na receita bruta são detalhados na Figura 6, resultando na receita líquida ano a ano.

Tabela 3. Fluxo de amortização da dívida em milhões de reais.

	2022	2023	2024	2025	2026
Saldo inicial do período	443	386	290	154	14
(+) Juros incorridos	58	36	22	11	1
(-) Amortização	116	131	158	150	15
Saldo final do período	386	290	154	14	0

Figura 6. Detalhamento da receita bruta (preto), contribuições (laranja), repasse (vermelho) e receita líquida (cinza) projetados.



Fonte: projeção. Produção própria do autor.

3.1.3 Custos e despesas

Os custos e despesas, como mencionado, basicamente se dividem em três: folha salarial, direito de imagem e custos e despesas operacionais; sendo que os dois primeiros estão intrinsecamente relacionados, uma vez que a Lei 9.615 (1998), em seu artigo 87-A, define que

Quando houver, por parte do atleta, a cessão de direitos ao uso de sua imagem para a entidade de prática desportiva detentora do contrato especial de trabalho desportivo, o valor correspondente ao uso da imagem não poderá ultrapassar 40% (quarenta por cento) da remuneração total paga ao atleta, composta pela soma do salário e dos valores pagos pelo direito ao uso da imagem.

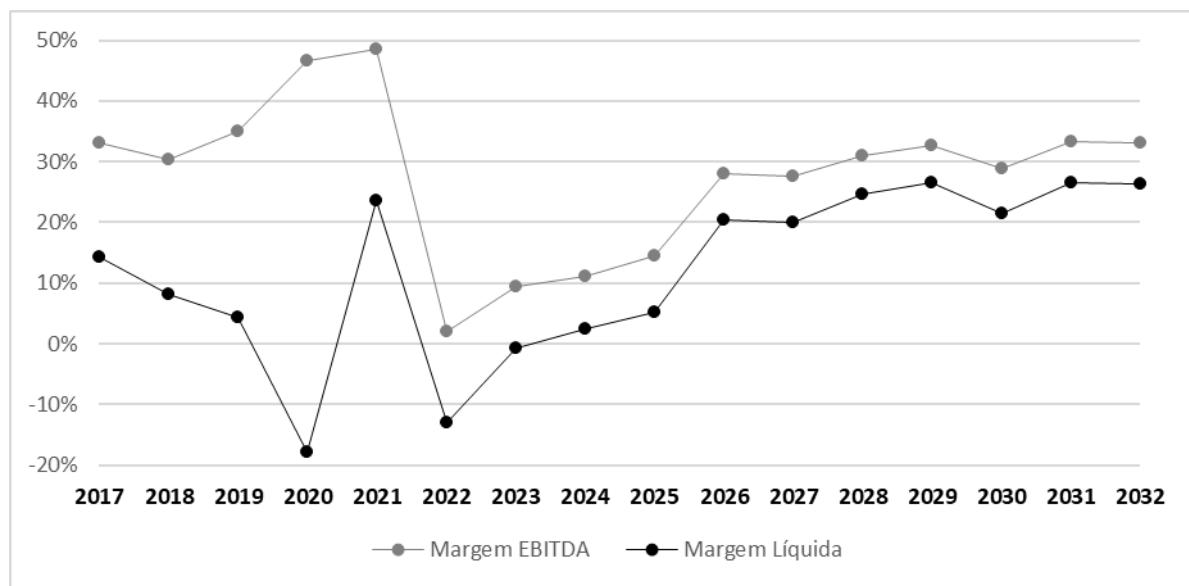
A folha salarial é composta por (i) remuneração e benefícios, (ii) encargos à 12% da remuneração, calculado de acordo com o histórico, (iii) provisão de férias e 13³, como sendo por volta de 20% da remuneração total anual, e premiações pagas aos atletas por títulos. As premiações são variáveis e dependem de informações internas ao Clube, que não estão disponíveis, porém ao observar o histórico, em anos com títulos, consegue-se traçar um fator de 20% dos direitos de televisionamento e premiação para repasse aos atletas, o que é tomado como premissa na modelagem. Para os anos sem títulos, usa-se um fator de 2,5%.

