

LUIS CLAUDIO DA SILVA JUNIOR

ANÁLISE SETORIAL E AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE  
UM CLUBE DE FUTEBOL NO BRASIL

Trabalho de Formatura apresentado à Escola  
Politécnica da Universidade de São Paulo para a  
obtenção do Diploma de Engenheiro de Produção.

São Paulo

2022



LUIS CLAUDIO DA SILVA JUNIOR

ANÁLISE SETORIAL E AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DE  
UM CLUBE DE FUTEBOL NO BRASIL

Trabalho de Formatura apresentado à Escola  
Politécnica da Universidade de São Paulo para a  
obtenção do Diploma de Engenheiro de Produção.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Marx

São Paulo

2022

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

#### Catálogo-na-publicação

Silva, Luis

Análise setorial e avaliação econômico-financeira de um clube de futebol no Brasil / L. Silva -- São Paulo, 2022.  
96 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1. Avaliação de clubes 2. Sociedade Anônima do Futebol 3. Investimentos  
I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção





## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer primeiramente à minha família e ao apoio que sempre me deram durante toda a minha formação acadêmica, incentivando meu estudo e dedicação durante todos esses anos.

À minha companheira Camila, por todo o suporte fornecido e por estar comigo em todos os momentos necessários, sendo eles bons ou ruins.

Agradeço também a todos os meus amigos, tanto os que conheci durante a minha graduação, quanto àqueles que estão comigo desde minha infância e sempre incentivaram a minha permanência na universidade.

Ao meu orientador, Roberto Marx, pelo suporte fornecido este semestre e pela dedicação em me auxiliar, mesmo com os desafios enfrentados na elaboração deste trabalho.

A todos que fizeram parte dessa fase da minha vida, mesmo que de maneira indireta, sendo eles docentes da universidade ou colegas de turma.









## RESUMO

SILVA, Luis Claudio da. **Análise setorial e avaliação econômico-financeira de um clube de futebol no Brasil**. 2022. 96 p. Trabalho de Formatura (Diploma de Engenharia de Produção) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

O objetivo deste trabalho em questão é apresentar uma análise econômico-financeira de um clube de futebol no Brasil, dada a recente mudança regulatória no país que permite a criação de Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs). Com a adoção deste novo modelo de corporação, especificamente pensado e desenvolvido para times de futebol, é necessário entender como essa indústria pode ser analisada e como clubes devem ser avaliados, levando em consideração que, com tais mudanças, podemos esperar aumento nas atividades de investimento relacionadas a clubes e até mesmo aquisições de franquias.

**Palavras-chave:** Sociedades Anônimas do Futebol. Avaliação de clubes. Investimentos



## **ABSTRACT**

The objective of this study is presenting a financial/economic analysis of Brazilian football clubs, given the recent regulatory change in the country, that allow clubs to become Football Corporations (Sociedades Anônimas do Futebol in Portuguese). By adopting this new enterprise model, specifically thought and designed for football clubs, it is necessary to understand the specifics of this industry and how can we value a football team, given that, with this regulatory change, it's natural to expect an increase on investment's inflows related to football clubs in Brazil and even possible team's acquisitions.

Keywords: Football Corporations. Club's Valuation. Investments.



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução de receitas de ligas de futebol europeias (€ bilhões).....	46
Gráfico 2 - Receitas totais de clubes da Série A do campeonato brasileiro (R\$ milhões) .....	47
Gráfico 3 - Quebra de receitas por tipo de Série A do campeonato brasileiro (%) .....	48
Gráfico 4 - Evolução de receitas de direitos de transmissão nas principais ligas da Europa (€ milhões) .....	49
Gráfico 5 - Evolução de receitas de direitos de transmissão La Liga.....	50
Gráfico 6 - Disparidade de receitas de direitos de transmissão entre o clube que mais ganha e o clube que menos ganha.....	51
Gráfico 7 - Evolução de receitas de direitos de transmissão no Brasil e % sobre o total de receitas (R\$ milhões) .....	52
Gráfico 8 - Evolução de receitas comerciais no Brasil e % sobre o total de receitas (R\$ milhões) .....	53
Gráfico 9 - Evolução de receitas de bilheteria no Brasil e % sobre o total de receitas (R\$ milhões) .....	56
Gráfico 10 - Evolução de receitas de sócio torcedor no Brasil e % sobre o total de receitas (R\$ milhões) .....	57
Gráfico 11 - Evolução do número de transferências internacionais de atletas .....	58
Gráfico 12 - Ranking dos 10 países com maior número de transferências de jogadores em 2021 .....	59
Gráfico 13 - Assimetria entre taxas de transferência pagas e recebidas por confederação (US\$ milhões) .....	59
Gráfico 14 - Evolução de taxas de transferências pagas (US\$ bilhões) .....	60
Gráfico 15 - Quebra de tipos de transferência de jogadores e representatividade sobre o total .....	62
Gráfico 16 - Evolução de receitas de transferências no Brasil e % sobre o total de receitas (R\$ milhões) .....	63
Gráfico 17 - Evolução de custos e despesas da Série A no Brasil (R\$ milhões) .....	65
Gráfico 18 - Custos de pessoal / receitas dos 32 maiores clubes da Europa .....	66
Gráfico 19 - Custos de pessoal / receitas da Série A no Brasil .....	67
Gráfico 20 - Quebra histórica de custos e despesas na Série A no Brasil .....	68
Gráfico 21 - Outros custos e despesas / receitas da Série A no Brasil .....	68
Gráfico 22 - Evolução da geração de caixa total (R\$ milhões) .....	69

Gráfico 23 - Evolução da geração de caixa recorrente (R\$ milhões).....	70
Gráfico 24 - Evolução e quebra de investimentos de times no Brasil (R\$ milhões).....	74



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Práticas de governança da SAF .....	31
Tabela 2 - Regime de Centralização das Execuções x Recuperação Judicial .....	33
Tabela 3 - Comparativo de regimes de tributação .....	34
Tabela 4 - Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) .....	38
Tabela 5 - Ordenamento dos principais clubes brasileiros por número de torcedores (2021) .	54
Tabela 6 - Ordenamento dos principais clubes brasileiros por receita comercial por torcedor (2021) .....	55
Tabela 7 - Janelas de transferência de atletas .....	61
Tabela 8 - Distribuição de prêmios Libertadores da América .....	64
Tabela 9 - Distribuição de prêmios Champions League .....	64
Tabela 10 - Dívida líquida de clubes brasileiros em 2021 .....	71
Tabela 11 - Simulação de tempo necessário para pagamento de dívida apenas com a utilização de receitas da SAF segundo o RCE .....	72
Tabela 12 - Lista de clubes com capital aberto em bolsa .....	76
Tabela 13 - Sociedades Anônimas do Futebol no Brasil .....	77
Tabela 14 – Propostas de investimentos em SAFs (ou possíveis SAFs) .....	79
Tabela 15 - Múltiplos de clubes listados em bolsa .....	80
Tabela 16 - Múltiplos de propostas de investimentos em SAFs (Receita Recorrente) .....	80
Tabela 17 - Múltiplos de propostas de investimentos em SAFs (Receita Total) .....	81
Tabela 18 - Análise agregada de múltiplos (com receitas recorrentes de clubes brasileiros) ..	83
Tabela 19 - Análise agregada de múltiplos (com receitas totais de clubes brasileiros) .....	83
Tabela 20 – Valor estimado de 24 clubes de futebol europeus (€ milhões) .....	85
Tabela 21 – Receitas totais de clubes europeus em 2021 (€ milhões) .....	86
Tabela 22 – Análise de múltiplos de receita a partir de estimativas de valor de clubes europeus .....	86
Tabela 23 – Análise agregada de múltiplos com estimativas de valor de clubes europeus – Receitas recorrentes de SAFs (€ milhões) .....	88
Tabela 24 - Análise agregada de múltiplos com estimativas de valor de clubes europeus – Receitas totais de SAFs (€ milhões) .....	88



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

SAF	Sociedade Anônima do Futebol
ER	<i>Equity Research</i>
IB	<i>Investment Banking</i>
S&T	<i>Sales and Trading</i>
VC	<i>Venture Capital</i>
PE	<i>Private Equity</i>
Nº	Número
CBF	Confederação Brasileira de Futebol
PF	Pessoa Física
PJ	Pessoa Jurídica
DF	Demonstração Financeira
ASFL	Associação Sem Fins Lucrativos
RCE	Regime de Centralização de Execuções
RJ	Recuperação Judicial
TEF	Tributação Específica do Futebol
PIS	Programa de Integração Social
Cofins	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
IRPJ	Imposto Sobre Renda das Pessoas Jurídicas
CSLL	Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido
BP	Balanço Patrimonial
PL	Patrimônio Líquido
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
CMV	Custos de Produtos e Mercadorias Vendidas
LAJIDA	Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
LAIR	Lucro Antes de Imposto de Renda
D&A	Depreciação e Amortização
LL	Lucro Líquido
DFC	Demonstração do Fluxo de Caixa
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i>

SG&A	<i>Selling, General and Administrative Expenses</i>
FCFE	<i>Free Cash Flow to Equity</i>
FCFF	<i>Free Cash Flow to Firm</i>
Ke	Custo do Capital Próprio
Kd	Custo do Capital de Terceiros
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
CONMEBOL	Confederação Sul-Americana de Futebol
UEFA	União das Associações Europeias de Futebol
AFC	Confederação Asiática de Futebol
CAF	Confederação Africana de Futebol
Concacaf	Confederação de Futebol da América do Norte, Central e Caribe
CFG	<i>City Football Group</i>

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	23
1.1	Contextualização do trabalho.....	23
1.2	Motivações.....	23
1.3	Definição do problema e relevância do trabalho .....	24
1.4	Estrutura do trabalho.....	24
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	26
2.1	Sociedade Anônima do Futebol – SAF.....	26
2.1.1	Lei Nº 14.193/2021 .....	26
2.1.2	Criação de uma Sociedade Anônima do Futebol .....	27
2.1.3	Práticas de governança sob o modelo de SAF .....	30
2.1.4	Reestruturação de dívidas .....	31
2.1.5	Regime de Tributação Específica do Futebol (TEF) .....	33
2.2	Conceitos de Contabilidade .....	34
2.2.1	Balanço Patrimonial .....	35
2.2.2	Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....	37
2.3	Métodos de Avaliação de Empresas .....	40
2.3.1	Fluxo de Caixa Descontado .....	41
2.3.2	Análise de Múltiplos (Avaliação Relativa).....	43
3	ANÁLISE SETORIAL.....	46
3.1	Receitas .....	46
3.1.1	Receitas de direitos audiovisuais .....	48
3.1.2	Receitas comerciais.....	53
3.1.3	Receitas de bilheteria e programas de Sócio Torcedor .....	55
3.1.4	Outras receitas recorrentes .....	57
3.1.5	Receitas de transferência de jogadores .....	57

3.1.6	Receitas de premiação.....	63
3.2	Custos e despesas.....	64
3.2.1	Pessoal.....	65
3.2.2	Outros.....	67
3.3	Geração de Caixa .....	69
3.4	Dívidas e investimentos .....	70
4	AVALIAÇÃO DE UM CLUBE DE FUTEBOL .....	75
4.1	Seleção de ativos comparáveis.....	75
4.1.1	Valor de mercado de clubes listados em bolsa .....	76
4.1.2	Propostas de investimentos em SAFs .....	77
4.2	Escolha de múltiplos .....	79
4.3	Análise de múltiplos .....	81
4.4	Precificação de clubes brasileiros .....	82
4.4.1	Expandindo a análise .....	84
5	CONCLUSÃO.....	90
5.1	Objetivos <i>versus</i> resultados .....	92
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	93

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização do trabalho

O tema escolhido para este trabalho está alinhado com um novo projeto em desenvolvimento dentro do banco em que o autor estagia, BTG Pactual. Fundado em 1983, no Rio de Janeiro, o banco oferece um amplo portfólio de serviços financeiros a uma base de clientes brasileiros e internacionais, atuando em três continentes. Especificamente, o projeto em questão, é parte integrante da área de *Equity Research* (ER), na qual o autor exerce funções de estagiário desde abril de 2021.

*Equity Research* é um segmento do mercado financeiro que possui como objetivo assessorar investidores profissionais em suas tomadas de decisão, além de dar suporte às outras áreas internas do banco, como *Investment Banking* (IB) e *Sales & Trading* (S&T), elaborando análises financeiras detalhadas sobre empresas, listadas ou não na bolsa de valores, e apresentando recomendações de investimentos (compra, venda ou neutro) para cada companhia sob sua cobertura. Dentro do BTG Pactual, atualmente, as empresas da cobertura de *Equity Research* são divididas em 16 segmentos.

## 1.2 Motivações

O autor estagia na área de ER do banco BTG Pactual desde abril de 2021, sendo integrante da equipe responsável pela cobertura do setor de *Financials* (traduzida para instituições financeiras), que é responsável pelas análises e acompanhamento quantitativo e qualitativo de 31 companhias. Dentro deste leque de empresas estão inseridos bancos, seguradoras, adquirentes, empresas de pagamentos, fundos de *Venture Capital* e *Private Equity*, e outros serviços financeiros.

Apesar de fazer parte da equipe de *Financials*, em 2022 o banco iniciou um novo projeto que visa a criação de uma nova frente de ER focada no acompanhamento do setor de clubes de futebol no Brasil, no qual o autor está também envolvido. Essa nova iniciativa foi inspirada em uma mudança regulatória na indústria de esportes nacional, que permite que clubes de futebol deixem de ser intitulados como Associações Sem Fins Lucrativos (ASFL), e passem a adotar um

modelo de clube-empresa no formato de Sociedades Anônimas de Futebol (SAFs). Com isso, não apenas podemos esperar melhorias na gestão financeira e governança de clubes, mas também nasce uma nova avenida de investimentos relacionadas a clubes de futebol no país.

Como investimentos em clubes no Brasil ainda é um tema muito novo e pouco disseminado dentro do universo de investidores profissionais, o autor, junto de dois sócios do banco, está desenvolvendo um novo projeto de “educação financeira” sobre o setor de futebol no Brasil. A motivação deste trabalho, assim como do projeto do estágio, é apresentar uma análise econômico-financeira do setor de clubes de futebol no Brasil, utilizando como base dados de economias onde o tema já é muito mais avançado, como na Europa, e propor uma sugestão de modelo de precificação de clubes de futebol no Brasil, levando em consideração as características e especificidades desta indústria, dentro do cenário nacional.

### **1.3 Definição do problema e relevância do trabalho**

O problema a ser abordado neste trabalho é a baixa disponibilidade de informações sobre investimentos em clubes de futebol e as dificuldades de se precificar um ativo relacionado ao setor do futebol, dadas as suas especificidades e diferenças em relações a empresas de outros setores.

Com a aprovação da Lei da Sociedade Anônima do Futebol, surge a demanda iminente em entender o setor e analisar oportunidades de investimentos por parte de investidores profissionais, fundos de investimentos, fundos de *Private Equity*, entre outras instituições. Considerando (i) a dimensão deste setor, que em 2019 e 2020 foi responsável pela geração de cerca de R\$11 bilhões em receitas, (ii) o potencial fluxo de investimentos no segmento, e (iii) a velocidade em que vemos a indústria do futebol se transformando no Brasil, com muitos clubes já buscando investimentos e se tornando Sociedades Anônimas do Futebol, o problema se torna extremamente relevante, atual e urgente dentro da realidade nacional.

### **1.4 Estrutura do trabalho**

O presente trabalho está organizado em cinco sessões, sendo elas: revisão bibliográfica, análise setorial, proposta de avaliação financeira e precificação de um clube, conclusão e referências bibliográficas.



Em um primeiro momento, na revisão bibliográfica, serão abordados os temas de Sociedades Anônimas do Futebol, conceitos de contabilidade e métodos de avaliação de empresas mais utilizados no mercado.

Na sessão de análise setorial, será feita uma avaliação da indústria esportiva, com foco em futebol. Além disso, será feita uma comparação do cenário global com o cenário nacional, para dimensionar o mercado brasileiro de futebol e entender o tamanho da oportunidade de investimentos criada com a implementação do modelo de SAFs no Brasil e a reorganização de clubes.

Nessa seção, serão descritas em mais detalhes as dinâmicas de resultado de clubes de futebol, com a descrição de cada uma das principais linhas de receitas, custos, geração de caixa, investimentos e nível de endividamento de clubes.

Na sequência, será proposto um método de análise econômico-financeira de clubes de futebol no Brasil, levando em consideração as dinâmicas de receitas e custos de clubes e as especificidades que devem ser levadas em consideração para times inseridos na indústria de futebol nacional. Para isso, serão apresentadas possíveis metodologias de análise e selecionada a que melhor se aplica ao caso estudado.

Por fim, baseado no desenvolvimento do trabalho em questão, serão apresentadas conclusões sobre a análise e destacados os principais pontos a serem levados em consideração durante o processo de tomada de decisão de investimento em times de futebol brasileiros. Ademais, será apresentado um panorama de como o setor de futebol vem se transformando no país e o que podemos esperar para os próximos anos.

## **2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

### **2.1 Sociedade Anônima do Futebol – SAF**

#### **2.1.1 Lei Nº 14.193/2021**

Em 06 de agosto de 2021, foi promulgada no Brasil a Lei Nº 14.193, que permite que clubes de futebol possam adotar o modelo de Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs), estrutura empresarial especificamente desenvolvida e pensada para a realidade dos times de futebol nacionais. Tendo como objetivos atrair investimentos para a indústria nacional de esportes, melhorar a governança dos clubes de futebol no Brasil e auxiliar na reestruturação de dívidas de clubes brasileiros, a Lei da SAF não foi a primeira iniciativa legal visando a criação de “clubes-empresa” no país.

Em 1993, a ideia de possibilitar que clubes de futebol adotassem algum tipo de modelo empresarial surgiu com o advento da Lei Nº 8.672/1993, popularmente conhecida como Lei Zico. Tal lei permitia que as associações civis sem fins lucrativos destinadas a prática do futebol adotassem modelos de sociedades empresariais de forma facultativa.

A Lei Zico, por sua vez, também tinha como objetivo reduzir a interferência do Estado no esporte, o que até então era previsto pela constituição de 1988, onde o esporte passou a ser contemplado no artigo 217, que ditava como dever do Estado a garantia da fomentação de práticas desportivas formais e não formais. Apesar do avanço em relação ao gerenciamento e independência de clubes, a Lei Zico previa que tal redução de interferência do Estado só seria possível através da transformação do clube original em uma sociedade comercial, ou seu controle por sociedades comerciais com finalidade desportiva, o que de certa maneira obrigava clubes a adotarem modelos corporativos, caso desejassem reduzir intervenção do governo.

Assim, devido à, ainda elevada, intervenção do Estado subentendida na iniciativa, investimentos advindos do setor privado acabaram sendo afastados, o que limitou o potencial de impactos desta nova Lei.

Cinco anos após a primeira tentativa de modificar o setor de futebol no Brasil, e do sucesso limitado da Lei Zico, em 1998, foi promulgada a Lei Nº 9.615/1998 que recebeu o nome de Lei Pelé. Esta possuía objetivos similares a da Lei Zico, porém, em sua redação original, tornava-se

obrigatória a transformação das associações civis sem fins lucrativos em sociedades empresariais, ou pelo menos que fosse contratada uma sociedade comercial para administrar a instituição. Tal característica diferenciava a nova iniciativa da Lei Zico, sendo a primeira apenas sugestiva, enquanto a mais atual se mostrava mandatória.

Devido ao radicalismo de tal iniciativa, dirigentes desportivos da época acaloraram as discussões a respeito de mudanças na nova Lei, que inicialmente sofreu alterações de prazo máximo para a transformação, e acabou resultando na publicação de uma nova Lei, de Nº 9.981/00, em 2000, que abandonou a obrigatoriedade desta transformação, tornando-a facultativa para as entidades nacionais relacionadas à prática desportiva de futebol.

Além da questão de reorganização estrutural dos clubes, a Lei Pelé também foi alvo de críticas a respeito da instituição do fim do chamado “passe” nos clubes, de uma forma que o futebol brasileiro passasse a ser controlado, quase que exclusivamente, por instituições privadas. Antes de sua aprovação, atletas do setor de futebol eram vinculados a seus respectivos clubes através de um “passe”, que limitava a autonomia de jogadores e prejudicava a transparência de negociações no setor. Apesar de aparentar um progresso na indústria, a maneira como a Lei Pelé foi redigida apenas transferiu as decisões de carreira de um atleta do clube para uma instituição privada, o que ainda privava jogadores de sua liberdade de escolhas de carreira.

Cerca de 20 anos após a primeira iniciativa, surge a SAF, um novo tipo societário especificamente desenvolvido para clubes de futebol e que oferece ferramentas de arrecadação de recursos, novas alternativas de renegociação de dívidas e um modelo tributário exclusivo, conforme será abordado adiante.

### **2.1.2 Criação de uma Sociedade Anônima do Futebol**

De acordo com a Lei Nº 14.193, existem três diferentes maneiras das quais um clube de futebol pode escolher para constituir uma SAF, sendo elas:

1. Transformação de uma associação sem fins lucrativos em uma SAF;
2. Desmembramento do Departamento de Futebol do clube, criando-se uma SAF em que ambos o investidor e o clube se tornam acionistas;
3. A partir de iniciativas de entidades legais e fundos de investimentos.

### **2.1.2.1 Transformação da associação sem fins lucrativos em uma SAF**

A primeira alternativa para a constituição de uma SAF é descrita no art. 2º e prevê a “transformação do clube ou pessoa jurídica original em Sociedade Anônima do Futebol”. Dessa maneira, o clube ou entidade desportiva deixa de existir, dando assim origem à SAF.

A Sociedade Anônima do Futebol constituída sucede todas as obrigações do clube no que diz respeito a suas relações contratuais com atletas profissionais ou quaisquer outros contratos vinculados à atividade do futebol. Tal sucessão também diz respeito à toda e qualquer relação do clube original com Federações, Ligas e a Confederação Brasileira de Futebol (CBF).

Ademais, ao ser constituída uma SAF, esta terá o direito de participar de campeonatos esportivos, copas e torneios, sob as mesmas condições previamente acordadas para o clube, no momento em que foi anunciada a sua transição para o modelo de SAF. Cabe, portanto, às entidades administrativas da SAF garantir que a sucessão ocorra sem quaisquer prejuízos de ordem desportiva.

Sob tais condições de mudança, obrigatoriamente, todos os bens e direitos, inclusive ativos imobiliários, passaram a ser da SAF.

### **2.1.2.2 Desmembramento do Departamento de Futebol**

A segunda alternativa a ser selecionada no processo de criação de uma SAF é também descrita no art. 2º e deve ocorrer “pela cisão do departamento de futebol do clube ou pessoa jurídica original e transferência do seu patrimônio relacionado à atividade futebol”. Tal opção é indicada para clubes que não desejam extinguir a associação sem fins lucrativos ou pessoa jurídica (PJ) original.

Sob tal circunstância, da mesma forma que no processo de transformação de uma associação sem fins lucrativos em uma SAF, a Sociedade Anônima do Futebol constituída sucede todas as obrigações do clube no que diz respeito a suas relações contratuais com atletas profissionais ou quaisquer outros contratos vinculados à atividade do futebol. Tal sucessão também diz respeito à toda e qualquer relação do clube original com Federações, Ligas e a Confederação Brasileira de Futebol (CBF).