Portanto, calcular os gastos com folha e direitos de imagem se resumem a projetar a remuneração e benefícios que são modeladas de acordo com inflação (IPCA) mais um aumento nominal de 1% ao ano.

Já para os gastos operacionais com jogos, programa de sócio torcedor e gerais administrativas, considera-se também o ajuste pela expectativa de inflação e, para o caso do sócio torcedor, para suportar o aumento projetado na receita, tem-se nos dois primeiros anos modelados aumentos de 10% e 5%, respectivamente.

Com a projeção de receitas e custos/despesas feita, há base para comparar os resultados obtidos com o histórico realizado do Clube, ao montar a demonstração de resultado da SAF, conforme Apêndice D. Observa-se que nos anos finais da projeção, o EBITDA retoma os patamares pré pandemia da COVID-19, o que demonstra consistência operacional na modelagem, e o lucro líquido se alavanca, devido ao pagamento da dívida. O gráfico da Figura 7 mostra a evolução das margens EBITDA e Líquida realizadas pelo Clube e projetadas para a SAF. Vale relembrar que os anos de 2020 e 2021 foram atípicos, dado ao atraso dos campeonatos de 2020 causado pela pandemia. A margem EBITDA se eleva nesses anos devido as reestruturações necessárias e ao parcelamento de pagamentos de salários.

Figura 7. Margem EBITDA e Margem Líquida realizadas e projetadas.



Fonte: demonstrativos de resultados do Clube e projeção. Produção própria do autor.

3.1.4 Investimentos

A modelagem de investimentos necessários para a operação segue a depreciação e amortização de cada período. Os ativos tangíveis do Clube, pertinentes a SAF, compreendem equipamentos, softwares, terrenos e edificações das atividades do futebol e são depreciados ao longo da modelagem seguindo a tendência histórica de 1% ao ano. Para essa classe, os investimentos anuais são iguais as depreciações calculadas.

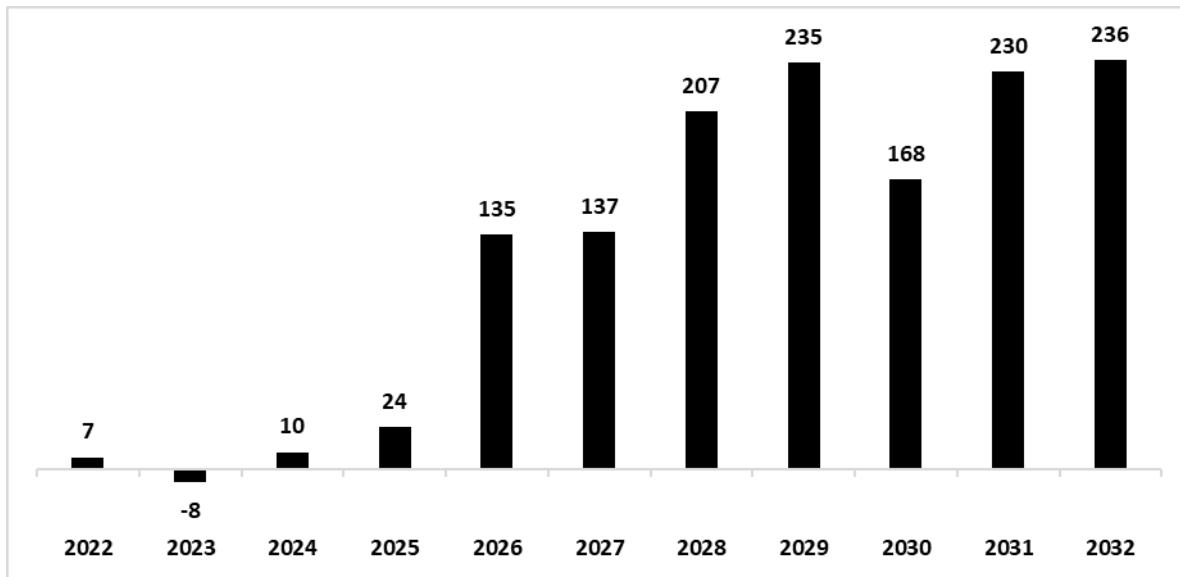
Para os ativos intangíveis, que compreendem os valores pagos na compra de atletas do time, são amortizados pelos tempos de contrato, que em média são de quatro anos, resultando em amortizações de 25% ao ano. E o cálculo de investimento a fim de repor a classe desses ativos é feita considerando um aumento real de 10% ao ano, ou seja, 110% da amortização calculada para o período. A exceção acontece no primeiro ano, no qual é considerado nenhum investimento em ativos intangíveis, ano em que ocorre a transição para o modelo empresarial e as vendas de atletas permanecem estagnadas. A partir de 2023, os investimentos se iniciam e por isso o caixa negativo nesse ano, como será apresentado.

Portanto, através dos investimentos, projeta-se uma manutenção dos ativos tangíveis, que já são considerados de alta excelência pelo mercado, e uma reposição de atletas do mesmo nível do elenco atual, considerando uma margem de 10% para cima, para eventuais contratações mais caras.

Os investimentos fecham os dados necessários para se calcular os fluxos de caixas gerados pela modelagem, juntamente com lucro líquido da operação, a partir de receitas e gastos, e considerando efeitos não caixa de depreciação/amortização.

A Figura 8 descreve os resultados obtidos ao longo dos anos e que serão trazidos ao valor presente à taxa WACC, apresentada na sequência, para se obter o *valuation*, tratado na seção Resultados. Nota-se que a partir de 2026, quando a dívida é quitada, há um aumento significativo do caixa gerado, que pode ser distribuído aos acionistas ou retido pela empresa, a escolha dos detentores da SAF.

Figura 8. Fluxos de caixas gerados (consumidos) pelas atividades da SAF (R\$ milhões).



Fonte: projeção. Produção própria do autor.

3.2 WACC e perpetuidade

O cálculo da taxa de desconto utilizada, o WACC, para o caso da SAF será somente o custo de capital para os investidores, que é a composição de vários prêmios pelos riscos associados ao se ter capital investido na SAF do Clube. A parcela do WACC referente à dívida não é ponderada, pois a estrutura de capital modelada não considera alavancagens financeiras, pois através do Regime de Centralizações de Execuções, a dívida é amortizada.

Os prêmios considerados se iniciam pelo prêmio do mercado de futebol, calculado pelo beta (β) de clubes negociados em bolsas europeias, somado por um prêmio país Brasil, seguido por um prêmio de iliquidez do ativo e finalizado com o prêmio base, a taxa livre de risco.

Fórmula 10. Demonstração do cálculo do WACC.

$$WACC = \text{prêmio de mercado} + \text{prêmio país} + \text{prêmio de iliquidez} \\ + \text{taxa livre de risco}$$

Os betas (β) dos clubes europeus listados em bolsas e utilizados na análise são extraídos da plataforma Yahoo Finance e apresentados na Tabela 4. Entretanto, como o WACC do estudo de caso não considera os efeitos da alavancagem por dívida, há a necessidade de equalizar essa

situação para os clubes utilizados, por isso o cálculo de desalavangem do beta, dado que os clubes europeus utilizam dívida nas suas operações. A conta é feita ponderando a relação capital próprio e dívida (D/E) e considerando o efeito fiscal da utilização de dívida na operação (DAMODARAN, 2007). O valor a ser utilizado será a média de 0,7.

Fórmula 11. Beta não alavancado.

$$\text{Beta não alavancado} = \frac{\beta}{(1 + \frac{D}{E} * (1 - imposto))}$$

Tabela 4. Betas desalavancados dos clubes de futebol.

	Beta	D/E	Alíquota de imposto	Beta desalavancado
Juventus	1,33	45%	23%	1,0
Borussia	1,13	17%	30%	1,0
Ajax	0,57	0%	25%	0,6
Lyon	0,61	308%	28%	0,2
Benfica	0,64	132%	21%	0,3
Roma	3,01	150%	23%	1,4
F.C. Copenhagen	0,8	162%	22%	0,4
Celtic	0,58	0%	19%	0,6
			Média	0,7

Além do beta não alavancado, para a obtenção do prêmio de mercado de futebol, necessita-se do prêmio do mercado europeu como todo (r_m). O Professor Aswath Damodaran, da *Stern School of Business*, disponibiliza em seu site ²dados de referência de mercado. O mercado de capitais da Europa ocidental apresenta um prêmio de risco de 5,88%, o que resulta em um prêmio de mercado de 4,12%.