Além disso, na data de constituição da SAF, o clube e a SAF devem estipular, via contrato, os termos de condição da utilização e pagamento de remuneração decorrente da exploração de direitos de propriedade intelectual e titularidade do clube que não são transferidas obrigatoriamente para a SAF.

Os bens e direitos a serem transferidos para a SAF podem ser feitos em definitivo ou a termo, de acordo com o que for acordado e contratado com o clube original. O mesmo serve para as instalações desportivas que podem ser transferidas para a SAF. Caso isso não ocorra, o clube e a SAF devem estipular sob cláusulas contratuais as condições de utilização de tais instalações.

A divisão de controle entre o clube e investidores (SAF), ocorre a partir da emissão de ações ordinárias de classe A, de forma que o clube ou pessoa jurídica original detenha, ao menos, 10% do capital volante ou capital social total. Apesar de sua participação minoritária em alguns casos, o clube possui direito societário na forma de “*golden share*” (traduzido para “ação de ouro”), em que decisões sensíveis e de grande importância para entidade desportiva devem ser aprovadas pelo clube antes de serem implementadas, independentemente do número de ações detidas por este.

Ademais, ao ser constituída uma SAF sob o modelo de cisão do departamento de futebol do clube, é exigido que parte das receitas recorrentes da operação da SAF sejam direcionadas para a amortização da dívida do clube no momento da criação da SAF. Mais detalhes sobre reestruturação de dívidas serão abordados mais adiante neste trabalho.

### **2.1.2.3 Iniciativas de entidades legais e fundos de investimento**

A terceira e última opção de criação de uma Sociedade Anônima do Futebol está relacionada às iniciativas de entidades legais e fundos de investimentos, descrita no art. 2º da Lei 14.193/2021 como “pela iniciativa de pessoa natural ou jurídica ou de fundo de investimento”.

Tal inciso, possibilita a criação de uma SAF sem a necessidade de existência de uma associação sem fins lucrativos ou pessoa jurídica original, ou seja, juntamente com a constituição da SAF, se dará a criação de uma nova entidade de prática desportiva voltada ao exercício da atividade de futebol.

### **2.1.3 Práticas de governança sob o modelo de SAF**

Ao aderir o modelo de SAF, a equipe possui uma série de práticas de governança a serem adotadas ou melhoradas segundo as Seções III e IV da Lei Nº 14.193/2021.

Primeiramente, acionistas que detenham mais de 10% de participação em uma SAF, de maneira direta ou indireta, não podem participar de decisões de governança de outra Sociedade Anônima do Futebol. Caso esta cláusula seja desobedecida, o acionista em questão perde seu direito de voto na SAF em que detém participação, e será impedido de participar das atividades de administração do clube. O mesmo pode ocorrer com acionistas que possuam participação em mais de uma SAF.

É exigido também da SAF que sejam criados um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal, cujos membros não sejam (i) participantes do Conselho de Administração e Conselho fiscal de outra SAF; (ii) membros dos órgãos de administração, deliberação ou fiscalização, bem como de órgão executivo de Entidade de Administração Desportiva; (iii) atleta profissional de futebol com contrato vigente; (iv) treinador de futebol ativo com contrato vigente com o clube ou SAF; ou (v) árbitro de futebol em atividade. Vale ressaltar que o estatuto da SAF pode estabelecer outros requisitos necessários para a eleição do conselho de administração.

Ainda a respeito das práticas de governança estabelecidas por lei, enquanto um membro de administração da SAF for acionista da mesma, é vetado o recebimento de qualquer tipo de remuneração para o exercício cumulativo de atividades de qualquer órgão de administração, deliberação ou fiscalização do clube. Ademais, não será elegível ao Conselho Fiscal ou diretoria, membros de órgãos de administração, deliberação ou fiscalização, ou pessoa jurídica original, que forem acionistas da SAF. Diretores da SAF devem também possuir dedicação integral e exclusiva à SAF.

Como forma de garantia de transparência da governança da SAF, qualquer PJ com participação superior a 5% do capital social da SAF, deverá informar os dados (nome, qualificação, endereço e contato) da pessoa que exerça o controle da mesma. O mesmo deve ser feito quando se trata de investimentos advindos de um fundo de investimento, que é obrigado a identificar seus cotistas com mais de 10% de seu patrimônio.

A respeito das divulgações e publicações informativas de uma SAF, caso a mesma possua uma receita anual bruta inferior a R\$78 milhões, poderá realizar as publicações obrigatórias, como

atas, convocações, e Demonstrações Financeiras (DFs), de forma eletrônica através de seu website. As informações devem estar disponíveis por um prazo de, no mínimo, 10 anos.

Além das publicações mencionadas, o site eletrônico da SAF deverá, também, possuir (i) detalhamento de sua composição acionária; (ii) seu estatuto social e atas das assembleias gerais; (iii) informações e biografia de membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Diretoria; (iv) relatório da administração sobre negócios sociais da SAF.

No caso de clubes que se encontram em processo de Recuperação Judicial (RJ), ou Regime Centralizado de Execuções (RCE), deve ser atualizada, mensalmente, uma lista dos credores do clube.

Para garantir o cumprimento das exigências de governança relacionadas à publicação de dados e documentos, os administradores da SAF e PJ original são pessoalmente responsabilizados pelo descumprimento de tais obrigações.

Tabela 1 - Práticas de governança da SAF

Práticas de Governança
Acionistas com 10% , ou mais, de ações de qualquer SAF , não podem participar (direta ou indiretamente) nas decisões de governança de qualquer outra sociedade anônima do futebol
As SAFs devem ter um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal
Todos os membros associados a qualquer comitê de governança, enquanto detentor de participação da SAF, não podem receber nenhum tipo de remuneração pelo seu cargo
Não são elegíveis para o Conselho de Administração, nem para o Conselho Fiscal, os acionistas associados à gestão e entidades de fiscalização
Qualquer PJ com participação superior a 5% do capital social da SAF, deverá informar os dados da pessoa que exerça o controle da mesma. Fundos de investimentos são obrigados a identificar seus cotistas com mais de 10% de seu patrimônio.
As empresas de futebol com receita bruta anual inferior a R\$78 milhões, podem publicar suas informações financeiras e legais eletronicamente. O conteúdo deve estar disponível por 10 anos
O site da SAF deve conter informações sobre a estrutura acionária, estatutos e atas de assembleias de acionistas, membros e informações do Conselho de Administração e Conselho Fiscal e relatórios de iniciativas sociais
Os administradores da SAF e PJ original são pessoalmente responsabilizados pelo descumprimento de tais obrigações.

Fonte: Lei 14.193, elaboração própria

## 2.1.4 Reestruturação de dívidas

Uma das características dos clubes de futebol brasileiros, que faz com que a adoção de um modelo de SAF seja benéfica, é o alto nível de endividamento de algumas franquias de futebol. Ao final do primeiro trimestre de 2022, os 20 clubes com maior volume de dívida no Brasil,

somaram cerca de R\$8,8 bilhões, o que mostra a importância de boas alternativas de reestruturação e amortização de dívidas na indústria esportiva.

Clubes de futebol possuem basicamente duas alternativas de reestruturação de dívidas quando se tornam uma SAF, sendo elas: pedido de Recuperação Judicial ou Extrajudicial; ou adoção do Regime de Centralização de Execuções.

Enquanto a primeira alternativa não depende da implementação de uma SAF para ser adotada, o RCE é uma ferramenta relacionada à SAFs, mais especificamente àquelas criadas a partir do desmembramento do departamento de futebol.

#### **2.1.4.1 Recuperação Judicial ou Extrajudicial**

Uma das alternativas que um clube de futebol possui no que diz respeito a reestruturação ou amortização de dívidas é a solicitação de um processo de Recuperação Judicial segundo previsto pela Lei Nº 11.101/05. O processo tem como objetivo “viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.”.

Sob tal hipótese, o clube deve cumprir uma série de determinações em um prazo de 60 dias, dentre elas a estruturação de um plano de Recuperação Judicial que deve conter (i) “discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a ser empregados”; (ii) “demonstração de sua viabilidade econômica”; e (iii) “laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor, subscrito por profissional legalmente habilitado ou empresa especializada”.

Caso aprovado o plano de Recuperação Judicial, o clube deve cumprir todas as suas obrigações previstas em até dois anos, sendo que, o descumprimento de quaisquer de seus itens acarretará na convalidação da Recuperação Judicial em Falência.

#### **2.1.4.2 Regime de Centralização das Execuções (RCE)**

No caso de criação de uma SAF através da cisão do departamento de futebol de um clube e divisão de ações entre a ASFL original e seus investidores, é possível adotar o Regime de Centralização das Execuções, que se trata de um modelo de renegociação unificada de dívidas.



No momento da criação de uma SAF, ela se torna responsável pelo pagamento das dívidas existentes antes de sua implementação. Para isso, o RCE prevê que 20% das receitas recorrentes do clube sejam destinadas para amortização de dívidas com credores, assim como 50% dos dividendos distribuídos aos acionistas. Assim, a equipe se compromete a quitar suas dívidas através de suas receitas próprias somadas às receitas descritas anteriormente, advindas da SAF.

Neste modelo, o clube terá seis anos para pagar seus credores, sendo que, se ao final deste período, ao menos 60% da dívida já tenha sido amortizada, o RCE pode ser estendido por quatro anos adicionais, totalizando um plano de pagamento de dívidas de 10 anos. Do sétimo ao décimo ano, a SAF pode optar pela redução de 20% para 15% do uso de suas receitas recorrentes para pagamento da dívida, caso seja economicamente viável.

Se ao final de 10 anos ainda haja dívida pendente, o clube pode solicitar uma renegociação financeira com o intuito de reduzir o valor nominal da dívida restante. Vale ressaltar que, se ao final do sexto ano de RCE, o clube não tiver quitado 60% de sua dívida inicial, a responsabilidade pelo pagamento do montante em aberto é dos investidores da SAF em conjunto com o clube.

Tabela 2 - Regime de Centralização das Execuções x Recuperação Judicial

Regime de Centralização de Execuções	Recuperação Judicial
Renegociação unificada de dívidas de forma que parte das receitas da SAF são repassadas para credores	O clube deve assinar um acordo de "standstill", que facilita pagamentos programados de juros sobre dívidas em aberto
20% das receitas da SAF e 50% de seus dividendos devem ser utilizados para o pagamento de dívidas	O plano de Recuperação Judicial não é padronizado e pode variar entre SAFs
Plano de pagamento possui uma duração de 6 anos, podendo ser prolongado por mais 4, totalizando 10 anos	Pode contar com diferentes prazos, inclusive com a opção de um período de carência
	Requer análise de viabilidade econômica, com um laudo econômico financeiro a ser aprovado por um juiz

Fonte: Lei 14.193, Lei 11.101, elaboração própria

### 2.1.5 Regime de Tributação Específica do Futebol (TEF)

Ao ser criada uma SAF, o modelo de tributação se torna diferente do modelo de cobrança de ASFLs. Segundo os artigos 31 e 32 da Lei Nº 14.193/2021, a SAF está sujeita ao Regime de Tributação Específica do Futebol (TEF), que consiste em um recolhimento mensal unificado do Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ), Contribuição para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep), Contribuição

Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins).

Nos primeiros cinco anos após a criação da SAF, a alíquota unificada descrita anteriormente é de 5% e incide sobre a receita bruta, excluindo as receitas de transferência de jogadores, o que se mostra um grande benefício tributário para clubes, considerando a realidade do setor de compra e venda de jogadores no país.

A partir do sexto ano após a criação da SAF, a alíquota unificada é reduzida para 4%, porém passa a incidir sobre o total de receitas brutas dos clubes, incluindo as receitas de transferências de jogadores.

A TEF posiciona a tributação SAF abaixo do que é cobrado em empresas não relacionadas à prática do futebol, porém acima da tributação de ASFL, que possuem isenção de IRPJ, CSLL e Cofins, sendo cobrada uma alíquota reduzida de apenas 1% do PIS sobre a receita do clube.

Tabela 3 - Comparativo de regimes de tributação

	Incide sobre	Associações Financeiras Sem Fins Lucrativos	Sociedades Anônimas do Futebol	Média - Corporações
<b>COFINS</b>	Receitas	Isento		3%
<b>PIS</b>	Receitas	Alíquota de 1%	Taxa unificada de 5% nos primeiros 5 anos e 4% a partir do sexto ano	0.65%
<b>IRPJ</b>	Lucro	Isento		15% - 25%
<b>CSLL</b>	Lucro	Isento		9%

Fonte: Lei 14.193, elaboração própria

## 2.2 Conceitos de Contabilidade

Para propor um método de avaliação econômico-financeira de um clube de futebol é necessário entender alguns conceitos básicos de contabilidade que servirão como base para a precificação do clube.

Além desses conceitos, nessa seção também serão abordados modelos de avaliação de empresas para que seja possível entender qual a melhor metodologia para ser utilizada na avaliação de um clube de futebol brasileiro.

Primeiramente, serão abordados os dois principais demonstrativos financeiros utilizados em avaliação de modelos de clubes de futebol, sendo eles (i) o Balanço Patrimonial (BP) e a (ii) Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).

### 2.2.1 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial é a demonstração contábil que evidencia os Ativos, Passivos e Patrimônio Líquido (PL) de uma companhia (Iudícibus et al., 2010). O BP não apenas quantifica cada um dos itens citados, como também resume a proporção entre o capital próprio e capital de terceiros que financiam os bens e direitos de uma empresa em determinado momento (Damodaran, 2012). O Balanço Patrimonial é estruturado da maneira em que a soma dos ativos de uma empresa se iguala a soma dos passivos mais a soma do PL, segundo a Equação Fundamental do Patrimônio (Iudícibus et al., 2010).

Figura 1 – Balanço Patrimonial

BALANÇO PATRIMONIAL	
Ativo	Passivo
<b>Ativo Circulante</b>	<b>Passivo Circulante</b>
Caixa e Equivalentes	Empréstimos e Financiamentos Curto Prazo
Contas a Receber	Fornecedores
Estoque	
	<b>Passivo Não Circulante</b>
	Empréstimos e Financiamentos Longo Prazo
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>Patrimônio Líquido</b>
Realizável a Longo Prazo	Capital Social
Intangível	Reserva de Lucros
Imobilizado	
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>TOTAL DO PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>

Fonte: Adaptado de Marion (2012)

Equação 1 - Equação Fundamental do Patrimônio

$$\sum \text{Ativos} = \sum \text{Passivos} + \sum \text{Patrimônio Líquido}$$

Fonte: Adaptado de Iudícibus et al. (2010)

### **2.2.1.1 Ativos**

Os ativos podem ser descritos como todo bem e direito de uma empresa, sendo eles mensuráveis monetariamente. Os ativos representam tanto benefícios presentes quanto benefícios futuros para uma empresa (Marion, 2012). Alguns exemplos de ativos de uma companhia são: caixa, estoque, recebíveis, imóveis, automóveis, ações, entre outros (Iudícibus et al., 2010).

Como os bens e direitos de uma empresa são obtidos a partir das suas fontes de financiamento, que podem ser dívida (Passivos) ou capital próprio (PL), o ativo também pode ser encarado como um demonstrativo de como uma companhia se utiliza do capital disponível (Brigham e Ehrhardt, 2013).

Dentre os ativos, é feita, por convenção uma classificação em que os mesmos são ordenados de acordo com o nível de liquidez. A coluna dos ativos, geralmente, se encontra no lado esquerdo de um BP, sendo que, dentro dela, os ativos são ordenados do mais líquido (parte superior) para o menos líquido (parte inferior).

A ordem de liquidez de ativos cria três subcategorias, sendo elas (i) ativos circulantes, (ii) ativos realizáveis a longo prazo e (iii) ativos permanentes (Marion, 2012).

Ativos circulantes são os bens e direitos mais líquidos de uma empresa. Ativos realizáveis a longo prazo são aqueles que podem ser liquidados em um período um pouco maior do que os ativos circulantes (geralmente após um ano fiscal). Por fim, ativos permanentes são aqueles que apresentam baixa liquidez e que dificilmente são transformados em dinheiro, como por exemplo imóveis, veículos e maquinário.

### **2.2.1.2 Passivo**

O passivo é uma das fontes de financiamento de uma empresa e pode ser descrito como as dívidas, obrigações e deveres financeiros de uma entidade (Iudícibus et al., 2010). Dentro do passivo encontramos algumas linhas como salários a pagar, pagamento de fornecedores, dívidas, financiamentos, entre outros.

Por convenção, os passivos são geralmente descritos no lado direito superior de um BP, acima do PL. Assim como os ativos, passivos também podem ser classificados de acordo com a

sua ordem de liquidez, sendo os mais líquidos denominados passivos circulantes, enquanto os menos líquidos são comumente chamados de passivos não circulantes.

Alguns exemplos de passivos circulantes são dívidas de curto prazo, como pagamentos de salários a funcionários, pagamentos de serviços prestados por fornecedores e terceiros e financiamentos de curto prazo, geralmente inferiores a um ano fiscal.

Já os passivos não circulantes são dívidas e obrigações de médio e longo prazo, podendo se tratar, por exemplo, de empréstimos bancários de longo prazo.

### **2.2.1.3 Patrimônio Líquido**

Por fim, o terceiro item que compõe o BL de uma empresa é o Patrimônio Líquido. Matematicamente, o PL de uma companhia pode ser calculado pela diferença entre a soma do valor dos ativos de uma companhia e a soma do valor dos passivos da mesma (Iudícibus et al., 2010).

Conceitualmente, o PL é composto pelo capital investido por sócios em troca de ações, quotas ou participações e os lucros acumulados por uma companhia e não distribuídos para os investidores (Brigham e Ehrhardt, 2013).

### **2.2.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)**

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) é um demonstrativo geralmente constituído mensalmente, trimestralmente ou anualmente, e descreve as contas de receitas, custos e despesas de uma empresa em determinado período (Brigham e Ehrhardt, 2013). A DRE é utilizada para apurar o lucro (ou prejuízo) de uma operação em certo exercício. Vale destacar que, enquanto a DRE descreve os acontecimentos de um intervalo de tempo definido, o BL mostra a composição de ativos, passivos e PL na data em que este foi levantado (Iudícibus et al., 2010).

A maneira como uma DRE é contabilizada pode variar de acordo com o regime adotado, sendo as duas maneiras possíveis chamadas de (i) regime de caixa e (ii) regime de competência.

O regime de caixa é o modelo menos comum utilizado por empresas e trata-se do método de contabilidade que considera na DRE apenas a receitas e despesas recebidas e despendidas no exercício analisado. Em outras palavras, se uma compra é realizada no ano “n”, porém seu

pagamento será feito apenas no ano “n+1”, a DRE do ano “n” terá um impacto de zero em suas receitas advindas de tal compra, enquanto o impacto no ano “n+1” será positivo.

Por outro lado, o regime de competência, amplamente aceito e oficialmente utilizado nas divulgações financeiras da maioria das companhias, contabiliza em sua DRE todas as receitas e despesas geradas no exercício em questão, independentemente de serem recebidas ou dependidas no mesmo período (Marion, 2012).

A composição de uma DRE é apresentada de forma vertical e dedutiva, ou seja, no topo são descritos os itens referentes a suas receitas, e ao longo de sua estrutura são descontados custos e despesas até que seja calculado o lucro (ou prejuízo) da operação durante certo exercício.

Tabela 4 - Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

<b>DRE - Demonstração de Resultado do Exercício</b>	
<b>Receita Bruta</b>	
(-) Devoluções	
(-) Impostos	
<b>Receita Líquida</b>	
(-) Custo dos Produtos e Mercadorias Vendidas (CPV ou COGS)	
<b>Lucro Bruto</b>	
(-) Despesas Operacionais (SG&A)	
(-) Administração	
(-) Vendas / Marketing	
(-) Outros	
<b>Lucro Operacional (EBIT)</b>	
(+/-) Resultados Financeiros	
(-) Despesas Fin.	
(+) Receitas Fin.	
<b>Lucro Antes de Impostos (EBT)</b>	
(-) Imposto de Renda	
<b>Lucro Líquido</b>	
-----	
Lucro Operacional (EBIT)	
(+) Depreciação e Amortização	
<b>EBITDA</b>	
-----	

Fonte: Adaptado de Marion (2012)

A seguir, uma breve descrição de cada uma das principais linhas de uma DRE:

### **2.2.2.1 Receita Bruta**

Resultado integral das vendas de mercadorias ou prestação de serviços durante o período em análise. Esta linha não contabiliza deduções, abatimentos ou impostos sobre mercadorias ou prestação de serviços;

### **2.2.2.2 Receita Líquida**

Resultado integral das vendas de mercadorias ou prestação de serviços durante o período em análise, deduzidos de devoluções, abatimentos e impostos sobre mercadorias vendidas ou prestação de serviços.

### **2.2.2.3 Lucro Bruto**

É calculado a partir da subtração entre a receita líquida e o Custo de Produtos e Mercadorias Vendidas (CMV), sendo o CMV o custo operacional de produção relacionado à atividade-chave da empresa.

### **2.2.2.4 Lucro Operacional**

Também conhecido como EBIT (do inglês *Earnings Before Interest and Taxes*), o Lucro Operacional é obtido a partir da subtração entre o Lucro Bruto e as Despesas Operacionais de uma empresa. Despesas operacionais (em inglês *Selling, General & Administrative Expenses*, ou SG&A) são aquelas relacionadas às vendas de produtos, administração da companhia, manutenção e marketing.

Apesar de ser uma métrica extraoficial, o Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (do inglês *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ou EBITDA) é calculado ao somar o valor de Depreciação e Amortização (D&A) ao Lucro Operacional de uma empresa. O EBITDA é uma métrica amplamente utilizada no mercado e importante para quantificar a capacidade de geração de caixa de uma empresa.

### **2.2.2.5 Lucro Antes de Impostos**

A partir do Lucro Operacional (EBIT), ao somar (ou subtrair) os Resultados Financeiros no exercício, obtemos o Lucro Antes de Impostos (do inglês *Earnings Before Taxes*, ou EBT). Resultados financeiros são obtidos pela subtração entre receitas financeiras (ganhos não provenientes da atividade principal de uma empresa, geralmente remuneração de caixa) e suas respectivas despesas financeiras (geralmente constituídas de juros de dívidas).

### **2.2.2.6 Lucro Líquido (LL)**

Finalmente, o Lucro Líquido (ou Despesa Acumulada) do exercício se dá pela diferença entre EBT e o Imposto de Renda cobrado.

## **2.3 Métodos de Avaliação de Empresas**

Ativos no geral podem ser precificados, independentemente de serem ativos reais ou ativos financeiros. Precificar um ativo, no entanto, requer que um investidor não apenas entenda o seu funcionamento histórico e presente, mas também qual o seu potencial de geração de valor no futuro (Damodaran, 2012). Dessa maneira, investidores interessados em realizar aportes financeiros em modelos empresariais, podem identificar, ou não, valor em determinadores ativos ao comparar o seu valor estimado com o seu valor precificado pelo mercado no momento do investimento.

Caso o preço pago por um investimento esteja acima do valor que um investidor estimou para certa companhia, esse investimento pode ter pouca valorização (ou até mesmo resultar em uma perda econômica para o investidor).

Caso contrário, levando em consideração o nível de risco de tal investimento, pode haver um ganho financeiro na operação no momento em que o mercado como um todo perceber o real potencial de geração de resultados de uma empresa, e o preço seja ajustado para um valor mais próximo do estimado pelo investidor.