Fórmula 12. Cálculo do prêmio de mercado de futebol.

$$\text{Prêmio de mercado de futebol} = \beta * r_m \rightarrow 0,7 * 5,88\% = 4,12\%$$

² Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Ainda segundo a mesma fonte, o prêmio associado ao risco país, ou seja, de se ter capital investido no Brasil, é de 2,91% e a taxa livre de risco a ser utilizada será de 2,50%, conforme as letras do Tesouro americano de longo prazo.

$$\text{Prêmio país} = 2,91\%$$

$$\text{Taxa livre de risco} = 2,50\%$$

O prêmio de maior dificuldade de ser mensurado é o por risco associado a dificuldade de se desfazer do ativo. Comparar a situação de investimento em um clube de futebol e após anos vender o ativo para outro investidor, com a possibilidade de comprar e vender ações de clubes transacionados em bolsa leva-se a considerar esse prêmio. E o seu peso deve ser relevante, ainda mais quando não se considera a distribuição de dividendos ao longo da modelagem. Portanto, o retorno só aconteceria na venda do ativo. O prêmio estipulado é de 6% e tem peso de cerca de 40% no WACC.

$$\text{Prêmio de iliquidez} = 6,00\%$$

Fórmula 13. Cálculo do WACC.

$$WACC = 4,12\% + 2,91\% + 2,50\% + 6,00\% = 15,53\%$$

Com o WACC definido e os fluxos de caixas projetadas até 2032, necessita-se encontrar o crescimento até a eternidade do ativo. O argumento para se considerar a operacionalidade do ativo durante muito tempo é a idade do Clube: centenário. É provável, portanto, que permanecerá muito tempo em atividade gerando fluxos de caixa. Como a limitação do crescimento na perpetuidade é o crescimento do mercado no qual o ativo se encontra, será utilizado a expectativa de inflação como base para o valor terminal do ativo.

$$g = 3\%$$

4. RESULTADOS

A fórmula para obter o valor do ativo, conforme descrito, leva em consideração os fluxos de caixas, o tempo de operação do ativo e a taxa de desconto, além do valor ao término da projeção do caixa. Com todos esses elementos desenvolvidos para o objeto de estudo pode-se, então, calcular o seu real valor.

O ponto central é a Figura 8, já apresentada, na qual cada coluna é trazida ao valor presente e somada. Para o valor terminal é utilizado o fluxo de caixa obtido no último ano da projeção (n).

Fórmula 14. Fórmula do valor total do ativo.

$$Valor\ do\ ativo = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FC_n}{WACC - g}$$

Ao resolver a equação, obtém-se o *valuation* do objeto de estudo da ordem de R\$970 milhões. Entretanto, o resultado pode variar em função dos prêmios escolhidos, da perpetuidade atribuída e, obviamente das projeções de caixa feitas.

Por isso, uma análise de sensibilidade de WACC e g é fundamental para apresentar uma extensão possível do *valuation*. Ao variar o WACC e o g em um ponto percentual para baixo e para cima tem-se um *range* de valor da SAF entre R\$840 milhões e R\$1.140 milhões, demonstrado pela Figura 9.

Figura 9. Extensão do *valuation*, em bilhões de reais, ao sensibilizar WACC e g .

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
14,5%	1,04	1,06	1,08	1,11	1,14
15,0%	0,98	1,00	1,02	1,05	1,07
15,5%	0,93	0,95	0,97	0,99	1,01
16,0%	0,88	0,90	0,92	0,94	0,96
16,5%	0,84	0,86	0,87	0,89	0,91

Fonte: projeção. Produção própria do autor.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Retomando o objetivo central do estudo de caso, verificar, a partir das delimitações da nova legislação acerca do modelo organizacional do futebol profissional brasileiro, a aplicabilidade de método já existente para valoração de empresas e as peculiaridades quando utilizado no contexto esportivo, conclui-se que o método de fluxo de caixa descontado é pertinente e utilizável para valor uma SAF de um clube de futebol.