Vale ressaltar que esse processo se baseia em diversas premissas de riscos e retornos, portanto não se trata de um método 100% acurado, e sim uma estimativa que, se feita de maneira



correta, e considerando a realidade do setor em que uma empresa se encontra e o valor de empresas concorrentes, pode se aproximar muito do valor real de tal ativo.

A seguir, serão descritos dois métodos de avaliação de empresas muito utilizados em análises econômico-financeiras, sendo eles (i) Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e (ii) Avaliação Relativa, também conhecida como análise de múltiplos.

Considerando a indústria de futebol no Brasil, o nível de detalhamento de dados financeiros divulgados pelos clubes nacionais e tendo como base outros países, em que o setor já se mostra mais desenvolvido, a avaliação por múltiplos é a mais indicada no setor futebolístico como um todo.

Sendo assim, será descrita de maneira mais generalista o modelo de FCD, pois este ainda sim pode ser utilizado para clubes mais bem estruturados. No entanto, o foco da análise que será desenvolvida adiante neste trabalho está na Análise de Múltiplos, que será mais aprofundada no item 2.3.2.

### **2.3.1 Fluxo de Caixa Descontado**

A avaliação por fluxo de caixa descontado é pautada na premissa de que é possível precificar um ativo a partir das projeções de seus fluxos de caixa no futuro, trazendo esses indicadores a um valor presente a partir de uma taxa de desconto que leva em consideração a relação de risco-retorno de um investimento (Damodaran, 2012).

Tanto o cálculo de FCD, quanto a taxa de desconto utilizada no cálculo do valor de um ativo se baseiam em premissas do investidor. Além disso, existem duas maneiras de se calcular o FCD de uma empresa, sendo elas através de um (i) Fluxo de Caixa Descontado para os Acionistas (do inglês *Free Cash Flow to Equity*, ou FCFE), ou (ii) Fluxo de Caixa Descontado para a Firma (do inglês *Free Cash Flow to Firm*, ou FCFF).

De acordo com Damodaran (2012), o FCFE pode ser calculado a partir do lucro líquido de um período, descontado dos investimentos em ativos fixos (Capex), somado à (i) depreciação e amortização, (ii) à variação de capital de giro e (iii) à variação da dívida de uma companhia, comparada ao exercício anterior. Segue abaixo uma estruturação do cálculo em formato de fórmula:

## Equação 2 - Fluxo de Caixa Descontado ao Acionista

$$FCFE = \text{Lucro Líquido} - \text{Capex} + D\&A + \Delta \text{Capital de Giro} + \Delta \text{Dívida}$$

Onde:

*Capex = Investimentos em ativos fixos*

*D&A = Depreciação e Amortização*

*Capital de Giro = Ativo Circulante - Passivo Circulante*

Fonte: Adaptado de Damodaran (2012)

Após calculado o fluxo de caixa descontado ao acionista em cada período desejado, tais indicadores devem ser trazidos a valor presente a partir de uma taxa conhecida como custo de capital próprio ( $K_e$ ), uma vez que o FCFE considera apenas a parcela do ativo referente a seus acionistas, e não de dívidas.

Para calcular o custo de capital próprio de um investimento, devemos utilizar a fórmula de retorno esperado de um ativo através do modelo de *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) descrito abaixo, onde  $R_f$  se refere ao retorno do ativo livre de risco,  $\beta_i$  se refere a volatilidade de um ativo comparado ao portfólio de mercado e PR se trata do prêmio de risco exigido por investidores para alocar seu capital em determinado ativo.

## Equação 3 - *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times PR$$

Onde:

*$E(R_i)$  = Retorno esperado*

*$R_f$  = Retorno do ativo livre de risco*

*$\beta_i$  = Beta do Ativo*

*PR = Prêmio de Risco*

Fonte: Adaptado de Damodaran (2012)

Outra maneira de se utilizar a avaliação por fluxo de caixa descontado é a partir do modelo de FCFF, que é comum em casos em que há muita volatilidade em relação à estrutura de capital de uma companhia, o que pode resultar em mudanças significativas em seu custo de capital ao longo do tempo, ou quando o FCFE de uma companhia é negativo, o que impede a utilização de tal abordagem.

Como o FCFF considera não apenas os ativos de acionistas, mas também as dívidas de uma companhia, tal parcela não deve ser descontada no cálculo do FCFF e, além disso, a taxa de desconto a valor presente utilizada não pode ser apenas o custo de capital próprio, e sim o custo médio de capital ponderado, que pode ser calculado como apresentado na equação abaixo:

Equação 4 - Custo Médio de Capital Ponderado (WACC)

$$WACC = K_e \times \left( \frac{E}{D + E} \right) + K_d \times \left( \frac{D}{D + E} \right)$$

Onde:

*WACC = Custo Médio de Capital Ponderado*

*K<sub>e</sub> = Custo de Capital Próprio*

*K<sub>d</sub> = Custo de Capital de Terceiros*

*E = Patrimônio*

*D = Dívida*

Fonte: Adaptado de Damodaran (2012)

### **2.3.2 Análise de Múltiplos (Avaliação Relativa)**

Apesar de muito utilizada, a avaliação por fluxo de caixa descontado não é o único método de avaliação econômico-financeira de uma empresa. Uma forma alternativa de se precificar um ativo é através da avaliação relativa, que se utiliza de indicadores específicos (múltiplos) para comparar empresas de ramos/atividades específicas.

Para comparar múltiplos entre empresas similares é necessário seguir uma série de quatro passos (Rosenbaum et al., 2013), sendo eles (i) selecionar o universo de ativos comparáveis, (ii)

escolha de métricas de valor e financeiras para o cálculo de múltiplos significativos, (iii) verificação da validade do grupo de empresas selecionadas e (iv) estimativa de avaliação.

Durante a fase de seleção de um universo de ativos comparáveis é necessário escolher alguns critérios específicos de comparação que façam com que as companhias se encaixem em um mesmo grupo e sejam comparáveis entre si. Tais critérios podem se basear em setor de atuação, modelo de negócio, modelo de rentabilização de um serviço, tipos de produtos oferecidos, entre outros.

No caso da análise relativa de clubes de futebol, que é um método de análise comum, podemos utilizar como base de comparação, por exemplo, clubes de futebol distintos que estejam inseridos na mesma liga (caso haja uma no país), clubes de um mesmo país, clubes que atuam na mesma divisão, entre outros critérios.

Os múltiplos utilizados para comparar empresas são originados a partir de uma métrica de valor de uma empresa, que pode ser seu Valor das Operações (ou *Enterprise Value* em inglês) ou o seu Valor de Mercado do Patrimônio Líquido (também conhecido como *Equity Value*, do inglês), e uma métrica financeira, por exemplo receitas, EBITDA, lucro, entre outros.

No caso da análise relativa de clubes de futebol, como veremos mais adiante neste trabalho, os múltiplos mais comumente utilizados para comparar clubes de futebol, utilizam métricas financeiras de receitas, podendo ser receitas recorrentes ou totais. Isso pode ser explicado pelo fato de que os resultados de clubes de futebol podem variar muito de um período para outro em detrimento de premiações, desempenho em campo, contratação ou venda de atletas, entre outros motivos. Sendo assim, a utilização de métricas de receita permitem uma maior previsibilidade e menor volatilidade dos múltiplos obtidos.

Em seguida, na fase de verificação da validade do grupo escolhido, é importante verificar se não existem pontos fora da curva (outliers) que podem acabar poluindo ou prejudicando a análise. No caso de clubes de futebol, por exemplo, alguns fatores como endividamento, tamanho de torcida ou presença em torneios internacionais, podem fazer com que as receitas de clubes de uma mesma divisão sejam muito distintas em um certo período, o que as torna menos comparáveis entre si.

Por fim, é necessário estabelecer um valor de referência para a análise, a partir do qual, cada empresa será precificada ao se multiplicar seu múltiplo por tal valor, levando em consideração ajustes individuais de cada companhia que podem tornar a comparação não 100% direta. Em

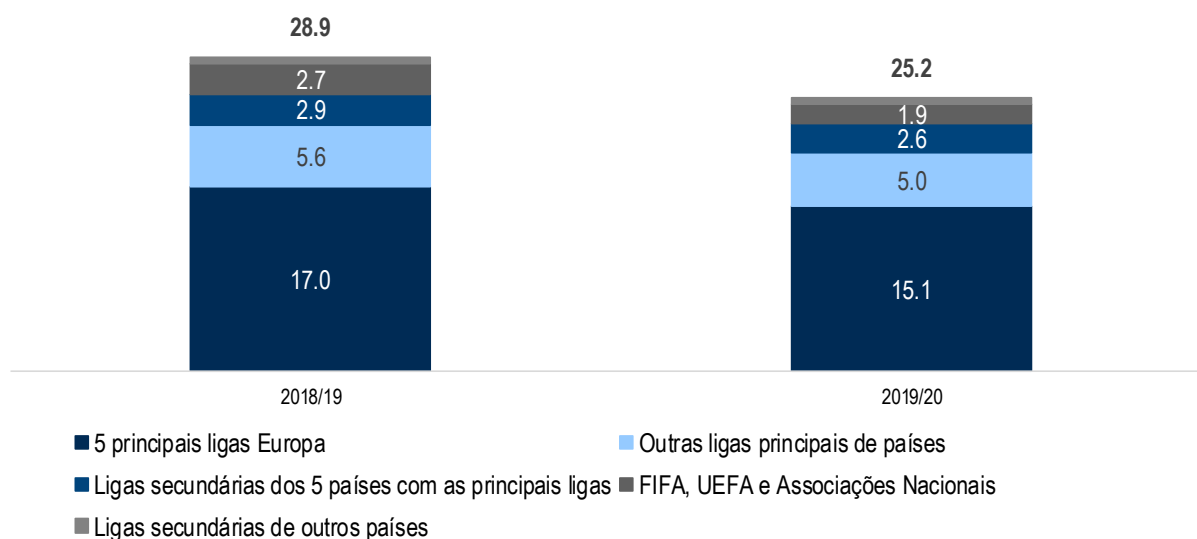
alguns casos se utiliza como valor base a média de valores de operação de um grupo de empresas do setor, ou até mesmo sua mediana.

### 3 ANÁLISE SETORIAL

A indústria do futebol sofreu uma forte transformação ao longo das últimas décadas, e atualmente se trata de um setor que movimenta dezenas de bilhões de dólares anualmente. Alguns mercados, como o Europeu, já se mostram mais avançados, com clubes multibilionários, ligas de futebol bem estabelecidas e respeitadas e até mesmo clubes de futebol com capital aberto, listados em bolsas, como são os casos do Manchester United, Borussia Dortmund, Juventus, Ajax e outros.

Para ilustrar a grandeza do setor esportivo em locais onde a indústria futebolística se mostra mais madura, podemos destacar que, apenas na temporada de 2020, o setor de futebol europeu foi responsável pela geração de cerca de €25 bilhões em receitas, sendo que aproximadamente 60% foram originadas nas 5 principais ligas de futebol europeu.

Gráfico 1 - Evolução de receitas de ligas de futebol europeias (€ bilhões)



Fonte: Dados da Deloitte, elaboração própria

#### 3.1 Receitas

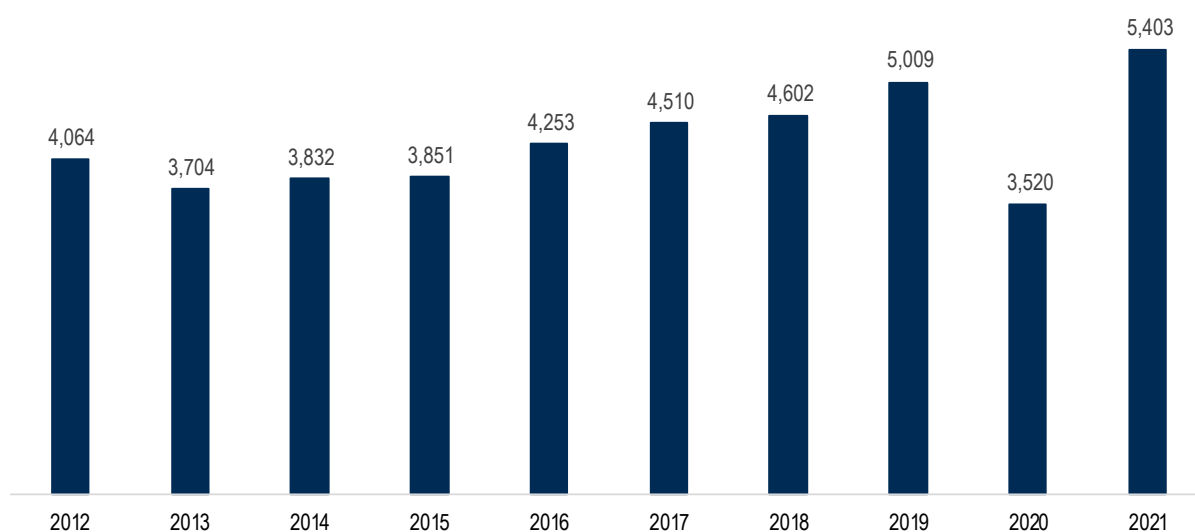
No Brasil, apesar do setor estar em um estágio menos avançado, o esporte possui relevância em termos de geração de receitas, uma vez que 75% dos Brasileiros apontam o futebol como seu esporte favorito, o que ajuda a explicar o fato de que em 2021, mais de R\$7 bilhões foram gerados

em receitas ao considerarmos clubes posicionados na série A e série B (R\$6,6 bilhões advindos da primeira divisão e R\$ 900 mil da segunda divisão).

Atualmente, o setor de maneira geral passa por uma fase de recuperação devido aos impactos observados nos anos de 2020 e 2021, decorrentes da pandemia de Covid-19, que abalou diversos setores da economia, e não deixou a indústria do esporte de fora.

Ao analisarmos a evolução de receitas totais geradas por clubes da série A ao longo dos últimos 10 anos, podemos observar um setor relativamente estagnado, com baixo crescimento apesar dos grandes potenciais de melhoria quando comparado ao setor europeu por exemplo.

Gráfico 2 - Receitas totais de clubes da Série A do campeonato brasileiro (R\$ milhões)



Fonte: Dados da XP Research, elaboração própria

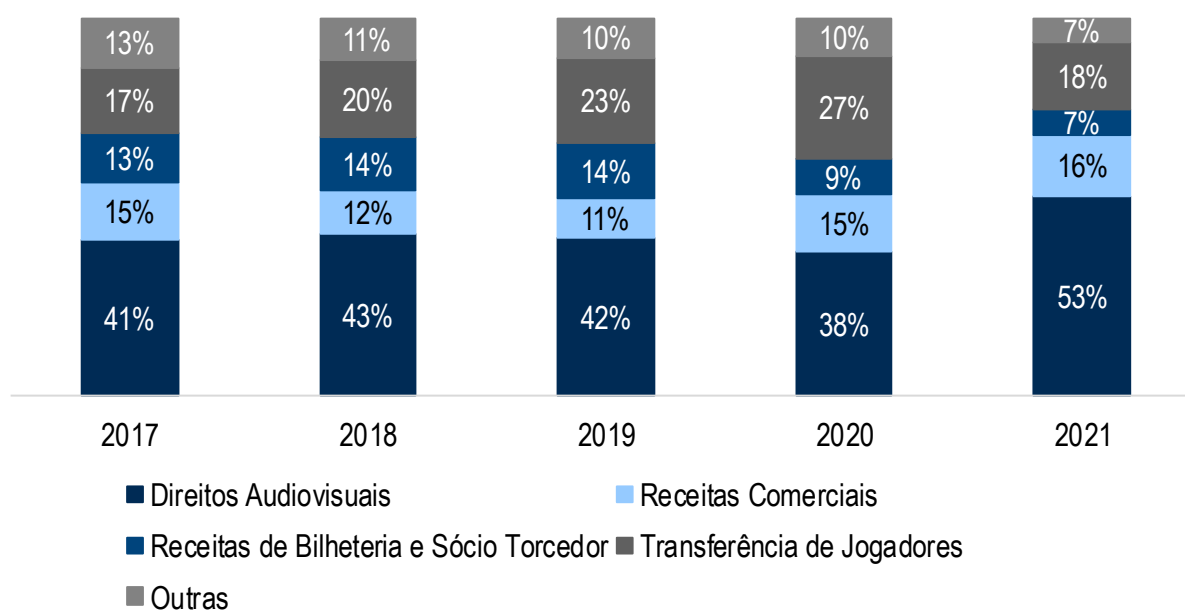
Apesar do comportamento estático do setor nos últimos anos, podemos enxergar uma realidade mais positiva para o futebol brasileiro em 2022, com a Lei da SAF aprovada e clubes optando pela adoção de um modelo empresarial, o mercado de apostas esportivas crescendo bastante no país, chegando a gerar mais de R\$25 bilhões em apostas no Brasil apenas no ano de 2021 e o advento de ativos digitais relacionados a clubes.

Analisando as receitas do setor do futebol brasileiro de forma abrangente, podemos dividir as principais linhas de receitas em dois subgrupos, sendo eles receitas recorrentes e receitas não recorrentes.

Receitas recorrentes, são aquelas que, apesar de voláteis, são constantes em todos os exercícios. No caso de clubes de futebol, as principais linhas de receitas recorrentes são (i) receitas de direitos audiovisuais, (ii) receitas comerciais, (iii) receitas de bilheteria e (iv) outras.

Já as receitas não recorrentes, são aquelas que não fazem parte das atividades operacionais e diárias de um clube, podendo, ou não, impactar as receitas do clube. Apesar de sua importância para o cenário nacional, as principais linhas que compõem as receitas não recorrentes são as (v) receitas de negociação de jogadores e (vi) receitas de premiação.

Gráfico 3 - Quebra de receitas por tipo de Série A do campeonato brasileiro (%)



Fonte: Dados do Itaú BBA, Elaboração Própria

A seguir, serão descritas em mais detalhes cada linha de receita de um clube de futebol, apontando sua relevância e composição dentro das receitas totais de clubes da série A do campeonato Brasileiro como forma de ilustrá-las.

### 3.1.1 Receitas de direitos audiovisuais

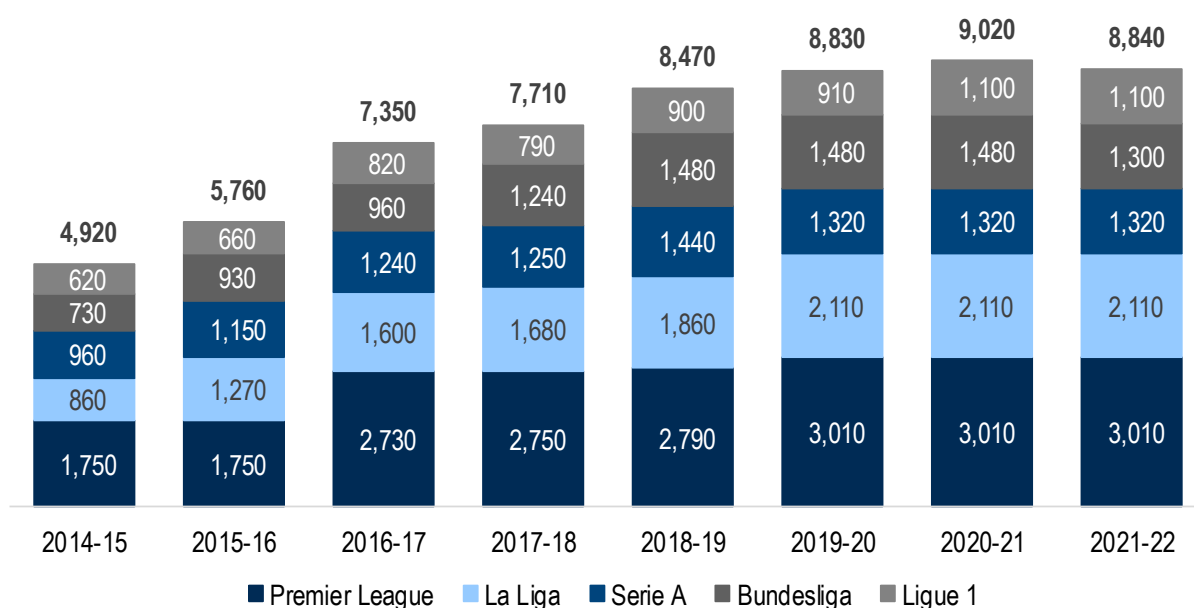
A principal linha de receitas dentro dos clubes de futebol é a de direitos de transmissão. Em suma, clubes recebem dinheiro de canais de transmissão para que estes tenham o direito de



transmitir partidas e utilizar a imagem de jogadores de clubes. Considerando as 5 maiores ligas de futebol europeu, por exemplo, os direitos de transmissão representaram 51% das receitas totais recorrentes.

No Brasil, a distribuição de receitas também favorece a linha de direitos de televisionamento, sendo que em 2021, praticamente 64% das receitas recorrentes eram advindas dessa linha.

Gráfico 4 - Evolução de receitas de direitos de transmissão nas principais ligas da Europa (€ milhões)



Fonte: Dados da Ernst & Young, elaboração própria

O principal *driver* de receitas de direitos audiovisuais é o modelo de negociação adotado, podendo ele ser centralizado ou descentralizado.

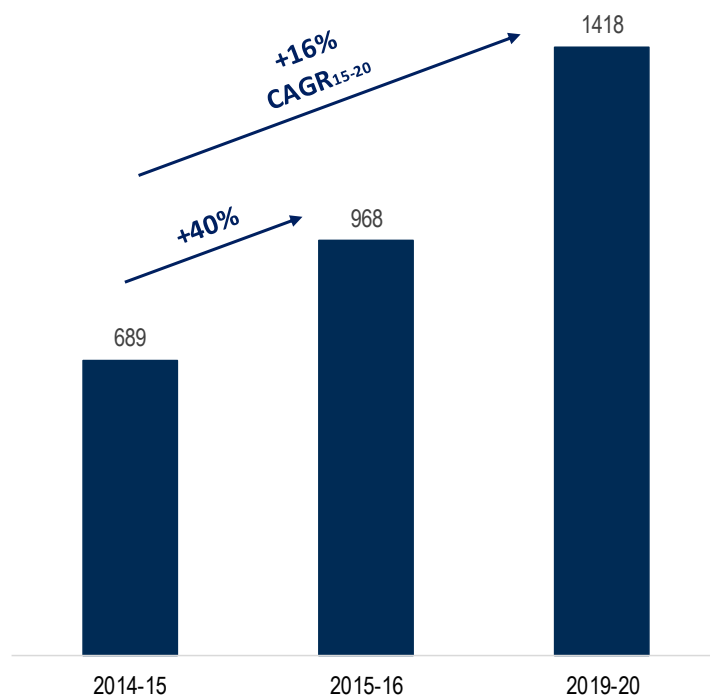
Em uma negociação de direitos de transmissão centralizada, um grupo de clubes (geralmente uma liga), é responsável pela negociação dos direitos audiovisuais dos clubes que a compõem de maneira conjunta e unificada. Por outro lado, negociações descentralizadas são aquelas em que os clubes são responsáveis por negociar diretamente e individualmente com canais de televisão, plataformas de streaming e outros veículos de divulgação para obter uma quantia pelos seus direitos audiovisuais.

Apesar de simples, a diferença em termos de quantidade de receitas e distribuição entre os clubes é muito grande, sendo que modelos de negociação centralizada tendem a obter negócios melhores, além de garantir uma distribuição mais igualitária de receitas entre os clubes.

Em termos de receitas totais de direito de televisionamento, o modelo de negociação centralizado se destaca, pois, ao negociarem de maneira conjunta, os clubes possuem maior poder de barganha para propor negócios aos canais de distribuição de imagem. Enquanto isso, quando clubes negociam individualmente, o processo se torna mais desafiador e o total de receitas como um todo acaba sendo inferior.

Para ilustrar tal efeito, podemos analisar o caso da liga de futebol espanhola, La Liga, que alterou o seu modo de negociação de descentralizado para centralizado no ano de 2015. Devido a essa mudança, as receitas de direitos de transmissão cresceram 40% de um ano para outro, e desde então apresentaram um crescimento anual médio de 16% entre 2015 e 2020, como mostrado no gráfico abaixo.

Gráfico 5 - Evolução de receitas de direitos de transmissão La Liga



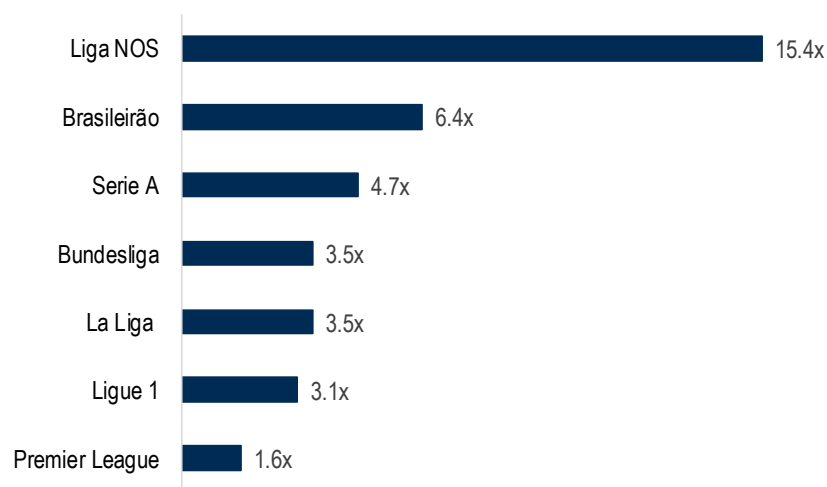
Fonte: Dados da Ernst & Young, elaboração própria

Além de possibilitar uma maior geração de receitas para os clubes como um todo, a adoção de um modelo de negociação de direitos de transmissão centralizado também ajuda a impulsionar a indústria no que diz respeito a questão de competitividade e atratividade. Isso se explica pelo fato de que, ao negociar tais direitos de forma unificada, a distribuição de receitas entre os clubes integrantes se mostra muito mais igualitária, ao contrário da negociação individual, onde naturalmente, clubes maiores, com mais torcedores e melhores desempenhos em campeonatos, acabam concentrando a maior parte das receitas, enquanto clubes menores e com performances inferiores em campeonatos recentes acabam recebendo muito pouco pelos seus direitos audiovisuais.

Traduzindo a disparidade de receitas entre clubes em números, podemos utilizar como exemplo as ligas de futebol europeias. A liga inglesa, Premier League, por exemplo, negocia seus direitos de transmissão de forma centralizada, enquanto a liga de futebol portuguesa, Liga NOS, utiliza o modelo de negociação descentralizado.

Ao compararmos as disparidades de receitas entre o clube que mais recebe sobre o clube que menos recebe em termos de receita de televisionamento dentro de cada liga, em 2020, a disparidade na liga inglesa é de apenas 1,6x, enquanto, na liga portuguesa, chega a 15.4x, vide gráfico abaixo

Gráfico 6 - Disparidade de receitas de direitos de transmissão entre o clube que mais ganha e o clube que menos ganha (2020)



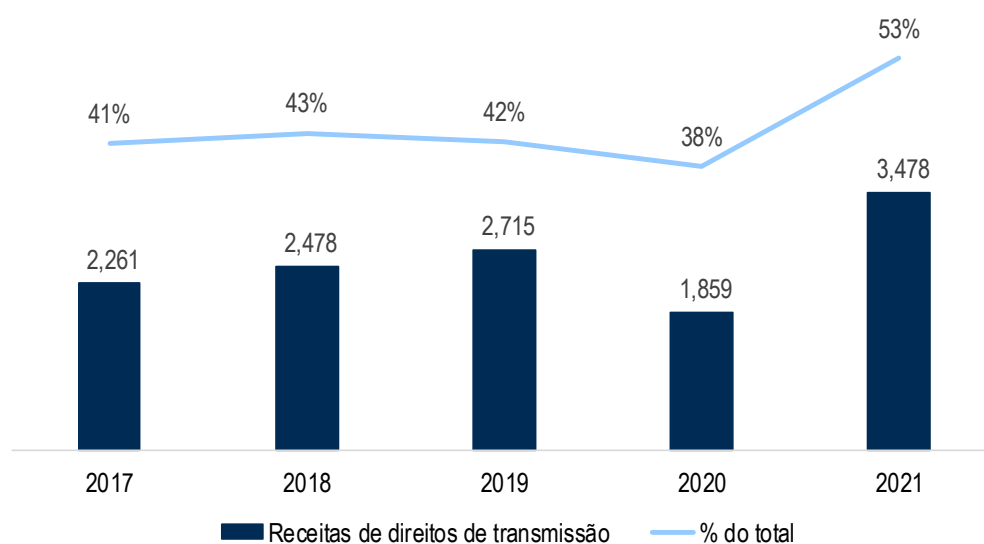
Fonte: Dados da Ernst & Young, elaboração própria

No Brasil, as negociações de direitos de transmissão são feitas de forma descentralizada, parte devido à ausência de uma liga nacional que negocie tais direitos de maneira conjunta. Muitas discussões vêm sendo realizadas recentemente a respeito da criação de uma liga de futebol nacional, o que pode ajudar a aumentar as receitas como um todo, e reduzir a disparidade entre clubes, que em 2020 chegou a 6,4x.

No Brasil, os direitos de transmissão já foram negociados de maneira centralizada para um grupo selecionado de clubes, durante o período de existência do chamado “Clube dos 13”, grupo responsável por representar os interesses econômicos e comerciais dos 13 times melhores colocados no *ranking* da CBF. No entanto, essa iniciativa deixou de existir em 2011, quando alguns dos maiores times do Clube dos 13, se mostraram insatisfeitos com a forma de distribuição de direitos audiovisuais entre as franquias.

Outro fator que ajuda a aumentar receitas de transmissão é o desempenho de clubes em campeonatos, principalmente continentais e internacionais. Ao analisarmos a evolução de receitas de direitos audiovisuais entre 2017 e 2021, levando em consideração todas as receitas de campeonatos Estaduais, Copa Do Brasil, Brasileirão, Libertadores, Sul-americana e Mundial, podemos aferir um forte aumento no ano de 2021 devido a maior participação de clubes brasileiros em finais da Libertadores e Sul-americana.

Gráfico 7 - Evolução de receitas de direitos de transmissão no Brasil e % sobre o total de receitas (R\$ milhões)



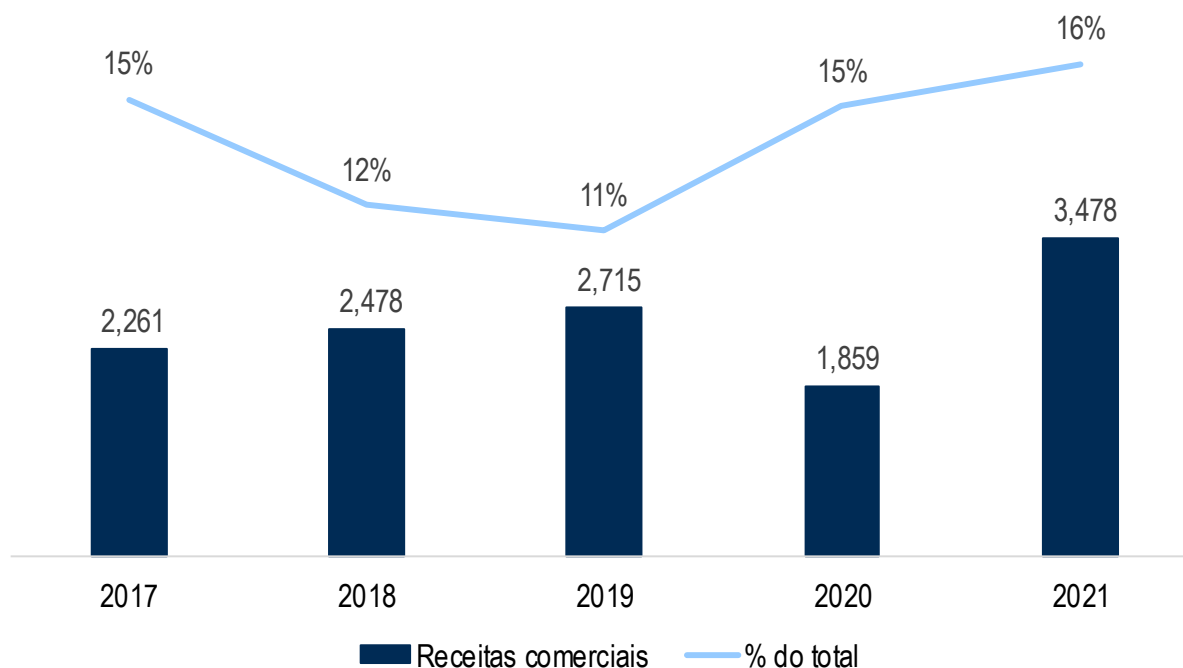
Fonte: Dados da XP Research, elaboração própria

### 3.1.2 Receitas comerciais

Dando continuidade à análise das receitas de um clube de futebol, outra fonte são as chamadas receitas comerciais que dizem respeito a receitas advindas de patrocinadores, materiais esportivos vendidos, royalties, licenciamentos, lojas e mídias digitais.

Não apenas as receitas comerciais de clubes de futebol cresceram ao longo dos últimos anos em termos gerais, mas também a participação do futebol dentro do orçamento de publicidade aferido como porcentagem do total, atingindo quase 2% no ano de 2021.

Gráfico 8 - Evolução de receitas comerciais no Brasil e % sobre o total de receitas (R\$ milhões)



Fonte: Dados da XP Research e Itaú BBA, elaboração própria

O sucesso comercial de clubes de futebol não depende apenas do número de torcedores de um clube, o que pode ser avaliado como um dos seus *drivers*, mas também da eficiência de cada time em termos de engajamento de sua base de fãs e sucesso na venda de artigos e afins relacionados ao time.

Como apresentado nas tabelas a seguir, ao ordenarmos clubes de futebol a partir de seu número de torcedores (IBGE) e comparar uma lista dos mesmos clubes, porém ordenados de acordo com uma métrica de engajamento (volume financeiro em receitas comerciais por torcedor – R\$/torcedor), é possível auferir uma diferença significativa no ordenamento de cada uma das listas.

Tabela 5 - Ordenamento dos principais clubes brasileiros por número de torcedores (2021)

<b>Clube</b>	<b>Número de Torcedores (milhões)</b>
<b>Flamengo</b>	40.1
<b>Corinthians</b>	30.0
<b>São Paulo</b>	19.2
<b>Palmeiras</b>	16.4
<b>Grêmio</b>	7.8
<b>Vasco</b>	6.8
<b>Atlético MG</b>	6.2
<b>Santos</b>	5.5
<b>Internacional</b>	4.8
<b>Cruzeiro</b>	4.7
<b>Botafogo</b>	3.7
<b>Bahia</b>	3.0
<b>Fluminense</b>	2.5
<b>Athletico Paranaense</b>	1.7
<b>Fortaleza</b>	1.5
<b>Ceará</b>	1.3

Fonte: Dados do IBGE, elaboração própria

Tabela 6 - Ordenamento dos principais clubes brasileiros por receita comercial por torcedor (2021)

Clube	Receita comercial por torcedor (R\$ / torcedor)
Athletico Paranaense	18.5
Ceará	12.0
Palmeiras	11.6
Internacional	11.4
Fortaleza	9.6
Atlético MG	8.1
Cruzeiro	8.0
Fluminense	8.0
Santos	7.7
Grêmio	7.5
Bahia	6.1
Flamengo	5.7
Corinthians	4.5
Vasco	2.9
São Paulo	2.6
Botafogo	2.3

Fonte: Dados do IBGE e do Itaú BBA, elaboração própria

A geração de receita comercial de clubes depende dos incentivos e pontos de comunicação entre um time de futebol e sua base de fãs. Políticas internas e conteúdos distribuídos via redes sociais e campanhas de marketing, podem ajudar a impulsionar a estratégia de aumento dessa linha de receitas. Entender os pontos mais importantes para os torcedores e investir no aumento de seu engajamento com o time pode ajudar na criação de valor.

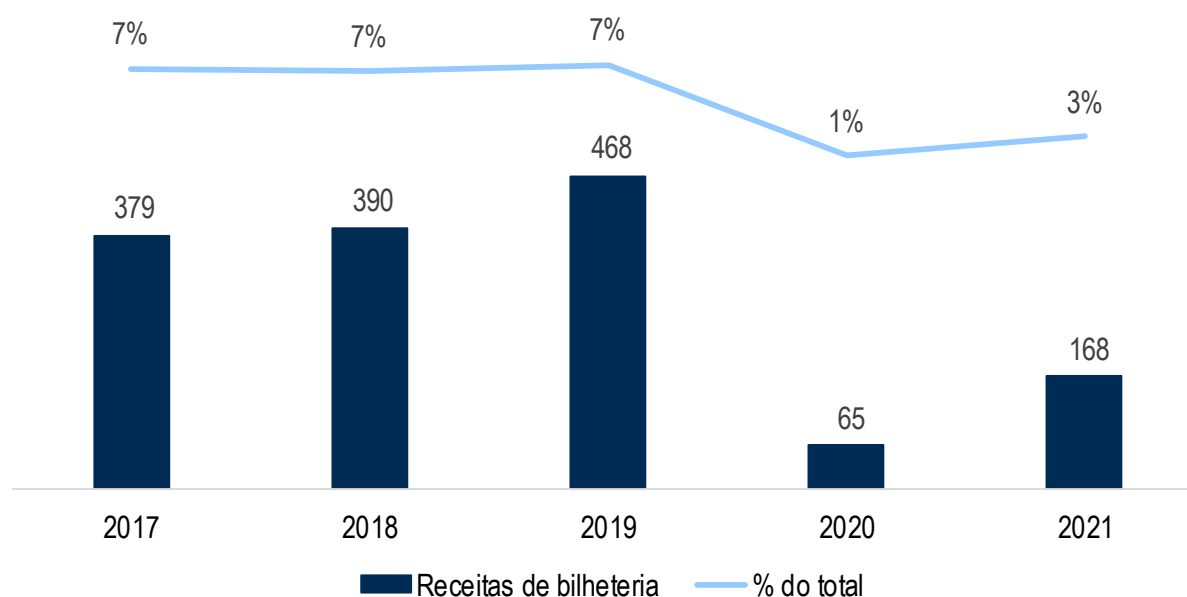
### 3.1.3 Receitas de bilheteria e programas de Sócio Torcedor

Dentre as linhas de receitas recorrentes de clubes, também é possível destacar as receitas de bilheteria e àquelas advindas de programas de Sócio Torcedor. Essa linha inclui não apenas o volume financeiro de venda de ingressos em dias de partidas, mas também todo o faturamento de um estádio durante eventos, como a utilização de camarotes, alimentação, bebidas e programas de sócio torcedor.

Programas de sócio torcedor são modelos de assinatura mensal, em que torcedores pagam um valor para o clube em troca de benefícios, como descontos em ingressos, artigos e sorteios. Vale destacar, portanto, que as receitas de bilheteria e sócio torcedor dependem bastante do tamanho da torcida de clubes, e principalmente o seu engajamento com eventos relacionados ao time.

Analisando a evolução de receitas de bilheteria ao longo dos últimos cinco anos, é possível notar que os clubes estão passando por um processo de recuperação em relação a esta linha, o que pode ser justificado pelos impactos da pandemia de Covid-19 que atingiram a indústria de futebol, principalmente nas temporadas de 2020 e 2021.

Gráfico 9 - Evolução de receitas de bilheteria no Brasil e % sobre o total de receitas (R\$ milhões)

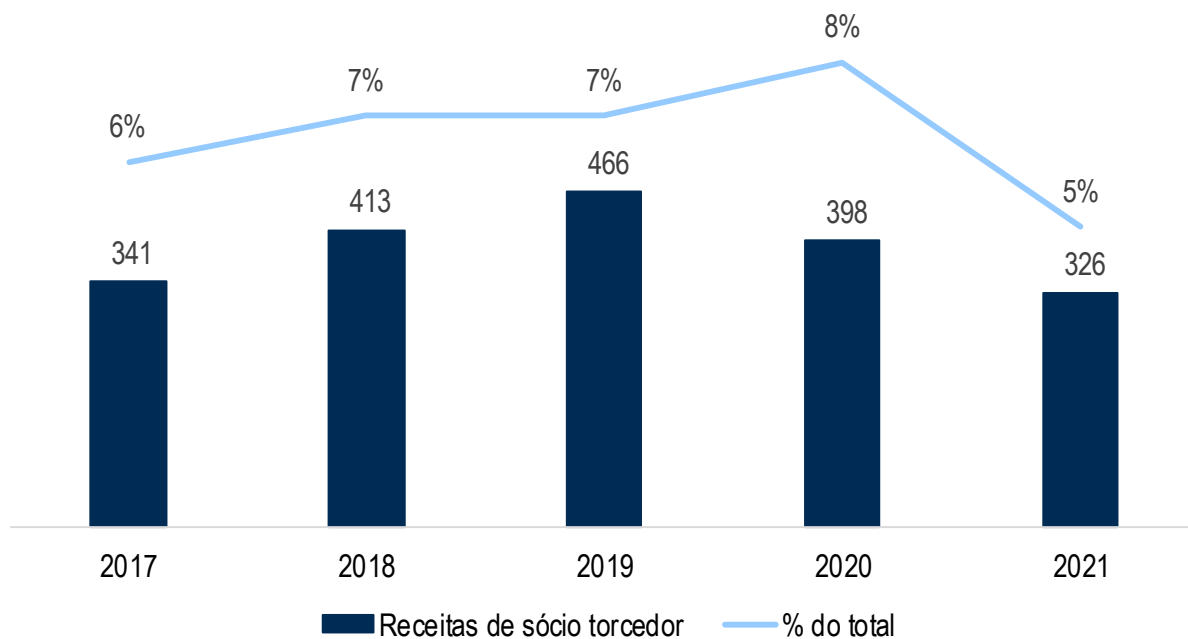


Fonte: Dados da XP Research, elaboração própria

Apesar da pandemia ter resultado em impactos no setor como um todo, a linha de bilheteria e sócio torcedor foi a mais afetada devido às restrições estipuladas pelo governo a respeito da realização de eventos e aglomerações de pessoas. Com estádios fechados o número de vendas de ingressos caiu vertiginosamente em 2020, além de muitos torcedores optarem por também cancelar suas assinaturas de programas de sócios torcedores, uma vez que não enxergavam valor nos benefícios do programa durante a pandemia.



Gráfico 10 - Evolução de receitas de sócio torcedor no Brasil e % sobre o total de receitas (R\$ milhões)



Fonte: Dados da XP Research, elaboração própria

### 3.1.4 Outras receitas recorrentes

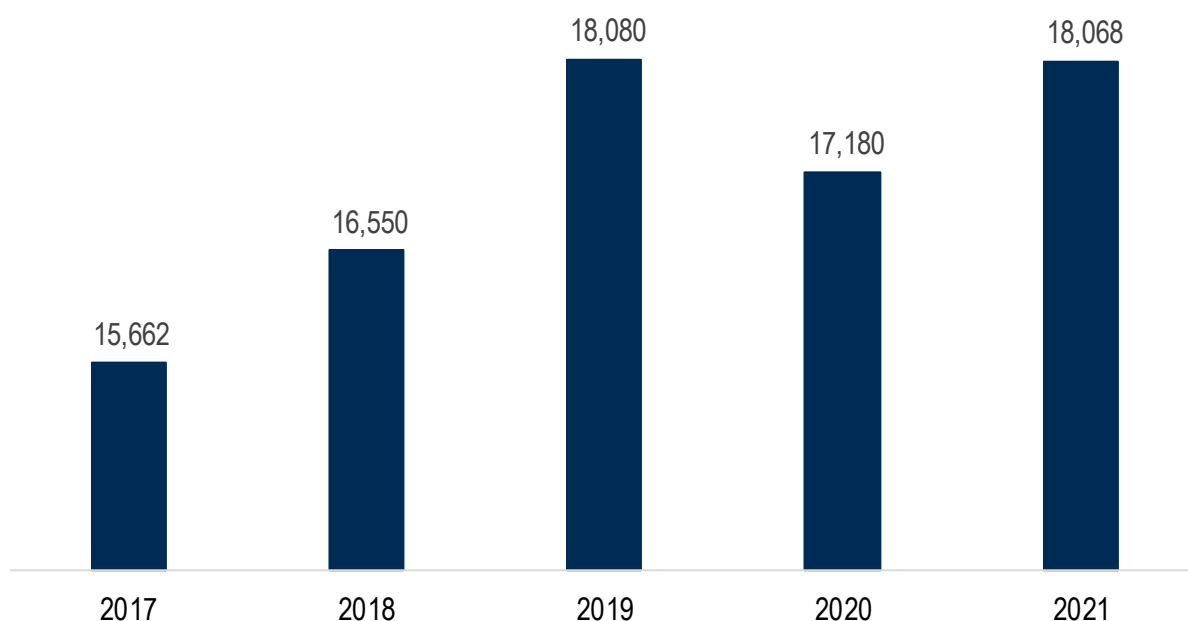
Ainda em relação a receitas recorrentes, nos deparamos com a linha de outras receitas, que inclui algumas avenidas como receitas de campanhas sociais, pagamentos de royalties, negociações de direitos de plataformas de aposta e até mesmo receitas advindas de plataformas de esportes eletrônicos e competições (do inglês *e-Sports*).

### 3.1.5 Receitas de transferência de jogadores

Uma fonte de receitas muito importante para a indústria do futebol, principalmente no Brasil é o mercado de transferências de atletas. Apenas levando em consideração os 10 clubes brasileiros com maior volume acumulado de transferências entre os anos de 2003 e 2020, estes foram responsáveis pela geração de R\$ 18,5 bilhões (*SportsValue*).

Em 2021, a FIFA registrou um total de 18.068 transferências internacionais de jogadores, que envolveram um total de 4.544 clubes de futebol, 15.617 jogadores diferentes, de 179 nacionalidades.