Entretanto, há algumas peculiaridades em relação a aplicabilidade do método no contexto das “empresas do futebol”. A iniciar pela grande possibilidade de variação das receitas obtidas, uma vez que estão intimamente ligadas ao desempenho esportivo. Conforme cita o português Abel Ferreira, técnico de futebol que atua no Brasil, em sua entrevista ao programa Roda Viva (2022) “o futebol é um jogo, futebol não é matemática, nós é quem achamos que conseguimos transformá-lo em dois mais dois são quatro. Nunca vai ser no futebol, porque é um jogo e há fatores no futebol que são aleatórios: a bola bate no ‘poste’, bate nas costas e entra; a bola bate no ‘poste’, bate na cabeça e saí”, fazendo uma alusão à impossibilidade ainda maior de prevermos, com segurança absoluta, qualquer situação futura no contexto do futebol.

Para ilustrar a primeira peculiaridade do método, quando aplicado no futebol, se alterada a premissa utilizada no desenvolvimento do estudo de caso para uma em que a SAF não seja campeã em nenhum ano simulado e, ao invés, seja vice-campeã, a variação no *valuation* é de 30% para baixo. Portanto, estimar com conservadorismo e cautela os resultados esportivos e, se possível, simular mais de um cenário, pode ser necessário. Além disso, ao considerar o valor terminal do ativo, utilizar flutuações de g ao longo da perpetuidade para contabilizar as oscilações de desempenho esportivo, peculiares do esporte.

A segunda peculiaridade é em relação ao cálculo do fluxo de caixa gerado pela operação da SAF, que desconsidera efeitos de estoque e contas a receber, diferentemente de uma indústria tradicional que mantêm estoque e um descasamento entre venda e recebimento por ela. Este ganho em capital de giro afeta positivamente os fluxos gerados ano a ano, aumentando o *valuation* do ativo.

Ainda, dado a imaturidade desse mercado no Brasil e o início recente desse tipo de análise para ele, aliado a característica de indeterminação de prêmios, o cálculo do WACC pode variar de caso para caso, diferentemente de indústrias mais estabelecidas. Há certos riscos envolvidos ao investir capital no futebol e cada indivíduo pode considerar magnitudes

diferentes para cada um deles, bem como considerar estruturas de capital diferentes, implementando operações com alavancagem financeira, por exemplo.

Por fim, mesmo que o estudo empírico tenha se baseado somente em um único caso, é possível generalizar a abrangência do método do fluxo de caixa descontado para uma análise, com as suas peculiaridades, desse tipo de ativo, devido ao fato do estudo ter levado em conta a Lei geradora das SAFs e, portanto, considerando o que dispõe a Lei, qualquer ativo desta classe detém as mesmas características, permitindo a sua valoração pelo método estudado.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus**: Relatório de Mercado. 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20220429.pdf>. Acesso em: 10 mai. 2022.

BRASIL. Projeto de lei n. 5082, de 26 de abril de 2016. Cria a via societária, e estabelece procedimentos de governança e de natureza tributárias, para modernização do futebol, e dá outras providências. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2082511>. Acesso em: 7 mai. 2022.

BRASIL. Lei n. 9.615, de 24 de março de 1998. Institui normas gerais sobre desporto e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9615consol.htm. Acesso em: 23 jun. 2022.

BRASIL. Lei n. 14.193, de 6 de agosto de 2021. Institui a Sociedade Anônima do Futebol. **Diário Oficial da União**: seção 1: Atos do Poder Legislativo, n. 149, p. 2-4, 9 ago. 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14193.htm. Acesso em: 5 mai. 2022.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. 10. ed. Tradução: Celso Roberto Paschoa; revisão técnica: João Carlos Doutat. Porto Alegre: AMGH, 2013. ISBN: 978-85-8055-239-3.