Gráfico 11 - Evolução do número de transferências internacionais de atletas



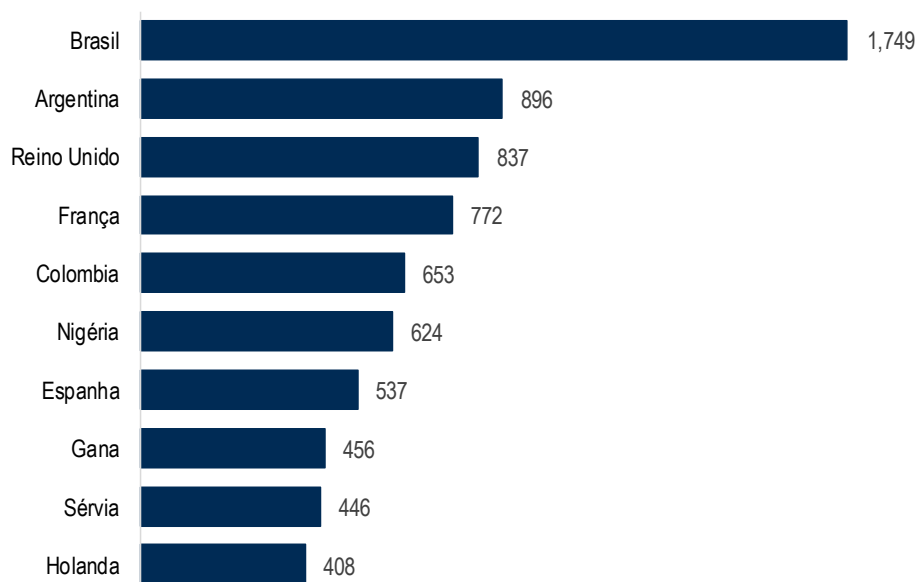
Fonte: Dados da FIFA, elaboração própria

Transferências de jogadores, no entanto, não é uma linha de receita considerada recorrente na análise de demonstração de resultados de clubes. Isso não se dá pelo número de transferências, que no geral estão presentes em todas as temporadas, mas sim pelas incertezas a respeito dos tipos de transferência realizadas e os valores recebidos.

O Brasil é o país com maior número de transferências de jogadores, registrando 1.749 movimentações apenas no ano de 2021, muito acima do segundo colocado da lista da FIFA, a Argentina, que foi responsável por apenas 896 transferências.

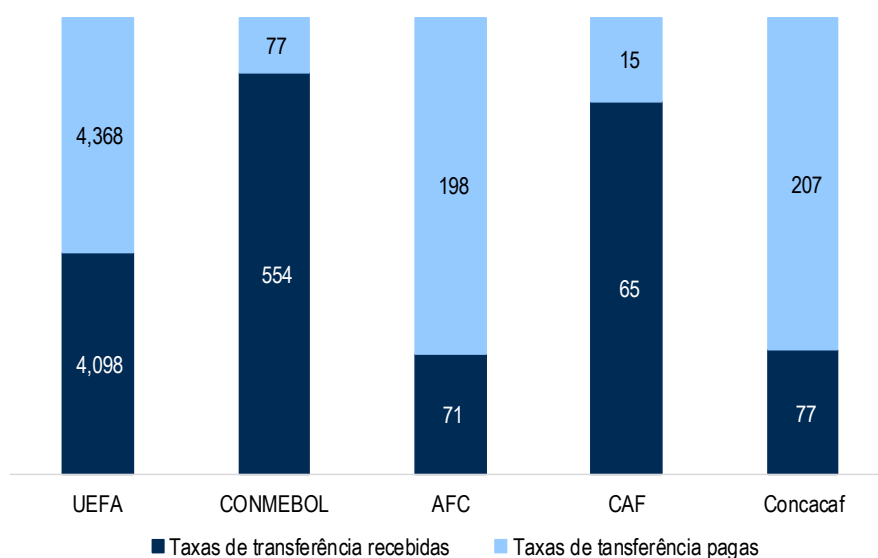
No entanto, ao analisarmos os volumes financeiros recebidos em transferências para cada confederação, é possível identificar uma tendência diferente para a Confederação Sul-Americana de Futebol (CONMEBOL).

Gráfico 12 - Ranking dos 10 países com maior número de transferências de jogadores em 2021



Fonte: Dados da FIFA, elaboração própria

Gráfico 13 - Assimetria entre taxas de transferência pagas e recebidas por confederação (US\$ milhões)



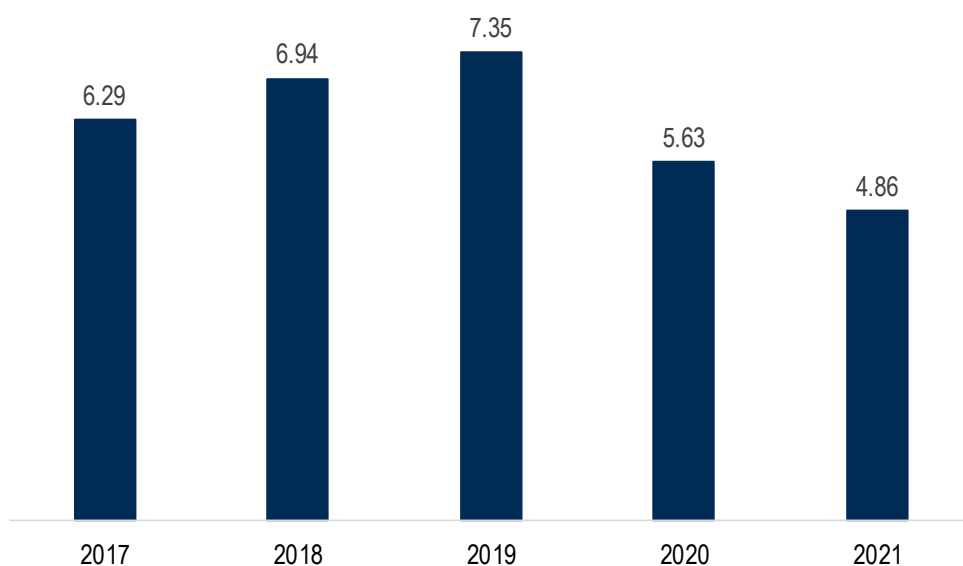
Fonte: Dados da FIFA, elaboração própria

Na América do Sul como um todo, há uma forte assimetria entre volume pago e volume recebido em taxas de transferências de atletas, que são valores acordados durante a negociação de

um jogador, e visam a mitigação dos impactos de venda de tal atleta para o clube de origem. Parte dessa assimetria pode ser explicada pelo movimento natural de jogadores que, no geral, optam por jogar em ligas europeias ao invés de ligas sul-americanas, e a questão do câmbio que torna o Brasil um forte mercado de venda de jogadores para times inseridos em economias que contam com moedas mais fortes.

Além disso, ao longo dos últimos anos, observa-se uma redução nos valores de taxa de transferência pagas durante movimentações, sendo estas não obrigatórias. Apesar do forte número de operações, os clubes se mostram cada vez menos adeptos a pagamentos de taxas extras. Em 2021, apenas 12,3% das movimentações de atletas contaram com pagamentos de taxas de transferência.

Gráfico 14 - Evolução de taxas de transferências pagas (US\$ bilhões)



Fonte: Dados da FIFA, elaboração própria

Transferências podem ocorrer no decorrer do ano e até mesmo durante temporadas regulares de campeonatos, porém, tais receitas são mais concentradas em alguns meses do ano, em que são determinadas as chamadas janelas de transferências. Geralmente, a janela ocorre na metade do ano, entre julho e agosto, podendo ser alterada dependendo dos acontecimentos de cada ano (por exemplo em 2022, quando a janela será esticada devido ao Mundial de Futebol que ocorrerá

no final do ano no Catar). Em 2021, 43% das transferências internacionais ocorreram dentro da janela preestabelecida.

Tabela 7 - Janelas de transferência de atletas

	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maior	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro
2021	2,286	2,502	1,561	539	257	587	3,796	3,974	1,558	536	257	115
2020	4,216	2,176	613	68	44	481	1,380	2,361	2,573	2,274	676	328

Fonte: Dados da FIFA, elaboração própria

O mercado de transferências no geral é bastante complexo e grande, e pode representar uma parcela significativa das receitas de um clube. Muitos clubes pequenos, inclusive no Brasil, se sustentam apenas da atividade de formação e treinamento de atletas da base para futura comercialização de tais jogadores para clubes de maior porte. Sendo assim, vale a pena entender quais os tipos de transações de jogadores que existem dentro do mercado.

O primeiro tipo de transações é o de atletas que estão sem nenhum vínculo contratual no momento, podendo isso ser justificado por um contrato antigo que já expirou, um acordo mútuo de termino de contrato entre o jogador e seu antigo clube, um término de contrato unilateral ou até mesmo o caso de um jogador em início de carreira que nunca assinou um contrato profissional com um clube de futebol. Esses tipos de contrato são os mais comuns dentro do mercado de transferência e representam historicamente mais de 60% do total delas.

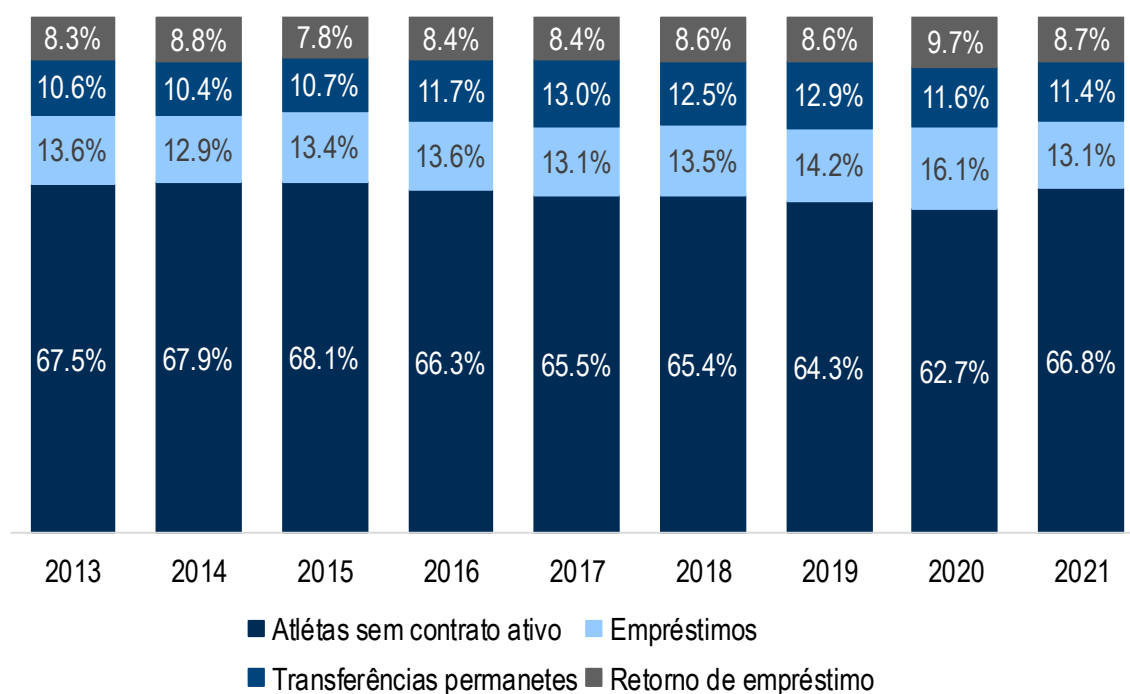
O segundo tipo de transferência é conhecido como transferência permanente entre clubes. Essa operação ocorre quando dois clubes acordam pela transferência de direitos de um jogador que pode estar jogando no seu clube de origem, ou já estar jogando no clube de destino durante um período de empréstimo. Esse tipo de transferência pode, ou não, contar com as taxas de transferências mencionadas anteriormente, dependendo de fatores como idade do jogador, tempo de carreira, experiência, desempenho em campo, entre outros.

Além das transferências permanentes, existem também alguns contratos temporários assinados entre clubes que são (i) empréstimos de atletas e (ii) retorno de empréstimos. Nestes casos, é estabelecido, sob contrato, um acordo de “aluguel” de um jogador por um período predeterminado, sendo que tal contrato pode ser eventualmente estendido caso haja interesse de ambas as partes da negociação.

Já as chamadas transferências de retorno de jogadores, são aquelas que marcam o final de um período de empréstimo, quando um atleta retorna para o seu clube de origem e o contrato não é mais prorrogado.

Segue abaixo uma quebra de tipos de transferência e o quanto cada uma delas representa historicamente sobre o total de transferências internacionais divulgados pela FIFA.

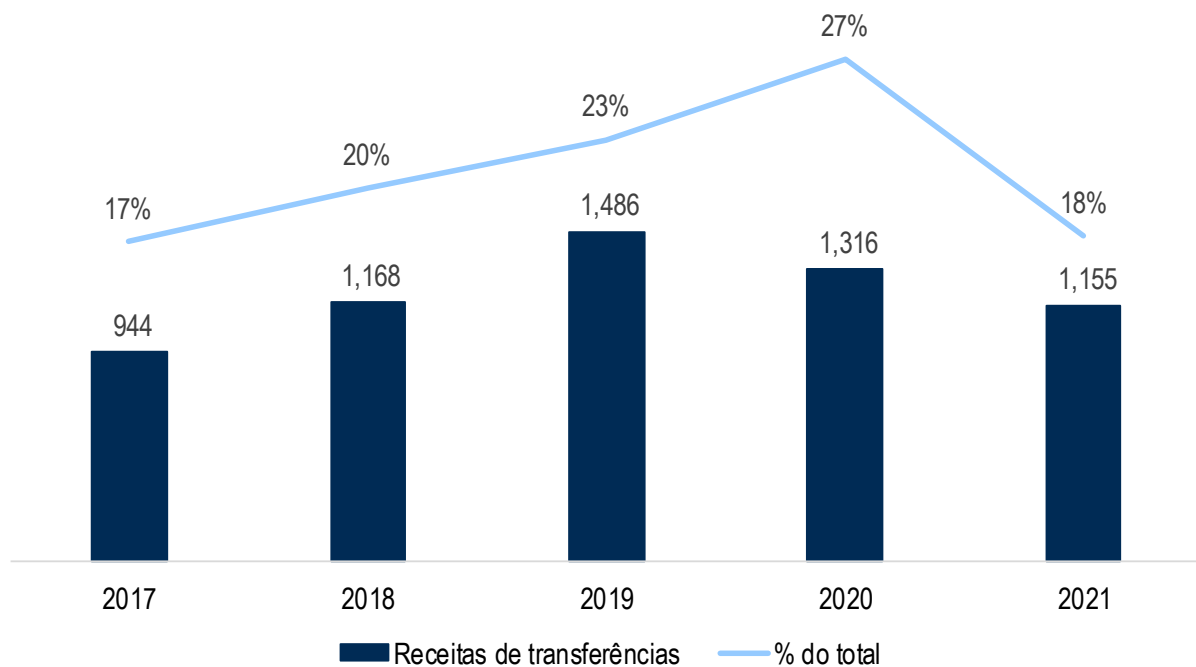
Gráfico 15 - Quebra de tipos de transferência de jogadores e representatividade sobre o total



Fonte: Dados da FIFA, elaboração própria

No Brasil, as receitas de transferência de jogadores, apesar de não consideradas recorrentes são bastante representativas dentro da quebra de receitas de clubes nacionais da Série A. Essa realidade é típica do futebol brasileiro, não apenas na primeira divisão, mas principalmente em divisões menos qualificadas, onde muitos clubes de pequeno porte focam as suas atividades em treinamento de atletas de base e formação de novos jogadores, com o objetivo de potencializar suas receitas totais através da comercialização de talentos.

Gráfico 16 - Evolução de receitas de transferências no Brasil e % sobre o total de receitas (R\$ milhões)



Fonte: Dados da XP Research, elaboração própria

### 3.1.6 Receitas de premiação

Finalmente, dentro das receitas de clubes também podemos destacar as premiações relacionadas a desempenho de times em competições. Apesar de haver discussões a respeito de se tal linha deve, ou não, fazer parte de receitas recorrentes, neste trabalho em questão, as receitas de premiações serão sim consideradas recorrentes.

Tais discussões podem ser justificadas pelo fato de que algumas competições tenham prêmios muito elevados, o que pode facilmente distorcer uma análise de resultado de um clube durante uma temporada em que o time tenha sido campeão de tal competição.

Para fins de quantificação, seguem abaixo duas tabelas com valores atualizados de premiação de clubes em dois campeonatos considerados disruptivos em suas regiões em termos de receitas, a Libertadores da América (realizada na América) e a *Champions League* (realizada na Europa).

Como apresentado abaixo, tais premiações podem chegar a valores muito elevados que diferenciam clubes de seus pares, principalmente considerando um mercado muito volátil e com baixa previsibilidade de resultados.

Tabela 8 - Distribuição de prêmios Libertadores da América

Fase	Prêmio (US\$ milhões)	Prêmio Acumulado (US\$ milhões)
Campeão	\$16.00	\$23.55
Vice-campeão	\$6.00	\$13.55
Semi-final	\$2.00	\$7.55
Quartas de final	\$1.50	\$5.55
Oitavas de final	\$1.05	\$4.05
Fase de grupos	\$3.00	\$3.00

Fonte: Dados da MKT Esportivo, elaboração própria

Tabela 9 - Distribuição de prêmios *Champions League*

Fase	Prêmio (€ milhões)	Prêmio Acumulado (€ milhões)
Campeão	€ 20.00	€ 69.71
Vice-campeão	€ 15.50	€ 65.21
Semi-final	€ 12.50	€ 49.71
Quartas de final	€ 10.60	€ 37.21
Fase dos 16	€ 9.60	€ 26.61
Fase de grupos	€ 15.64	€ 17.01
Terceira fase classificatória	€ 0.48	€ 1.37
Segunda fase classificatória	€ 0.38	€ 0.89
Primeira fase classificatória	€ 0.28	€ 0.51
Fase preliminar	€ 0.23	€ 0.23

Fonte: Dados da Football Transfers, elaboração própria

### 3.2 Custos e despesas

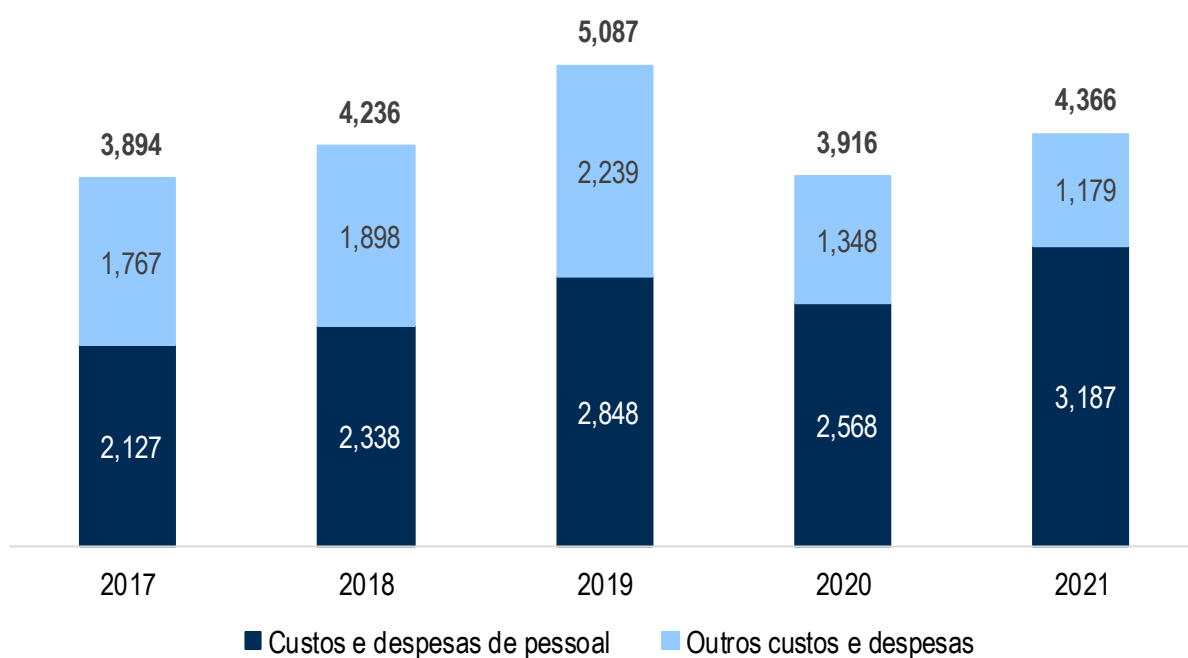
Ao continuar a análise de resultados de um clube de futebol, após a descrição de linhas de receitas recorrentes e não recorrentes, nos deparamos com os custos e despesas da franquia. Assim como ocorrido com as linhas de receitas, os custos e despesas também sofreram impacto nos últimos dois anos devido a pandemia de Covid-19, quando clubes foram obrigados a adotar



medidas de aumento de eficiência e redução de gastos para compensar a redução de receitas advindas do impacto da pandemia.

O gráfico abaixo ilustra a evolução de custos e despesas totais de clubes brasileiros inseridos na Série A, sendo esses valores compostos por salários e encargos de funcionários, direitos de imagem e sistema de remuneração variável, pago a jogadores em premiações por conquistas em campo.

Gráfico 17 - Evolução de custos e despesas da Série A no Brasil (R\$ milhões)



Fonte: Dados da XP Research

Os custos e despesas podem ser divididos em dois subgrupos, sendo eles (i) custos e despesas com pessoal e (ii) outros custos e despesas.

### 3.2.1 Pessoal

A linha de custos e despesas com pessoal é a mais significativa dentro dos custos e despesas totais e representam todos os pagamentos de salários e encargos para funcionários do clube. Esse

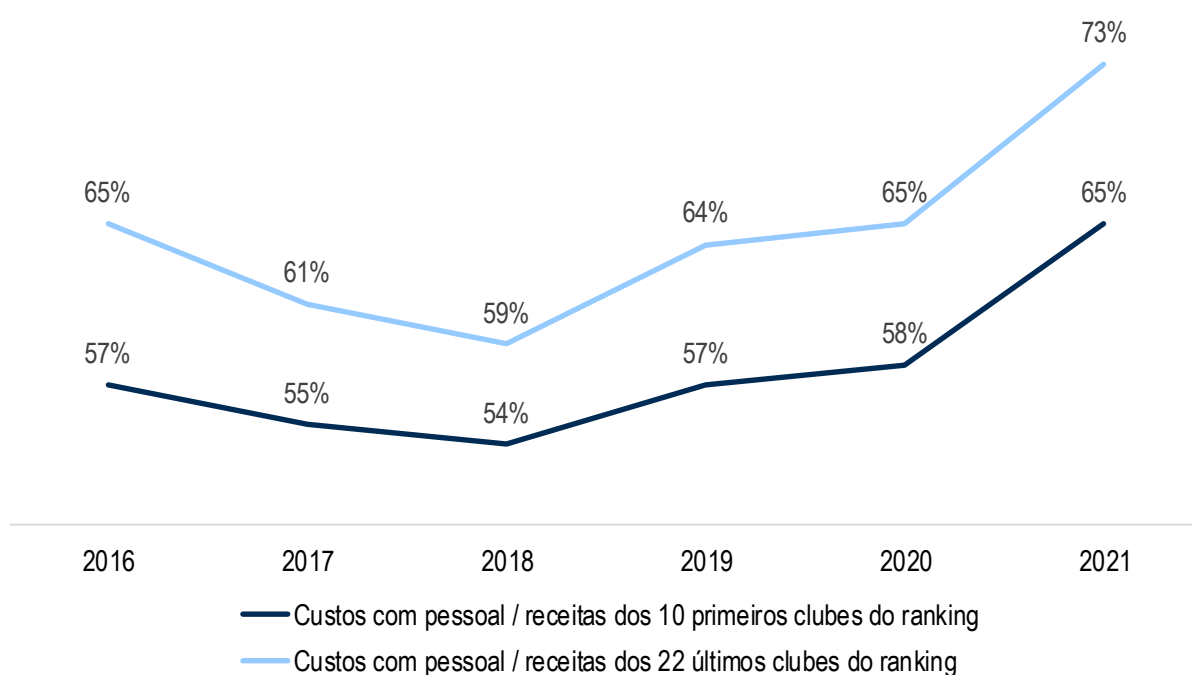
valor costuma ser elevado, principalmente devido aos altos custos fixos de salários de jogadores, que são acordados em contratos durante a sua negociação e podem durar anos.

Além da parcela destinada a atletas, também são considerados custos com outros membros da estrutura do clube, como técnicos, equipe médica, auxiliares, treinadores, entre outros. Tal parcela representa uma porcentagem menor dos custos e despesas de pessoal de um clube.

Como os custos fixos de times costumam ser elevados, uma métrica importante a ser analisada neste contexto é o índice de eficiência calculado a partir da divisão de custos por receitas do clube. Tais valores podem variar de clube para clube, sendo que franquias menores acabam apresentando mais dificuldades em manter seus índices de eficiência no mesmo patamar de clubes grandes.

Como exemplo, ao considerarmos os 32 maiores clubes da Europa em termos de geração de receitas operacionais, popularidade e ranking da UEFA, podemos notar uma clara diferença de eficiência entre a média dos 10 primeiros colocados e os 22 clubes seguintes (KPMG).

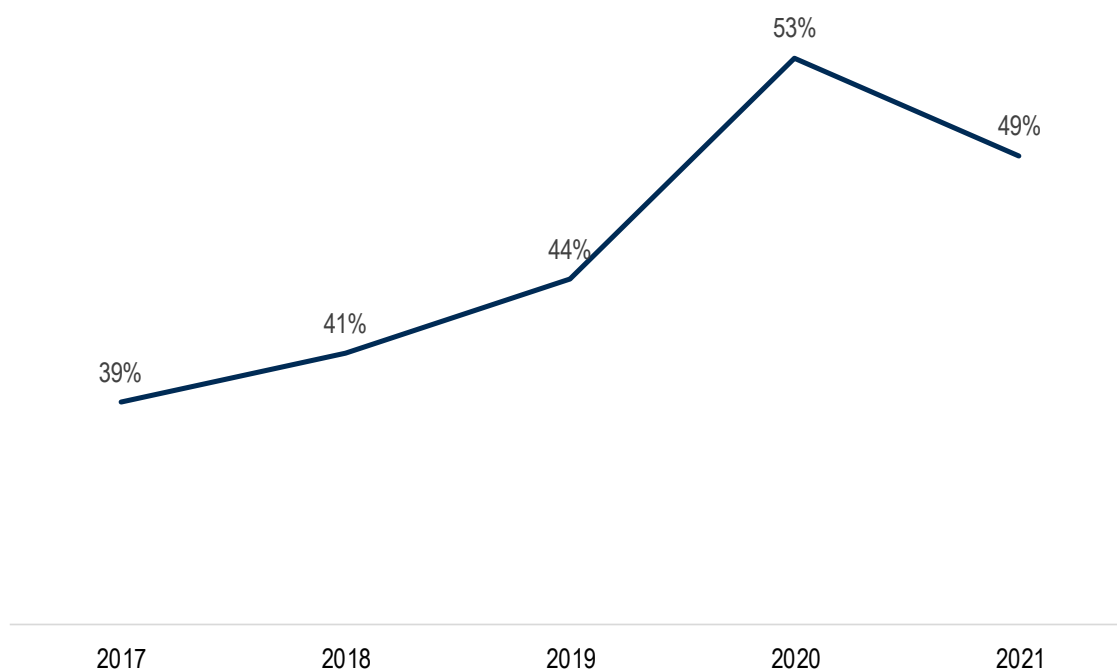
Gráfico 18 - Custos de pessoal / receitas dos 32 maiores clubes da Europa



Fonte: Dados da KPMG, elaboração própria

No Brasil, a realidade é similar, porém, a média de eficiência dos clubes classificados para a primeira divisão se encontra em níveis saudáveis, abaixo do máximo estabelecido pela UEFA em seu modelo de Sustentabilidade Financeira (70%).

Gráfico 19 - Custos de pessoal / receitas da Série A no Brasil



Fonte: Dados do Itaú BBA, elaboração própria

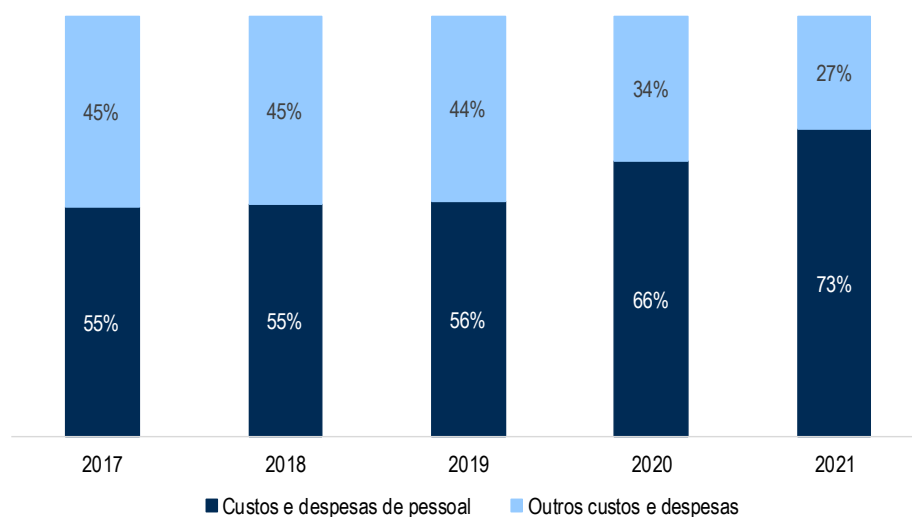
Como mencionado anteriormente, e evidenciado no gráfico acima, em 2020 e 2021 a métrica de custos de pessoal sobre receitas de clubes no Brasil se mostra superior aos níveis históricos por conta da manutenção de altos custos fixos de pagamento de salário de jogadores e a redução de receitas disponíveis em detrimento da pandemia de Covid-19 no mundo.

### 3.2.2 Outros

Apesar das despesas com remuneração serem as principais dentre os custos e despesas totais dos clubes de futebol, outros custos e despesas também compõem essa linha. Dentre eles, podemos destacar os direitos de imagem e sistema de remuneração variável pago a jogadores em premiações por conquistas em campo.

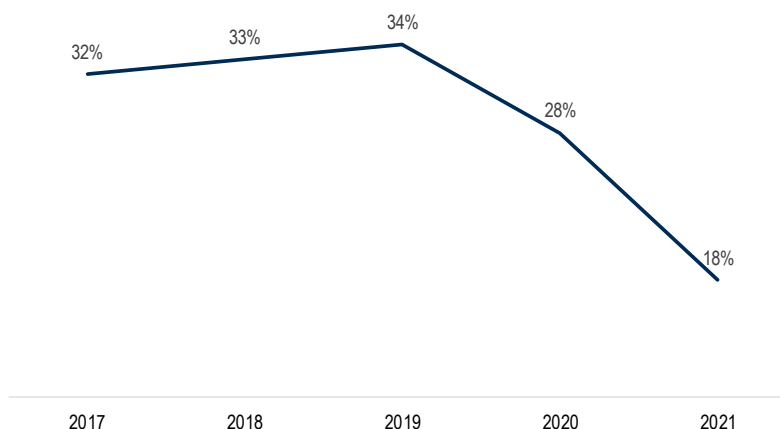
Essa parcela dos custos e despesas é significativamente menor do que os custos e despesas com remuneração, assim como mostrado no gráfico a seguir. Além disso, por serem custos e despesas mais fáceis de controlar e reduzir em caso de crises, como foi o período de pandemia no Brasil, ao analisarmos a representatividade de outros custos e despesas sobre o total de receitas de clubes da Série A, podemos observar uma forte queda desse indicador nos últimos dois anos (2020 e 2021).

Gráfico 20 - Quebra histórica de custos e despesas na Série A no Brasil



Fonte: Dados da XP Research, elaboração própria

Gráfico 21 - Outros custos e despesas / receitas da Série A no Brasil



Fonte: Dados da XP Research, elaboração própria

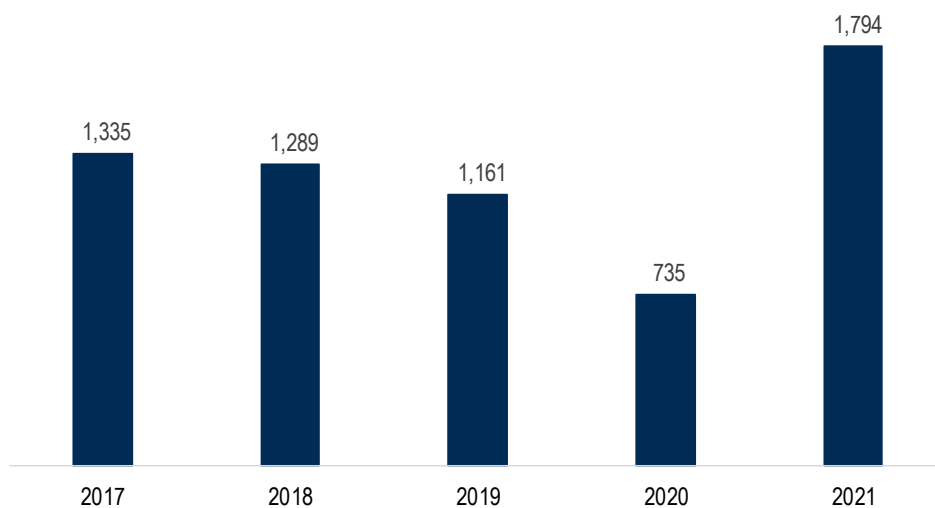
### 3.3 Geração de Caixa

Uma métrica importante de ser analisada no setor futebolístico é a capacidade de geração de caixa de cada clube (EBITDA). Ela pode ser traduzida como a capacidade de clubes em arcar com os seus custos e despesas operacionais e financeiras a partir de sua geração de receitas, de modo que ao final do ano fiscal, o time tenha sido capaz de gerar caixa que pode ser distribuído para líderes e acionistas, ou até mesmo ser utilizado em investimentos estratégicos.

Ao analisar geração de caixa total de clubes da Série A do campeonato brasileiro, obtemos resultados positivos historicamente, o que não é verdade para a geração de caixa recorrente, que exclui receitas não recorrentes (como transferências de jogadores).

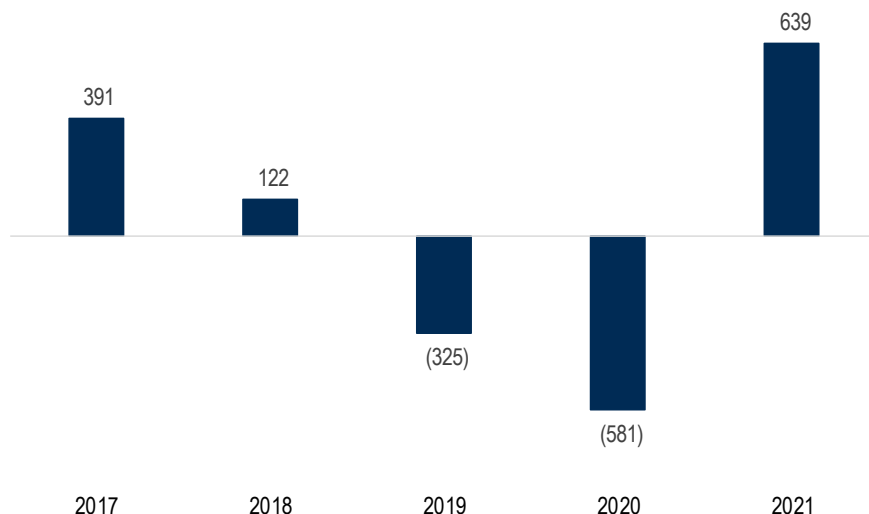
Em 2021 especificamente, podemos observar uma geração de caixa recorrente historicamente superior à média dos últimos 5 anos, o que pode ser encarado como um evento extraordinário, pois com o advento da pandemia, fechamento de estádios, atraso de calendários e pausas em contratos de televisionamento, parte das receitas recorrentes dos clubes de futebol brasileiro acabaram sendo transferidas para o exercício fiscal do ano seguinte, no caso 2021.

Gráfico 22 - Evolução da geração de caixa total (R\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria

Gráfico 23 - Evolução da geração de caixa recorrente (R\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria

Tal efeito descrito acima não é exclusivo da realidade brasileira. Em diversas ligas do exterior, vemos um impacto positivo nas receitas da temporada de 2021 devido ao atraso de receitas do ano anterior que acabaram sendo exercidas apenas após a retomada de campeonatos e reabertura de economias.

O porquê de a geração de caixa ser uma métrica importante para clubes de futebol é a possibilidade de análise da saúde financeira de um clube de futebol, a sua capacidade de investir internamente e principalmente a sua capacidade de amortização de dívidas, que é um tema muito importante no setor, principalmente no Brasil, onde observamos altos níveis de endividamento e alavancagem de clubes.

A geração de caixa é um desafio não apenas para clubes no Brasil, mas também em mercados mais bem estabelecidos como é o caso da Europa. Ao analisarmos por exemplo a rentabilidade de ligas de futebol europeias, é possível observar que poucas são capazes de gerar lucros ao final de seus exercícios.

### 3.4 Dívidas e investimentos

Ao analisarmos financeiramente um clube de futebol é importante entender o seu nível de endividamento para entender como o clube é capaz de manter o funcionamento de suas operações

e identificar a capacidade de pagamento de dívidas de um clube a partir da sua capacidade de geração de receitas e caixa.

No Brasil, especificamente, a questão de endividamento é uma pauta muito importante, pois ao calcular a dívida líquida dos principais clubes nacionais, identificamos casos de clubes com dívidas que ultrapassam a casa dos bilhões de reais.

Tabela 10 - Dívida líquida de clubes brasileiros em 2021

Clubes	Dívida Líquida 2021 (R\$ milhões)	Clubes	Dívida Líquida 2021 (R\$ milhões)
Atlético MG	BRL 1,315	Grêmio	BRL 236
Corinthians	BRL 963	Coritiba	BRL 225
Cruzeiro	BRL 723	Sport	BRL 195
Vasco	BRL 710	Bahia	BRL 176
São Paulo	BRL 632	América MG	BRL 101
Inter	BRL 578	Avai	BRL 101
Fluminense	BRL 501	Chapecoense	BRL 93
Botafogo	BRL 465	Ceará	BRL 49
Flamengo	BRL 450	Goiás	BRL 44
Athletico PR	BRL 450	Fortaleza	BRL 43
Palmeiras	BRL 449	Juventude	BRL 29
Santos	BRL 448	Cuiabá	BRL 12
RB Bragantino	BRL 331	Atlético GO	BRL 7

Fonte: Dados da XP Research elaboração própria

O grande desafio em relação ao endividamento não está apenas no controle da tomada de dívida, mas também no aumento da capacidade de geração de receitas que podem auxiliar no pagamento de tais passivos. Nos últimos 10 anos por exemplo, enquanto a dívida dos principais clubes nacionais cresce cerca de 2,2 vezes, a geração de receitas não foi capaz de acompanhar tal tendência, crescendo apenas 1,8 vezes, e tornando mais delicada a situação de clubes com altos níveis de endividamento.

Com os impactos da pandemia, o endividamento de clubes passa por um processo de redução em 2021, uma vez que em 2020, com os impactos nas linhas de receitas, clubes se viram obrigados a levantar mais dívidas para pagar os altos custos fixos de sua operação, principalmente os relacionados ao pagamento de salários de jogadores e funcionários.

Como exposto no item 2.1.4.2 deste trabalho, quando tratamos de alternativas de amortização de dívidas com a implementação de uma SAF, é interessante analisarmos a capacidade de pagamento de dívidas dos clubes levando em consideração 20% das receitas recorrentes dos clubes, como previsto no RCE.

Sendo assim, se considerarmos a média das receitas recorrentes dos principais clubes do Brasil nos anos de 2020 e 2021 e considerarmos como constante este valor para os próximos anos, podemos estimar quanto seria desprendido de uma SAF caso 20% destas receitas fossem direcionadas ao pagamento da dívida existente no ano de 2021. Segue abaixo, uma análise de número de anos que cada clube levaria para pagar suas dívidas existentes, considerando a metodologia e aproximação exemplificadas acima, onde apenas 20% das receitas recorrentes seriam destinados à amortização de passivos.

Tabela 11 - Simulação de tempo necessário para pagamento de dívida apenas com a utilização de receitas da SAF segundo o RCE

Clubes	Dívida Líquida 2021 (R\$ milhões)	Média de receitas recorrentes 2020/2021	20% direcionados ao RCE	Tempo de pagamento (anos)
Atlético MG	BRL 1,315	BRL 279	BRL 56	24
Corinthians	BRL 963	BRL 391	BRL 78	12
Cruzeiro	BRL 723	BRL 117	BRL 23	31
Vasco	BRL 710	BRL 144	BRL 29	25
São Paulo	BRL 632	BRL 295	BRL 59	11
Inter	BRL 578	BRL 265	BRL 53	11
Fluminense	BRL 501	BRL 182	BRL 36	14
Botafogo	BRL 465	BRL 95	BRL 19	25
Flamengo	BRL 450	BRL 648	BRL 130	3
Athletico PR	BRL 450	BRL 195	BRL 39	12
Palmeiras	BRL 449	BRL 597	BRL 119	4
Santos	BRL 448	BRL 236	BRL 47	10
RB Bragantino	BRL 331	BRL 188	BRL 38	9
Grêmio	BRL 236	BRL 318	BRL 64	4
Coritiba	BRL 225	BRL 77	BRL 15	15
Sport	BRL 195	BRL 76	BRL 15	13
Bahia	BRL 176	BRL 147	BRL 29	6
América MG	BRL 101	BRL 73	BRL 15	7
Avai	BRL 101	BRL 22	BRL 4	23
Chapecoense	BRL 93	BRL 42	BRL 8	11
Ceará	BRL 49	BRL 105	BRL 21	2
Goiás	BRL 44	BRL 46	BRL 9	5
Fortaleza	BRL 43	BRL 124	BRL 25	2
Juventude	BRL 29	BRL 45	BRL 9	3
Cuiabá	BRL 12	BRL 48	BRL 10	1
Atlético GO	BRL 7	BRL 81	BRL 16	0

Fonte: Dados do BTG Pactual, elaboração própria



Além da análise de dívidas, também é crucial entender o comportamento dos investimentos no setor de futebol atualmente.

O investimento em elenco e infraestrutura é um ponto de extrema importância para o sucesso financeiro de clubes de futebol. Tal argumento pode ser justificado pelo fato de que investimentos podem gerar um ciclo virtuoso para times que, ao melhorarem seu elenco e infraestrutura, são capazes de melhorar também seu desempenho em jogos, aumentando, portanto, seu potencial de geração de receitas e com isso possibilitando uma maior geração de caixa que pode ser utilizada em novos investimentos.

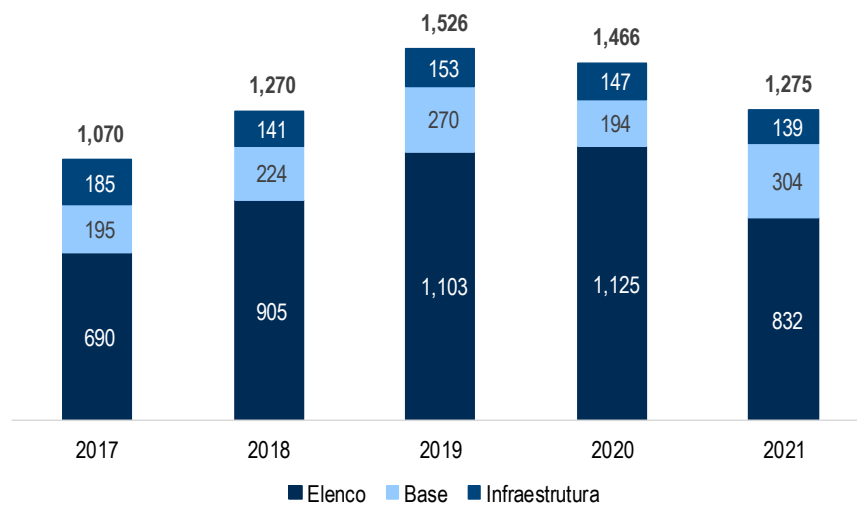
Investimentos podem ser subdivididos em três categorias principais sendo elas (i) investimentos em elenco profissional, (ii) investimentos na categoria de base e (iii) investimentos em infraestrutura.

Investimentos em elenco profissional são aqueles destinados a aquisição de novos jogadores via contratos. Por serem operações de alto valor agregado, tais investimentos são os mais representativos dentre os três mencionados em termos de volume financeiro. Em 2021, por exemplo, investimentos em elenco profissional representaram 65% dos investimentos totais (77% em 2020).

Investimentos em categorias de base são aqueles realizados com o intuito de treinar novos talentos para que estes possam futuramente integrar o elenco profissional do clube, ou serem vendidos para outros clubes a um preço maior do que o investido nestes. Vale lembrar que no Brasil, muitos clubes de divisões menos qualificadas e menor popularidade focam muito nesse tipo de investimento, uma vez que sua perpetuidade depende muito da negociação de atletas.

Por fim, investimentos em infraestrutura são relacionados aos aportes realizados para melhoria de centros de treinamento, estádios, equipamentos e outros ativos. Apesar de ser a vertical menos representativa dentre os investimentos, esta é vital para clubes que visam melhorar sua performance em campo e potencialmente aumentar sua geração de receitas com melhores negociações de direitos e receitas de premiações.

Gráfico 24 - Evolução e quebra de investimentos de times no Brasil (R\$ milhões)



Fonte: Dados da XP Research, elaboração própria

## **4 AVALIAÇÃO DE UM CLUBE DE FUTEBOL**

Com a indústria do futebol evoluindo no Brasil e a aprovação da Lei da SAF, como já tratado anteriormente neste trabalho, nasce a possibilidade de investimentos em clubes de futebol. No entanto, ao negociar a participação ou a compra de um clube é necessário que ele seja precificado de alguma maneira.

Como abordado no item 2.3, algumas técnicas de avaliação de empresas são mais utilizadas por investidores no mercado, porém quando se trata de futebol, nem todas apresentam um grau de assertividade grande.

Levando em consideração a abordagem fluxo de caixa descontado, apesar de sua vasta amplitude em termos de setores, no futebol esse método não se mostra muito eficaz, pois para utilizá-lo é necessário projetar algumas linhas com certo grau de assertividade. Infelizmente, se tratando de um setor com muitas incertezas e resultados com alto nível de volatilidade, o FCD acaba sendo descartado quando se visa dar valor a um clube.