CAPELO, Rodrigo. Os buracos na Lei da SAF. **O Globo**, Rio de Janeiro, 21 de março de 2022. Esportes. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/esportes/rodrigo-capelo-os-buracos-na-lei-da-saf-25441084>. Acesso em: 7 mai. 2022.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Tradução: Carlos Henrique Trieschmann e Ronaldo de Almeida Rego; supervisão técnica: Eduardo Fortuna. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2005. ISBN: 85-7303-145-X.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. Tradução: Sonia Midori Yamamoto e Marcelo Arantes Alvim; revisão técnica: Mara Luquet. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. ISBN: 978-85-7605-105-3.

DAMODARAN, A. **Valuation Undergraduate Spring 2022**. 2022. Aulas gravadas. Disponível em: <https://www.youtube.com/playlist?list=PLUkh9m2BorqmdITeQCG1Cn6MmGGKfn6p>. Acesso em: 20 mai. 2022.

EHRHARDT, M. C.; BRIGHAM, F. E. **Financial Management: Theory and Practice**. 13. ed. Mason: South-Western Cengage Learning, 2011.

ERNST & YOUNG. Levantamento Financeiro dos Clubes Brasileiros 2021. Maio 2022. Disponível em: https://www.ey.com/pt_br/media-entertainment/levantamento-financeiro-dos-clubes-brasileiros-2021. Acesso em: 15 jun. 2022.

FERREIRA, J.; MOTTA, L. C. P. Clube-empresa no brasil: um novo fenômeno geográfico. In: XIV ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM GEOGRAFIA, 2021, Campina Grande. **Anais do XIV ENANPEGE**. Campina Grande: Realize Editora, 2021. Disponível em: <https://editorarealize.com.br/artigo/visualizar/78792>. Acesso em: 04 jun. 2022.

GLOBO ESPORTE. O público dos estádios do Brasil em 2019. Disponível em: <http://app.globoesporte.globo.com/futebol/publico-no-brasil/2019/index.html>. Acesso em: 7 mai. 2022.

IBGE. **Indicadores IBGE**: Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor Janeiro de 2022. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/biblioteca-catalogo?view=detalhes&id=7236>. Acesso em: 20 jun. 2022.

KAMPFF, Andrei. Porque Uefa não deveria permitir dois clubes da mesma empresa na Champions. **UOL**. 08 de novembro de 2019. Disponível em: <https://leiemcampo.blogosfera.uol.com.br/2019/11/08/por-que-uefa-nao-deveria-permitir-dois-clubes-da-mesma-empresa-na-champions/>. Acesso em: 7 mai. 2022.

MIGUEL, P. A. C. (coord.). **Metodologia de pesquisa em engenharia de produção e gestão de operações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

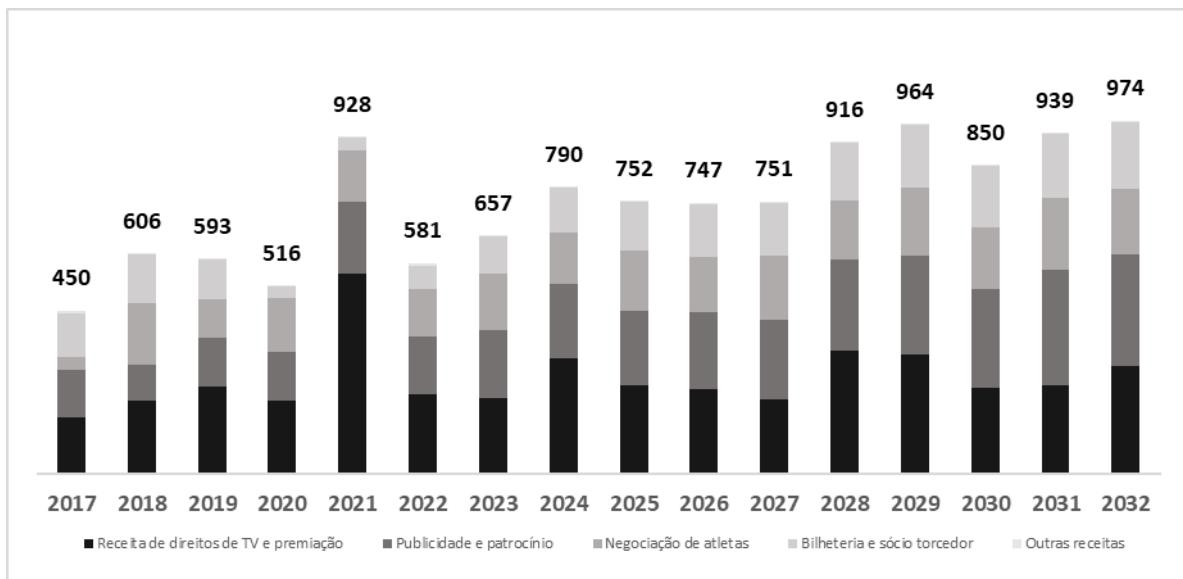
ROSS, S. A (coord.). ***Essentials of corporate finance***. 9. ed. Nova Iorque: McGraw-Hill Education, 2017. ISBN: 978-1-259-27721-4.