Sendo assim, um dos métodos mais utilizados na indústria é o de análise de múltiplos, que se aplica bem em setores em que há menos previsibilidade de resultados e maior volatilidade de rentabilidade (Damodaran, 2012). Sabendo qual o método de avaliação econômico-financeira utilizar, o próximo passo é decidir quais clubes podemos utilizar como base no momento de comparação. Para isso, duas abordagens podem ser adotadas. Estas serão detalhadas abaixo:

### **4.1 Seleção de ativos comparáveis**

A primeira forma de selecionar ativos comparáveis seria utilizar como base clubes de futebol listados em bolsa (capital aberto) fora do Brasil, e a partir de seus valores de mercado e métricas financeiras decidir quais os múltiplos dos mesmos e quanto valeriam clubes brasileiros levando em consideração tais múltiplos.

Já a segunda abordagem seria a utilização dos valores oferecidos a clubes brasileiros para criação das primeiras SAFs no país e a partir disso determinar qual foram os múltiplos pagos em cada investimento, ou proposta de investimento. Assim, seria possível determinar um cenário de avaliação relativa mais próxima, apesar dos poucos pares utilizados.

#### 4.1.1 Valor de mercado de clubes listados em bolsa

Embora no Brasil, a abertura de capital de clubes ainda seja um tema muito novo e distante da realidade da indústria nacional, em outros países existem clubes de futebol que negociam participação de capital em bolsas de valores há décadas. O racional por trás dessa prática é possibilitar que investidores e torcedores sejam capazes de se aproximar das operações de um clube de futebol, detendo uma participação em seu capital, ajudando no valor de mercado de um time e até mesmo tendo a possibilidade de participar mais de perto das decisões estratégicas de um clube, que passam a ser mais transparentes e públicas.

Evidentemente, o valor de mercado de clubes, que é determinado a partir do preço das ações negociadas e a sua quantidade, varia de acordo com alguns fatores. O mais importante é a oferta e demanda que pode ajudar a elevar ou reduzir o preço de um papel negociado, porém outros fatores mais qualitativos acabam entrando na equação, quando se trata do mercado de futebol.

Dentre os fatores adicionais que alteram o valor de mercado de um clube e podem gerar flutuações de preços podemos destacar métricas financeiras de um clube (como nível de endividamento, por exemplo), performance de um clube em jogos recentes, movimentações de jogadores no mercado de transferências, contratos de patrocínio, rentabilidade, popularidade, entre outros.

Antes de analisar múltiplos de clubes devemos esclarecer quais times de futebol possuem capital aberto. Segue abaixo uma tabela com uma lista de clubes de futebol que possuem capital aberto e em quais bolsas de valores suas ações podem ser negociadas atualmente.

Tabela 12 - Lista de clubes com capital aberto em bolsa

Clube	Ticker da ação	Bolsa
<b>Manchester United</b>	MANU US	New York Stock Exchange
<b>Juventus</b>	JUVE IM	Borsa Italiana
<b>AS Roma</b>	ASR IM	Borsa Italiana
<b>Borussia Dortmund</b>	BVB GR	Frankfurt Stock Exchange
<b>Celtic</b>	CCP LN	London Stock Exchange
<b>Lazio</b>	SSL IM	Borsa Italiana
<b>Ajax</b>	AJAX NA	Amsterdam Stock Exchange
<b>Benfica</b>	SLBEN PL	Euronext Lisbon
<b>Sporting CP</b>	SCP PL	Euronext Lisbon
<b>FC Porto</b>	FCP PL	Euronext Lisbon

Fonte: Dados da Bloomberg, elaboração própria

#### 4.1.2 Propostas de investimentos em SAFs

Hoje, no Brasil, alguns clubes já aderiram o modelo de SAF enquanto outros já declararam interesse em se tornar Sociedades Anônimas. Se considerarmos as divisões A-D do futebol nacional, ao menos sete clubes já aderiram oficialmente o modelo de SAF, sendo eles descritos na tabela abaixo:

Tabela 13 - Sociedades Anônimas do Futebol no Brasil

Divisão	Clube	Sede	Estado	Estádio	Capacidade	CNPJ	Razão Social
A	América Mineiro	Belo Horizonte	Minas Gerais	Independência	23018	43.574.008/0001-74	America Futebol Clube Sociedade Anonima do Futebol
A	Botafogo	Rio de Janeiro	Rio de Janeiro	Nilton Santos	44661	44.705.141/0001-85	S.A.F Botafogo
A	Coritiba	Curitiba	Paraná	Couto Pereira	40502	45.240.156/0001-88	Coritiba Sociedade Anonima do Futebol
A	Cuiabá	Cuiabá	Mato Grosso	Arena Pantanal	44097	04.847.144/0001-39	Cuiaba Esporte Clube - Sociedade Anonima do Futebol
B	Cruzeiro	Belo Horizonte	Minas Gerais	Mineirão	61846	44.490.706/0001-54	Cruzeiro Esporte Clube - Sociedade Anonima do Futebol
C	Figueirense	Florianópolis	Santa Catarina	Orlando Scarpelli	19584	44.701.689/0001-57	Figueirense Futebol Clube S.A.F
D	Gama	Brasília	Distrito Federal	Bezerrão	20310	44.696.966/0001-80	Gama Sociedade Anonima de Futebol

Fonte: Dados do BTG Pactual, elaboração própria

No entanto, apesar de SAFs, nem todos os clubes já receberam investimentos de terceiros, portanto, nem todos poderiam ser utilizados na análise de múltiplos uma vez que não foi precificada uma operação a seu respeito ainda.

Porém, alguns clubes já receberam propostas de investimentos em suas SAFs, mesmo ainda não tendo adotado oficialmente o modelo, e a partir disso podemos utilizá-los como ativos comparáveis para determinar múltiplos de mercado adequados. Sendo assim, é importante especificar quais são esses clubes e qual o racional de cada oferta.

O primeiro clube a ser analisado é o Cruzeiro, um dos primeiros clubes a adotar o modelo de SAF a partir do desmembramento de seu departamento de futebol. Rebaixado para a segunda divisão em 2019 e com um alto nível de endividamento, o clube se utiliza da SAF como uma alternativa de recuperação financeira e de performance.

A proposta de investimento na SAF do Cruzeiro foi estruturada pelo ex-jogador Ronaldo Luis Nazário de Lima (conhecido popularmente como Ronaldo Fenômeno), também dono de um clube espanhol de futebol chamado Real Valladolid. O ex-jogador ofereceu um valor de R\$400

milhões para a aquisição de 90% das ações da SAF, sendo uma a parcela paga à vista e outra a ser paga futuramente com receitas geradas pela própria SAF.

O segundo clube utilizado na análise é o Botafogo, time carioca que assinou um acordo de venda de 90% de suas ações para o investidor americano John Textor, também por um montante de R\$400 milhões. A situação financeira do clube se assemelha à do Cruzeiro, com alto nível de endividamento e tendo sido rebaixado recentemente, em 2020, antes de voltar a atuar na primeira divisão em 2022.

O pagamento do investimento será feito também com uma parcela à vista e o restante distribuído em pagamentos e investimentos ao longo dos próximos 3 anos. John Textor é um investidor conhecido na indústria do esporte, tendo participação no clube belga RWD Molenbeek e sendo sócio do clube inglês Crystal Palace.

O terceiro clube que será utilizado como parâmetro na análise é o Vasco da Gama, que assinou um memorando de entendimento com o fundo de investimentos alternativos americano, *777 Partners*. A proposta de investimento estruturada prevê a compra de uma participação acionária de 70% da SAF por um valor de R\$700 milhões.

Assim como nos outros investimentos, o investidor, *777 Partners*, também possui experiência na indústria de esportes, sendo dono do clube de futebol italiano, Genoa, e com participação minoritária no espanhol, Sevilla.

Como complemento para a análise, apesar de ser uma proposta de investimento que não foi aceita, adicionaremos também em nosso cálculo a proposta realizada pelo conglomerado esportivo *City Football Group* (CFG). O CFG é um grupo dono de diversos clubes, incluindo o Manchester City, na Inglaterra, e no primeiro trimestre deste ano estendeu uma proposta ao Atlético Mineiro, prevendo a aquisição de 51% das ações de sua eventual SAF por um valor aproximado de R\$1,0 bilhão.

Apesar do acordo não ter sido fechado, é importante adicionar tal proposta em nossa análise, pois ajuda no entendimento de valores que investidores estão dispostos a alocar em clubes de futebol no Brasil, tendo em mente seu desempenho financeiro nos últimos anos.

Tabela 14 – Propostas de investimentos em SAFs (ou possíveis SAFs)

Clube	Valor da operação	Participação
Cruzeiro Esporte Clube	BRL 400,000,000	90%
Botafogo de Futebol e Regatas	BRL 400,000,000	90%
Club de Regatas Vasco da Gama	BRL 700,000,000	70%
Clube Atlético Mineiro	BRL 1,000,000,000	51%

Fonte: Dados do BTG Pactual, elaboração própria

## 4.2 Escolha de múltiplos

Como já descrito no item 2.3.2, os múltiplos utilizados na análise relativa são compostos por uma métrica de valor e uma métrica financeira.

Para a análise dos clubes listados em bolsa a métrica de valor a ser analisada será o próprio valor de mercado da companhia, obtido a partir da multiplicação do número de ações em negociação pelo preço de cada ação. Já no caso da análise de propostas de investimentos em SAFs precedentes, o múltiplo de valor utilizado será o valor pago (ou oferecido) pela participação no clube.

Sendo assim, o próximo passo é selecionar uma métrica financeira para compor o múltiplo de forma que este seja significativo.

Tratando-se da indústria do futebol, algumas métricas financeiras comumente utilizadas em avaliação relativa em outros setores não são significativas pelo fato do setor ser muito imprevisível e com métricas muito voláteis.

Sendo assim, múltiplos comuns como Preço sobre o Lucro (do inglês, *Price to Earnings* – P/E), Valor de Mercado sobre EBITDA (do inglês, *Enterprise Value to EBITDA* – EV/EBITDA) e Preço sobre Patrimônio Líquido (do inglês, *Price to Book Value* – P/BV), acabam sendo descartados pois todas essas métricas financeiras são relativamente voláteis e de difícil previsibilidade.

Sob tal perspectiva, a métrica financeira mais utilizada em cálculos de múltiplos no mercado de esportes é a receita, sendo mais indicada a receita recorrente em casos de mercados com altos níveis de receitas não-recorrentes. Os motivos dessa escolha são baseados nos fatos de que receitas de clubes são menos voláteis do que resultados, existe uma maior comparabilidade de

estrutura de receitas de clubes diferentes do que outras métricas e receitas, no geral, costumam ser menos distorcidas por eventos extraordinários e incertezas.

Logo, a partir do valor de mercado de clubes listados em bolsa e suas respectivas receitas é possível calcular um múltiplo significativo de Valor de Mercado sobre Receitas (do inglês, *Enterprise Value to Revenues*).

Tabela 15 - Múltiplos de clubes listados em bolsa

Clube	Ticker da ação	Valor de mercado	Múltiplo
Manchester United	MANU US	\$1,864,751,600	2.7x
Juventus	JUVE IM	\$998,703,900	1.4x
AS Roma	ASR IM	\$282,201,100	1.6x
Borussia Dortmund	BVB GR	\$409,766,300	1.0x
Celtic	CCP LN	\$141,537,600	1.6x
Lazio	SSL IM	\$71,542,800	0.7x
Ajax	AJAX NA	\$228,308,000	1.3x
Benfica	SLBEN PL	\$81,455,300	n.a
Sporting CP	SCP PL	\$57,032,300	0.4x
FC Porto	FCP PL	\$19,270,900	0.1x
<b>Média</b>		<b>\$415,456,980</b>	<b>1.9x</b>

Fonte: Dados da Bloomberg, elaboração própria

Para a análise de propostas de investimentos em SAFs, a lógica utilizada é similar, porém o múltiplo utilizado será o Valor do Investimento sobre Receita dos clubes. Em busca de uma maior profundidade da análise, seguem duas análises de múltiplos, uma realizada a partir das receitas recorrentes de clubes e outra utilizando a receita total.

Tabela 16 - Múltiplos de propostas de investimentos em SAFs (Receita Recorrente)

Clube	Valor da operação	Participação	Valor implícito do clube	Receita Recorrente	Múltiplo
Cruzeiro Esporte Clube	BRL 400,000,000	90%	BRL 444,444,444	BRL 123,000,000	3.6x
Botafogo de Futebol e Regatas	BRL 400,000,000	90%	BRL 444,444,444	BRL 86,000,000	5.2x
Club de Regatas Vasco da Gama	BRL 700,000,000	70%	BRL 1,000,000,000	BRL 125,000,000	8.0x
Clube Atlético Mineiro	BRL 1,000,000,000	51%	BRL 1,960,784,314	BRL 433,000,000	4.5x
<b>Média</b>	<b>BRL 625,000,000</b>	<b>75%</b>	<b>BRL 962,418,301</b>	<b>BRL 191,750,000</b>	<b>5.4x</b>

Fonte: Dados do BTG Pactual, elaboração própria



Tabela 17 - Múltiplos de propostas de investimentos em SAFs (Receita Total)

Clube	Valor da operação	Participação	Valor implícito do clube	Receita Total	Múltiplo
<b>Cruzeiro Esporte Clube</b>	BRL 400,000,000	90%	BRL 444,444,444	BRL 154,000,000	2.9x
<b>Botafogo de Futebol e Regatas</b>	BRL 400,000,000	90%	BRL 444,444,444	BRL 122,000,000	3.6x
<b>Club de Regatas Vasco da Gama</b>	BRL 700,000,000	70%	BRL 1,000,000,000	BRL 186,000,000	5.4x
<b>Clube Atlético Mineiro</b>	BRL 1,000,000,000	51%	BRL 1,960,784,314	BRL 506,000,000	3.9x
<b>Média</b>	<b>BRL 625,000,000</b>	<b>75%</b>	<b>BRL 962,418,301</b>	<b>BRL 242,000,000</b>	<b>4.1x</b>

Fonte: Dados do BTG Pactual, elaboração própria

### 4.3 Análise de múltiplos

A partir das análises propostas acima é possível perceber que o patamar dos múltiplos de clubes listados em bolsa e dos múltiplos das propostas de investimentos em SAFs dos clubes brasileiros são diferentes.

Isso pode ser explicado por fatores locais que tornam o setor do futebol diferente em cada economia. Enquanto na Europa, por exemplo, a indústria do futebol se mostra mais evoluída e estabelecida, no Brasil, o desempenho de clubes ainda é inferior, com receitas menores, o que impacta diretamente os múltiplos.

Além disso, o valor pago em propostas de investimentos em SAFs não necessariamente são traduzidos como valor de mercado de um clube, pois nessa negociação leva-se em consideração outros aspectos financeiros como investimentos e dívidas, além de considerar aspectos qualitativos como potencial de crescimento do setor no Brasil, impactos da estrutura de SAFs para a indústria brasileira, potencial de melhoria de performance de clubes, entre outros.

No caso dos múltiplos de clubes listados em bolsa, o valor médio calculado (1.9x) é ponderado pelo valor de mercado de cada clube para tornar a média mais significativa. Tanto valores de mercado quanto múltiplos de receita foram obtidos a partir de bases de mercado já compiladas pela *Bloomberg*, o que é válido para a metodologia de análise relativa (Damodaran, 2012).

Já no caso de múltiplos de propostas de investimentos em SAFs de clubes brasileiros, as médias apresentadas acima (5,4x para receita recorrente e 4,1x para receita total) são ponderadas pelos valores implícitos oferecidos em cada proposta. Essa abordagem é uma forma de tornar o número mais significativo do que na utilização de uma média aritmética que não leva em consideração a dimensão e potencial de geração de receita de cada clube.

#### **4.4 Precificação de clubes brasileiros**

Estipular um valor para um clube de futebol no geral é um processo complexo e composto por incertezas. Tais incertezas se potencializam ainda mais ao adotarmos como foco de nossa análise o cenário da indústria de futebol brasileira, que passa por um processo de transformação contínuo e profundo.

Apesar disso, é possível utilizar premissas de mercado para aproximar o valor justo a ser pago por um clube. Apesar dos múltiplos calculados acima em propostas de investimentos parecerem elevados em relação aos múltiplos observados em clubes listados, é importante destacar mais uma vez que existe uma diferença entre o valor real de um clube, e o quanto efetivamente é pago por ele.

As propostas de investimento feitas em SAFs ao longo dos últimos meses acabam precificando não apenas o valor da franquia, mas também a situação econômica atual de cada clube, o potencial de melhoria com a adoção de um modelo de sociedade anônima, as dívidas de cada time e os potenciais de melhora em infraestrutura e elenco a partir de investimentos.

Colocando de lado tais fatores qualitativos, podemos propor uma análise direta e quantitativa entre múltiplos de receita dos clubes brasileiros, que estão passando por transformações, e múltiplos de receitas de clubes já bem estabelecidos e com capital aberto. Tal análise nos permite balizar os múltiplos de cada grupo de time de uma maneira em que seja possível calcular um “meio termo” entre o cenário de clubes em fase inicial de transformação e o cenário de clubes inseridos em mercados mais evoluídos.

Sendo assim, pode-se estabelecer um paralelo entre o valor de mercado de clubes listados em bolsa com o valor implícito nas propostas de investimentos em SAFs no Brasil. Dessa maneira, ao convertermos todos os valores para uma moeda comum, no caso dólar, e ponderar os múltiplos de receita de todos os grupos em um conjunto unificado, é possível mitigar os efeitos de fase de mercado de cada time e encontrar um múltiplo mais universalizado para atribuir um valor real para clubes de futebol no Brasil.

A seguir, estão presentes duas tabelas de análise de múltiplos com um múltiplo médio ponderado a partir do valor de mercado de clubes, nos casos de times listados em bolsa, ou a partir

de valores implícitos em negociações de investimentos em SAFs no Brasil. A diferença entre cada análise é o tipo de receita utilizada nos múltiplos das SAFs, que podem ser recorrentes ou totais.

Tabela 18 - Análise agregada de múltiplos (com receitas recorrentes de clubes brasileiros)

Clube	Valor de mercado	Múltiplo
Manchester United	\$1,864,751,600	2.7x
Juventus	\$998,703,900	1.4x
AS Roma	\$282,201,100	1.6x
Borussia Dortmund	\$409,766,300	1.0x
Celtic	\$141,537,600	1.6x
Lazio	\$71,542,800	0.7x
Ajax	\$228,308,000	1.3x
Benfica	\$81,455,300	n.a
Sporting CP	\$57,032,300	0.4x
FC Porto	\$19,270,900	0.1x
Cruzeiro Esporte Clube	\$85,470,085	3.6x
Botafogo de Futebol e Regatas	\$85,470,085	5.2x
Club de Regatas Vasco da Gama	\$192,307,692	8.0x
Clube Atlético Mineiro	\$377,073,906	4.5x
<b>Média</b>	<b>\$349,635,112</b>	<b>2.4x</b>

Fonte: Dados da Bloomberg, dados do BTG Pactual, elaboração própria

Tabela 19 - Análise agregada de múltiplos (com receitas totais de clubes brasileiros)

Clube	Valor de mercado	Múltiplo
Manchester United	\$1,864,751,600	2.7x
Juventus	\$998,703,900	1.4x
AS Roma	\$282,201,100	1.6x
Borussia Dortmund	\$409,766,300	1.0x
Celtic	\$141,537,600	1.6x
Lazio	\$71,542,800	0.7x
Ajax	\$228,308,000	1.3x
Benfica	\$81,455,300	n.a
Sporting CP	\$57,032,300	0.4x
FC Porto	\$19,270,900	0.1x
Cruzeiro Esporte Clube	\$85,470,085	2.9x
Botafogo de Futebol e Regatas	\$85,470,085	3.6x
Club de Regatas Vasco da Gama	\$192,307,692	5.4x
Clube Atlético Mineiro	\$377,073,906	3.9x
<b>Média</b>	<b>\$349,635,112</b>	<b>2.2x</b>

Fonte: Dados da Bloomberg, dados do BTG Pactual, elaboração própria

Para os múltiplos de receita de clubes listados em bolsas, são utilizadas receitas totais, pois diferente do cenário Brasileiro, em que taxas de juros e assimetria entre entrada e saída de jogadores tornam as receitas de transferências muito mais voláteis, na Europa, essa linha impacta muito menos as flutuações de receita de clubes.

#### **4.4.1 Expandindo a análise**

Além da comparação de múltiplos de clubes com capital aberto em bolsa, e negociações de participação em SAFs no Brasil, o estudo pode ser expandido para mais clubes de futebol, porém utilizando como base os valores de mercado atribuídos a clubes, calculados por especialistas do mercado esportivo. Empresas de consultoria ou equipes de análise de operações no setor de esporte costumam divulgar periodicamente listas de valores de mercado de clubes estrangeiros, obtidas por modelos de precificação proprietários.

A partir da análise desses valores de clubes, e os dados de receitas que podem ser obtidos através de demonstrações financeiras de times de futebol, também é possível estruturar uma análise relativa de valor sobre receitas de um grupo expandido de clubes.

Para a realização dessa análise adicional, será utilizado como base um estudo da Football Benchmark, uma empresa que surgiu a partir da célula de análise de esportes da KPMG e que publica trimestralmente análises econômicas de clubes de futebol europeus a partir de um método de precificação proprietário.

Neste modelo, é calculado o valor de mercado de times a partir do patrimônio dos clubes, somado à suas dívidas totais, descontadas de caixa e equivalentes. Tal metodologia leva em consideração o valor de um clube independente de sua estrutura de capital, também a partir de uma análise de múltiplos de receitas, que são mais simples e diretos de comparar, são sempre positivos e menos voláteis do que lucro.

Além dos aspectos financeiros de cada clube, a análise que será apresentada leva em consideração cinco pilares que podem ajustar os múltiplos de cada clube, sendo eles (i) lucratividade, (ii) popularidade, (iii) potencial esportivo, (iv) direitos de transmissão e (v) posse de estádio.

A lucratividade é avaliada em relação a métricas de eficiência que relacionam custos e despesas de pessoal com receitas, assim como já descrito anteriormente no item 3.2. Em relação a

popularidade, o algoritmo de cálculo de valor de clubes da Football Benchmark considera também o nível de engajamento de torcedores de clubes em suas respectivas redes sociais, uma vez que esse fator pode ser relacionado ao desempenho de um clube em campo.

A respeito de potencial esportivo, os múltiplos são ajustados com base no valor do elenco de cada clube. Jogadores de futebol possuem valor de mercado que refletem suas características profissionais, como idade, experiência, desempenho em campo, posição, entre outros. Além disso, é adicionado no cálculo o valor dos direitos de transmissão em acordados com canais de distribuição e o tipo de negociação utilizada, o que impacta diretamente o potencial de geração de receita de clubes.

Por fim, o último aspecto levado em consideração no modelo de precificação a seguir é a posse de um estádio, que influencia diretamente no potencial de geração de receitas de bilheteria de cada time.

Segue abaixo, uma relação de intervalos de valores de 24 clubes de futebol atuantes em ligas de futebol europeu e seus respectivos pontos médios.

Tabela 20 – Valor estimado de 24 clubes de futebol europeus (€ milhões)

Clube	Valor mínimo	Valor Máximo	Média	Clube	Valor mínimo	Valor Máximo	Média
Real Madrid	€ 3,079	€ 3,289	€ 3,184	Borussia Dortmund	€ 1,177	€ 1,275	€ 1,226
Manchester United	€ 2,776	€ 2,989	€ 2,883	Internazionale Milano	€ 952	€ 1,041	€ 997
Barcelona	€ 2,710	€ 2,918	€ 2,814	AC Milan	€ 544	€ 613	€ 579
Bayern Munchen	€ 2,653	€ 2,845	€ 2,749	West Ham	€ 515	€ 567	€ 541
Liverpool	€ 2,469	€ 2,643	€ 2,556	Leicester City	€ 502	€ 550	€ 526
Manchester City	€ 2,398	€ 2,567	€ 2,483	SSC Napoli	€ 462	€ 505	€ 484
Chelsea	€ 2,098	€ 2,259	€ 2,179	Atalanta	€ 432	€ 475	€ 454
PSG	€ 2,049	€ 2,215	€ 2,132	Everton	€ 428	€ 472	€ 450
Tottenham Hotspur	€ 1,838	€ 1,987	€ 1,913	AS Roma	€ 392	€ 434	€ 413
Juventus	€ 1,534	€ 1,659	€ 1,597	Sevilla	€ 372	€ 408	€ 390
Arsenal	€ 1,523	€ 1,646	€ 1,585	Aston Villa	€ 292	€ 324	€ 308
Atlético de Madrid	€ 1,179	€ 1,290	€ 1,235	SS Lazio	€ 286	€ 318	€ 302

Fonte: Dados do Football Benchmark, elaboração própria

A partir das estimativas de valor de mercado de cada clube, para calcular os múltiplos de receita é necessário utilizar alguma métrica de receita dos clubes listados. Segue abaixo uma relação das receitas totais dos 24 clubes listados acima no ano de 2021.

Tabela 21 – Receitas totais de clubes europeus em 2021 (€ milhões)

Clube	Receita 2021	Clube	Receita 2021
Real Madrid	€ 641	Borussia Dortmund	€ 338
Manchester United	€ 558	Internazionale Milano	€ 331
Barcelona	€ 582	AC Milan	€ 216
Bayern Munchen	€ 611	West Ham	€ 222
Liverpool	€ 550	Leicester City	€ 256
Manchester City	€ 545	SSC Napoli	€ 175
Chelsea	€ 493	Atalanta	€ 188
PSG	€ 556	Everton	€ 218
Tottenham Hotspur	€ 406	AS Roma	€ 190
Juventus	€ 434	Sevilla	€ 200
Arsenal	€ 367	Aston Villa	€ 207
Atlético de Madrid	€ 333	SS Lazio	€ 164

Fonte: Dados da Deloitte, elaboração própria

Em posse das estimativas de valor de cada clube e suas respectivas receitas no ano de 2021, é possível replicar a análise de múltiplos apresentada no item 4.3. deste trabalho. Segue abaixo uma tabela com os respectivos múltiplos de receita de cada um dos 24 clubes em questão.

Tabela 22 – Análise de múltiplos de receita a partir de estimativas de valor de clubes europeus

Clube	Valor Médio	Receita 2021	Múltiplo	Clube	Valor Médio	Receita 2021	Múltiplo
Real Madrid	€ 3,184	€ 641	5.0x	Borussia Dortmund	€ 1,226	€ 338	3.6x
Manchester United	€ 2,883	€ 558	5.2x	Internazionale Milano	€ 997	€ 331	3.0x
Barcelona	€ 2,814	€ 582	4.8x	AC Milan	€ 579	€ 216	2.7x
Bayern Munchen	€ 2,749	€ 611	4.5x	West Ham	€ 541	€ 222	2.4x
Liverpool	€ 2,556	€ 550	4.6x	Leicester City	€ 526	€ 256	2.1x
Manchester City	€ 2,483	€ 545	4.6x	SSC Napoli	€ 484	€ 175	2.8x
Chelsea	€ 2,179	€ 493	4.4x	Atalanta	€ 454	€ 188	2.4x
PSG	€ 2,132	€ 556	3.8x	Everton	€ 450	€ 218	2.1x
Tottenham Hotspur	€ 1,913	€ 406	4.7x	AS Roma	€ 413	€ 190	2.2x
Juventus	€ 1,597	€ 434	3.7x	Sevilla	€ 390	€ 200	2.0x
Arsenal	€ 1,585	€ 367	4.3x	Aston Villa	€ 308	€ 207	1.5x
Atlético de Madrid	€ 1,235	€ 333	3.7x	SS Lazio	€ 302	€ 164	1.8x
Média					€ 2,276	€ 506	4.5x

Fonte: Dados da Football Benchmark, dados da Deloitte, elaboração própria

Vale ressaltar que os múltiplos foram calculados a partir do ponto médio do intervalo de valor de cada time estimado pela Football Benchmark. Ademais, o múltiplo médio obtido a partir da análise adicional é ponderado pela estimativa de valor de cada clube para tornar o número mais representativo.

Como observado acima, os múltiplos obtidos para os clubes são superiores aos múltiplos obtidos na primeira análise de clubes (listados em bolsa). Isso pode ser justificado pela diferença na maneira de calcular o valor de cada clube.

Enquanto na análise de times com capital aberto o valor considerado é o seu *market share*, na análise mais atual o valor levado em consideração inclui outros aspectos quantitativos como dívida líquida, além de ajustes a partir de indicadores qualitativos, como popularidade, potencial esportivo, posse de um estádio, lucratividade e direitos audiovisuais.

Sendo assim, levando em consideração o que foi discutido no item 4.3., a respeito de como as propostas de investimentos em SAFs no Brasil consideram métricas qualitativas, podemos concluir que a comparação dos múltiplos de operações no Brasil é mais significativa quando realizada com a análise de múltiplos obtida a partir de estimativas da Football Benchmark.

Apesar de ser uma alternativa viável, a comparação com múltiplos de clubes listados em bolsa acaba se distanciando da realidade atual do setor brasileiro, tanto por não precificarem dívida líquida, tanto por não levarem em consideração fatores macro e qualitativos do mercado.

Assim, segue abaixo uma nova análise expandida de múltiplos com os clubes brasileiros inseridos, também ponderada pelo valor estimado de clubes europeus e valores de propostas de investimentos em SAFs no Brasil.

Assim como na primeira análise, serão apresentadas duas tabelas de múltiplos agregados, sendo a primeira relacionada às receitas recorrentes dos clubes brasileiros de futebol que receberam propostas de investimentos em suas SAFs, e a segunda referente as receitas totais dos mesmos clubes.

Tabela 23 – Análise agregada de múltiplos com estimativas de valor de clubes europeus –  
Receitas recorrentes de SAFs (€ milhões)

Clube	Valor Médio	Receita 2021	Múltiplo	Clube	Valor Médio	Receita 2021	Múltiplo
Real Madrid	€ 3,184	€ 641	5.0x	AC Milan	€ 579	€ 216	2.7x
Manchester United	€ 2,883	€ 558	5.2x	West Ham	€ 541	€ 222	2.4x
Barcelona	€ 2,814	€ 582	4.8x	Leicester City	€ 526	€ 256	2.1x
Bayern Munchen	€ 2,749	€ 611	4.5x	SSC Napoli	€ 484	€ 175	2.8x
Liverpool	€ 2,556	€ 550	4.6x	Atalanta	€ 454	€ 188	2.4x
Manchester City	€ 2,483	€ 545	4.6x	Everton	€ 450	€ 218	2.1x
Chelsea	€ 2,179	€ 493	4.4x	AS Roma	€ 413	€ 190	2.2x
PSG	€ 2,132	€ 556	3.8x	Sevilla	€ 390	€ 200	2.0x
Tottenham Hotspur	€ 1,913	€ 406	4.7x	Aston Villa	€ 308	€ 207	1.5x
Juventus	€ 1,597	€ 434	3.7x	SS Lazio	€ 302	€ 164	1.8x
Arsenal	€ 1,585	€ 367	4.3x	Cruzeiro Esporte Clube	€ 80	€ 22	3.6x
Atlético de Madrid	€ 1,235	€ 333	3.7x	Botafogo de Futebol e Regatas	€ 80	€ 16	5.2x
Borussia Dortmund	€ 1,226	€ 338	3.6x	Club de Regatas Vasco da Gama	€ 181	€ 23	8.0x
Internazionale Milano	€ 997	€ 331	3.0x	Clube Atlético Mineiro	€ 354	€ 78	4.5x
				Média	€ 1,238	€ 318	4.2x

Fonte: Dados da Football Benchmark, dados da Deloitte, dados do BTG Pactual, elaboração própria

Tabela 24 - Análise agregada de múltiplos com estimativas de valor de clubes europeus –  
Receitas totais de SAFs (€ milhões)

Clube	Valor Médio	Receita 2021	Múltiplo	Clube	Valor Médio	Receita 2021	Múltiplo
Real Madrid	€ 3,184	€ 641	5.0x	AC Milan	€ 579	€ 216	2.7x
Manchester United	€ 2,883	€ 558	5.2x	West Ham	€ 541	€ 222	2.4x
Barcelona	€ 2,814	€ 582	4.8x	Leicester City	€ 526	€ 256	2.1x
Bayern Munchen	€ 2,749	€ 611	4.5x	SSC Napoli	€ 484	€ 175	2.8x
Liverpool	€ 2,556	€ 550	4.6x	Atalanta	€ 454	€ 188	2.4x
Manchester City	€ 2,483	€ 545	4.6x	Everton	€ 450	€ 218	2.1x
Chelsea	€ 2,179	€ 493	4.4x	AS Roma	€ 413	€ 190	2.2x
PSG	€ 2,132	€ 556	3.8x	Sevilla	€ 390	€ 200	2.0x
Tottenham Hotspur	€ 1,913	€ 406	4.7x	Aston Villa	€ 308	€ 207	1.5x
Juventus	€ 1,597	€ 434	3.7x	SS Lazio	€ 302	€ 164	1.8x
Arsenal	€ 1,585	€ 367	4.3x	Cruzeiro Esporte Clube	€ 80	€ 22	2.9x
Atlético de Madrid	€ 1,235	€ 333	3.7x	Botafogo de Futebol e Regatas	€ 80	€ 16	3.6x
Borussia Dortmund	€ 1,226	€ 338	3.6x	Club de Regatas Vasco da Gama	€ 181	€ 23	5.4x
Internazionale Milano	€ 997	€ 331	3.0x	Clube Atlético Mineiro	€ 354	€ 78	3.9x
				Média	€ 1,238	€ 318	4.1x

Fonte: Dados da Football Benchmark, dados da Deloitte, dados do BTG Pactual, elaboração própria

Dessa forma, a partir das análises apresentadas acima, é possível concluir que para estimar o valor de clubes brasileiros o modelo de avaliação relativa com múltiplos de receitas é o mais indicado. No entanto, o processo de seleção de pares e a metodologia de precificação utilizada



pode alterar drasticamente o patamar do múltiplo ponderado médio obtido, o que impacta diretamente a estimativa de valor de um clube brasileiro.

Sendo assim, levando em consideração as abordagens de comparação com clubes listados em bolsa e de valores estimados por profissionais do mercado, cada um possui sua utilidade.

Caso um investidor deseje calcular uma aproximação do valor de um clube de futebol no Brasil hoje, é mais indicada a segunda abordagem, em que são considerados valores de clubes com suas respectivas dívidas líquidas e outros fatores qualitativos. Isso pode ser justificado pelo fato deste método ser mais completo e melhor comparável com a situação atual de times brasileiros, que possuem grande potencial de melhoras no seu setor e altos níveis de endividamento.

No entanto, caso investidores desejem estruturar estimativas de valor de mais longo prazo dentro do mercado de clubes de futebol, a análise de valor patrimonial (de clubes com capital aberto) pode ser mais interessante, pois não considera métricas com alto nível de incerteza e podem apresentar um valor mais conservador e próximo do real em um panorama de longo prazo.

## 5 CONCLUSÃO

A indústria do futebol passa por constantes transformações, tanto no Brasil, quanto no mundo. Alguns mercados são mais desenvolvidos, com clubes com maior valor e campeonatos mais competitivos, enquanto outros buscam melhorar seu setor futebolístico e aproveitar do potencial de aumento de receitas que podem ser geradas.

Dentro dessa realidade, foi aprovada em agosto de 2021 a Lei da SAF, que representou um passo muito importante para a evolução do setor no Brasil. Tanto em relação ao modelo de organização e práticas de governança dos clubes, quanto no que diz respeito a criação de oportunidades de investimentos em clubes, a SAF é um processo transformacional e sua implementação no país se trata de algo disruptivo.

Diante dessa nova realidade, com a emissão de ações por clubes e possibilidades de investimentos em times de futebol, nasce também a questão de como é possível analisar economicamente e financeiramente clubes de futebol no Brasil.

No decorrer desse trabalho, foram abordados alguns conceitos de contabilidade e métodos de avaliação de empresas que podem ser aplicados a clubes de futebol. Além disso, foi realizada uma análise setorial da indústria de futebol, suas particularidades e o modo de estruturação de uma demonstração de resultado de exercício de um clube.

Tendo em mente as particularidades do setor e as suas incertezas, pudemos concluir que alguns métodos de avaliação de empresas são mais recomendados no momento de analisar financeiramente um clube.

A partir das características e dinâmicas financeiras de clubes é possível concluir que a melhor maneira de se precificar um ativo do setor de futebol (clube) é utilizando análise relativa de múltiplos. Assim, para determinar o preço de um clube é necessário selecionar um grupo de controle de outros times e a partir destes determinar quais são os múltiplos mais significativos para a comparação.

No total, três principais grupos de pares foram considerados na avaliação de um clube de futebol, sendo eles (i) uma lista de clubes listados em bolsas de valores, (ii) clubes brasileiros que já receberam propostas de investimentos de fundos ou investidores profissionais e (iii) clubes de futebol europeus avaliados por profissionais do mercado de esportes.

Um ponto importante da análise foi determinar qual o melhor múltiplo a ser utilizado como base para precificar times. A partir das dinâmicas de resultado dos clubes, é possível concluir que as melhores métricas financeiras utilizadas são as receitas dos clubes (totais ou recorrentes). Isso é justificado pelo fato de rentabilidade e resultados financeiros de clubes de futebol, no geral, serem muito voláteis e imprevisíveis, podendo variar substancialmente dependendo dos acontecimentos de um ano fiscal.

A partir das listas de clubes e da seleção de um múltiplo significativo, foi possível estruturar análises de múltiplos médio para os clubes, levando em consideração os valores de mercado de clubes listados em bolsa, o valor implícito de ofertas de investimentos em SAFs no Brasil e os valores atribuídos a clubes por analistas financeiros.

Com isso, é possível identificar uma diferença de patamar entre os múltiplos médio de clubes listados (ponderado pelo valor de mercado), os múltiplos médios de SAFs (ponderados pelos valores implícitos de investimentos ou propostas de investimento) e os múltiplos médios de clubes avaliados por analistas (ponderados pelo ponto médio do intervalo de valor atribuído a cada time).

A partir dos grupos de clubes, foram estruturadas duas metodologias de obtenção de múltiplos que possam ser utilizados na precificação de clubes de futebol no Brasil. A primeira, considera o grupo formado por clubes listados em bolsa e as SAFs que receberam propostas de investimentos atualmente. A segunda conta com a comparação de múltiplos de clubes avaliados por profissionais e as SAFs novamente.

Como discutido anteriormente, cada abordagem possui sua utilidade prática, portanto a realização desse trabalho foi capaz de ressaltar duas possíveis abordagens de avaliação econômico-financeira de clubes de futebol no Brasil.

A primeira, mais focada em uma análise de curto prazo, se utiliza da metodologia de análise relativa comparando múltiplos de clubes ajustados a suas dívidas líquidas e aspectos qualitativos.

Já a segunda é mais útil ao analisar o setor em um horizonte de tempo mais amplo, em que a comparação com múltiplos de clubes listados em bolsa pode ser mais conservadora e previsível.

## 5.1 Objetivos *versus* resultados

A estruturação deste trabalho visava a apresentação de um panorama geral do setor do futebol no Brasil e no mundo, apresentar as mudanças na legislação referente a estruturação de clubes de futebol no país e propor uma avaliação financeira de times de futebol.

Tais objetivos foram atingidos com a elaboração de uma análise setorial com destaques para as dinâmicas financeiras de clubes, uma explicação em detalhes da aprovação da nova Lei da SAF e suas mudanças no setor, e uma proposta de avaliação de clubes de futebol a partir de múltiplos de receitas de times estrangeiros.

Como mencionado no início do trabalho, cada país possui suas características próprias do setor de futebol, com nuances a serem consideradas. Sendo assim, apesar de ilustrativa e elucidativa, a proposta de avaliação de clubes utilizando múltiplos de times europeus apresentada neste trabalho não é uma maneira totalmente precisa de se precificar um clube brasileiro.

Devido às diferenças de maturidade de mercado, dinâmicas financeiras, modelos de negociação de direitos audiovisuais, níveis de endividamento e investimentos de clubes, entre outros fatores, a melhor maneira de se comparar múltiplos no Brasil é a partir de uma análise complexa e aprofundada dos clubes nacionais.

Infelizmente, por enquanto, o setor ainda vem apresentando os primeiros sinais de evolução e a disponibilidade e abertura de dados financeiros de clubes ainda é extremamente limitada, o que dificulta que uma análise tão profunda seja realizada no momento.

Sendo assim, vale destacar a importância em continuar acompanhando as dinâmicas do setor e investindo nas melhorias da indústria. Isso pode ajudar a fomentar pesquisas e estudos realizados em clubes, assim como incentivar os times a organizar melhor as suas informações, o que pode ser de grande utilidade para possíveis investidores e pesquisadores do setor.

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Financial management**: theory and practice. 12. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2013. 1071 p.

DAMODARAN, A. **Investment valuation**: Tools and techniques for determining the value of any asset. 3. ed. rev. [S. l.]: Wiley, 2012. 992 p.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. [S. l.]: Pearson Universidades, 2007. 480 p.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; KANITZ, S. C.; RAMOS, A. T.; CASTILHO, E.; BENATTI, L.; FILHO, E. W.; JÚNIOR, R. D. **Contabilidade Introdutória**. 11. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2010. 335 p.

MARION, J. C. **Análise das demonstrações contábeis**: Contabilidade empresarial. 7. ed. São Paulo: Atlas S.A., 2012. 169 p.

MARION, J. C. **Contabilidade Básica**. 10. ed. [S. l.]: Atlas S.A., 2009. 272 p.

ROSENBAUM, J.; PEARL, J.; PERELLA, J. R.; HARRIS, J. **Investment Banking**: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions. 2. ed. [S. l.]: John Wiley & Sons Inc, 2013. 496 p.

BRASIL. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. **Presidência da República**: seção 1, Brasília, DF, ano 2005, p. 1-66, 9 fev. 2005.

BRASIL. Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998. Institui normas gerais sobre desporto e dá outras providências. **Presidência da República**: seção 1, Brasília, DF, ano 1998, p. 1-53, 24 mar. 1998.

BRASIL. Lei nº 8.672, de 6 de julho de 1993. Institui normas gerais sobre deportes e dá outras providências. **Presidência da República**: seção 1, Brasília, DF, ano 1993, p. 1-12, 6 jul. 1993.

BRASIL. Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021. Institui a Sociedade Anônima do Futebol e dispõe sobre normas de constituição, governança, controle e transparência, meios de financiamento da atividade futebolística, tratamento dos passivos das entidades de práticas desportivas e regime tributário específico; e altera as Leis nºs 9.615, de 24 de março de 1998, e 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil). **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, ano 2021, p. 1-9, 6 ago. 2021.

JOHAN CRUYFF INSTITUTE. “**LaLiga is a good case study as a business model**”. Disponível em <<https://johancruyffinstitute.com/en/blog-en/football-business/laliga-is-a-good-case-study-as-a-business-model/>>, Acesso em 04/03/2022.

ITAÚ BBA. **Análise Econômico-Financeira dos Clubes Brasileiros de Futebol**. 12. ed. Disponível em <<https://goalacademy.club/wp-content/uploads/2021/11/Analise-dos-Club-Brasileiros-de-Futebol-2021-Itau-BBA.pdf>>, Acesso em 21/02/2022.

BRAND FINANCE. **Football 50 2022**: The annual report on the most valuable and strongest football brands Disponível em <<https://brandirectory.com/rankings/football/>>, Acesso em 21/02/2022.

KPMG. **The European Champions Report 2022**. Disponível em <<https://www.footballbenchmark.com/documents/files/public/The%20European%20Champions%20Report%202022.pdf>>, Acesso em 17/06/2022.

BTG PACTUAL. **The importance of leagues in Europe and Brazil**. Disponível em <<https://www.btgpactual.com/research/>>, Acesso em 04/04/2022.

**BTG PACTUAL. SAFs: tailor-made solution for Brazil's football teams.**  
<<https://www.btgpactual.com/research/>>, Acesso em 02/05/2022.

**BTG PACTUAL. The better the show, the higher the ticket price.**  
<<https://www.btgpactual.com/research/>>, Acesso em 23/06/2022.

**CIES FOOTBALL OBSERVATORY. The real impact of COVID on the football players' transfer market.** Disponível em <<https://football-observatory.com/IMG/pdf/mr58en.pdf>>, Acesso em 24/05/2022.

**FOOTBALL BENCHMARK. The European Elite 2022.** 7. ed. Disponível em <<https://www.footballbenchmark.com/documents/files/public/Football%20Clubs%20Valuation%20Report%202022.pdf>>, Acesso em 24/06/2022.

**DELOITTE. Annual Review of Football Finance 2021: Riding the challenge.** Disponível em <<https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/annual-review-of-football-finance.html>>, Acesso em 21/02/2022.

**DELOITTE. Football Money League.** Disponível em <<https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html>>, Acesso em 05/05/2022.

**ERNST & YOUNG. Estudo Internacional sobre Direitos Audiovisuais Desportivos** Disponível em <[https://www.ey.com/pt\\_pt/strategy/estudo-internacional-sobre-direitos-audiovisuais-desportivos](https://www.ey.com/pt_pt/strategy/estudo-internacional-sobre-direitos-audiovisuais-desportivos)>, Acesso em 21/02/2022.

**ERNST & YOUNG. Premier League: Economic and Social Impact.** Disponível em <[https://resources.premierleague.com/premierleague/document/2022/01/17/b61d9bb0-1488-4cd1-be25-82be98073252/EYUK-000142222\\_PL-economic-and-social-contribution\\_28\\_Spread\\_HR\\_2.pdf](https://resources.premierleague.com/premierleague/document/2022/01/17/b61d9bb0-1488-4cd1-be25-82be98073252/EYUK-000142222_PL-economic-and-social-contribution_28_Spread_HR_2.pdf)>, Acesso em 21/02/2022.

FIFA. **Global Transfer Report 2021.** Disponível em <<https://digitalhub.fifa.com/m/2b542d3b011270f/original/FIFA-Global-Transfer-Report-2021-2022-indd.pdf>>, Acesso em 24/05/2022.

JOHAN CRUYFF INSTITUTE. **Reinventing the broadcasting rights model in sport.** Disponível em <<https://johancruyffinstitute.com/en/blog-en/football-business/broadcasting-rights-model-in-sport/>>, Acesso em 04/03/2022.

XP RESEARCH. **Relatório Convocados:** Finanças, História e Mercado do Futebol Brasileiro 2021. Disponível em <<https://conteudos.xpi.com.br/relatorio-futebol-2022/>>, Acesso em 25/06/2022.

SPORTSVALUE. **Transferências de jogadores: Excesso de recursos foi prejudicial para muitos clubes grandes do Brasil.** Disponível em <<https://www.sportsvalue.com.br/tag/transferencias-de-jogadores/>>, Acesso em 24/05/2022.