RODA VIVA. Entrevista de Abel Ferreira, técnico de futebol, ao programa Roda Viva. 2022. Disponível em: <https://youtu.be/d1HVlmrfCfw>. Acesso em: 17 jun. 2022.

XP INVESTIMENTOS, CONSULTORIA CONVOCADOS. **Relatório Convocados: Finanças, História e Mercado do Futebol Brasileiro de 2021. 2022.** Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/relatorio-futebol-2022/>. Acesso em 15 jun. 2022.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Evolução e distribuição das receitas realizadas e modeladas.



APÊNDICE B – Índices macroeconômicos projetados utilizados na modelagem

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
SELIC	13,25%	9,25%	7,50%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
IPCA	7,89%	4,10%	3,20%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Câmbio (US\$ para R\$)	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00

APÊNDICE C – Índices macroeconômicos utilizados na modelagem

	2018	2019	2020	2021
IPCA	3,89%	4,18%	4,35%	3,34%

APÊNDICE D – Demonstrações de resultados dos exercícios realizados e projetados

R\$ milhões	<i>Realizado</i>					<i>Projetado</i>										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Receita de direitos de TV e premiação	154	200	238	200	551	217	206	317	242	231	205	339	327	237	243	297
Bilheteria e sócio torcedor	121	134	108	31	36	63	103	122	135	146	148	161	172	168	174	187
Publicidade e patrocínio	130	100	135	134	199	159	190	207	206	215	218	252	275	272	320	305
Outras receitas	7	2	4	2	2	10	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4
Negociação de atletas	37	170	108	149	139	133	156	143	166	151	176	160	187	170	198	181
Receita Bruta	N/A	N/A	N/A	516	928	581	657	790	752	747	751	916	964	850	939	974
Repasso Associação, Contribuições e Impostos	N/A	N/A	N/A	(27)	(65)	(148)	(167)	(206)	(192)	(57)	(41)	(53)	(55)	(47)	(50)	(54)
Receita Líquida	450	606	593	489	863	433	490	585	560	690	710	862	909	804	889	920
Custos e Despesas	(302)	(422)	(386)	(262)	(444)	(424)	(444)	(520)	(479)	(496)	(513)	(595)	(612)	(572)	(593)	(616)
EBITDA	148	185	207	228	418	9	46	65	81	194	197	268	297	232	295	303
<i>Margem EBITDA</i>	33%	30%	35%	47%	48%	2%	9%	11%	14%	28%	28%	31%	33%	29%	33%	33%
Depreciação e Amortização	(67)	(114)	(166)	(260)	(174)	(65)	(49)	(51)	(52)	(53)	(54)	(56)	(57)	(58)	(60)	(61)
Resultado Financeiro	(18)	(21)	(16)	(55)	(40)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lucro Líquido	64	49	25	(87)	204	(56)	(3)	15	29	141	142	212	240	173	236	242
<i>Margem Líquida</i>	14%	8%	4%	-18%	24%	-13%	-1%	3%	5%	20%	20%	25%	26%	22%	27%	26%

