



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO  
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**



## **Monografia**

**QUAL O PLACAR FINANCEIRO? *Valuation* das Sociedades  
Anônimas do Futebol que disputam a Série A do Brasileirão 2025**

**Arthur Santos Hermenegildo**

**Mariana, MG  
2025**

**Arthur Santos Hermenegildo**

**QUAL O PLACAR FINANCEIRO? *Valuation* das Sociedades  
Anônimas de Futebol que disputam a Série A do Brasileirão 2025**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto, no Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

**Áreas de concentração:** Finanças

**Orientador:** Prof. Dr. Thiago de Sousa Barros

**Mariana, MG  
2025**

## SISBIN - SISTEMA DE BIBLIOTECAS E INFORMAÇÃO

H553q Hermenegildo, Arthur Santos.

Qual o placar financeiro? [manuscrito]: valuation das sociedades anônimas do futebol que disputam a Série A do Brasileiro 2025. / Arthur Santos Hermenegildo. - 2025.  
76 f.: . + Quadros.

Orientador: Prof. Dr. Thiago Sousa Barros.  
Monografia (Bacharelado). Universidade Federal de Ouro Preto.  
Instituto de Ciências Sociais Aplicadas. Graduação em Ciências Econômicas .

1. Avaliação (Finanças). 2. Finanças. 3. Futebol. 4. Governança corporativa. 5. Sociedades comerciais. I. Barros, Thiago Sousa. II. Universidade Federal de Ouro Preto. III. Título.

CDU 061.2

Bibliotecário(a) Responsável: Essevalter De Sousa - Bibliotecário Coordenador  
CBICSA/SISBIN/UFOP-CRB6a1407



## FOLHA DE APROVAÇÃO

**Arthur Santos Hermenegildo**

### **Qual o Placar Financeiro? *Valuation* das Sociedades Anônimas do Futebol que disputam a Série A do Brasileirão 2025**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas

Aprovada em 08 de setembro de 2025.

#### Membros da banca

Doutor - Thiago de Sousa Barros - Orientador (Universidade Federal de Ouro Preto)

Doutor - Carlos Eduardo da Gama Torres - (Universidade Federal de Ouro Preto)

Doutor - Chrystian Soares Mendes - (Universidade Federal de Ouro Preto)

Thiago de Sousa Barros, orientador do trabalho, aprovou a versão final e autorizou seu depósito na Biblioteca Digital de Trabalhos de Conclusão de Curso da UFOP em 10/09/2025.



Documento assinado eletronicamente por **Thiago de Sousa Barros, PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 10/09/2025, às 12:28, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [http://sei.ufop.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](http://sei.ufop.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **0976321** e o código CRC **8B5A6A14**.

## **AGRADECIMENTOS**

Dedico os agradecimentos deste trabalho primeiramente a Deus, por me conceder sabedoria, saúde e estrutura para ter concluído este curso. A minha mãe e familiares por todo apoio prestado até este momento da minha vida. Aos meus amigos que me forneceram ensinamentos, vivências e colaboraram com a minha jornada. E a república, “Os Bartira”, que foi o meu lar durante todo o processo de graduação e estará sempre na minha vida.

Agradeço ao Prof. Dr. Thiago de Sousa Barros por ter me orientado neste trabalho, por toda ajuda e paciência, pelo conhecimento compartilhado e toda dedicação durante a realização deste trabalho, sem ele não seria capaz de realizar este trabalho incrível.

Agradeço também a todos os docentes do ICESA e da UFOP que colaboraram com o meu aprendizado ao longo desta jornada universitária.

## RESUMO

A crescente crise financeira enfrentada pelos clubes de futebol brasileiros gerou a necessidade de novos formatos de gestão com a finalidade de diminuição das dívidas e de melhores gestões, assim gerando a criação da Sociedade Anônima do Futebol (SAF), regulamentada pela Lei nº 14.193/2021. Diante desse cenário, este trabalho teve como objetivo principal estimar o valor de mercado dos clubes que disputam a Série A do Campeonato Brasileiro de 2025, verificando se os preços efetivamente negociados refletem seu valor econômico real. Para tanto, foram coletados dados contábeis e financeiros das equipes e aplicados diferentes métodos de valuation, entre eles: Valor Contábil, Múltiplos de EBITDA e Receitas, Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e o Modelo Multivariado de Markham (MMM). Com vistas a reduzir a incerteza das projeções, as análises foram ajustadas para diferentes hipóteses, permitindo confrontar os resultados em distintos contextos de risco e retorno. Os achados revelam que, em diversos casos, os valores de transação não correspondem integralmente às estimativas financeiras, sugerindo subavaliação ou sobreavaliação das equipes. Embora a SAF represente um avanço em termos de governança e transparência, sua eficácia plena depende da consolidação de práticas gerenciais modernas e da capacidade dos clubes de equilibrar sua identidade cultural com as exigências do mercado financeiro.

**Palavras-chave:** Futebol; Sociedade Anônima do Futebol; Valuation; Finanças; Governança.

## ABSTRACT

The growing financial crisis faced by Brazilian football clubs has generated the need for new management models aimed at reducing debts and improving governance, ultimately leading to the creation of the Sociedade Anônima do Futebol (SAF), regulated by Law No. 14,193/2021. In this context, the primary objective of this study was to estimate the market value of the clubs competing in the 2025 Campeonato Brasileiro Série A, assessing whether the prices actually negotiated reflect their true economic value. To this end, accounting and financial data from the teams were collected, and different valuation methods were applied, including Book Value, EBITDA Multiples, Discounted Cash Flow (DCF), and Markham's Multivariate Model (MMM). In order to reduce projection uncertainty, the analyses were adjusted under different assumptions, allowing for the comparison of results across distinct risk and return scenarios. The findings reveal that, in several cases, transaction values do not fully correspond to financial estimates, suggesting undervaluation or overvaluation of the teams. Although the SAF represents progress in terms of governance and transparency, its full effectiveness depends on the consolidation of modern managerial practices and on the clubs' ability to balance their cultural identity with the demands of the financial market.

**Keywords:** Football; Football Corporation; Valuation; Finance; Governance.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Taxa de Ocupação dos Clubes .....	34
Quadro 2 - Dados referentes a transformação dos clubes em SAF's .....	41
Quadro 3 – Avaliação pelo Método Contábil (Patrimônio Líquido) .....	42
Quadro 4 – Avaliação por Múltiplos EBITDA .....	43
Quadro 5 – Avaliação por Múltiplos (EV/Receitas) .....	45
Quadro 6 - Receitas do Cruzeiro Esporte Clube .....	47
Quadro 7 - Valuation pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) .....	48
Quadro 8 – Variáveis do MMM por Clube .....	51
Quadro 9 – Valor de Cada Clube pelo Método Multivariado de Markham .....	53
Quadro 10 – Valuation por Vários Métodos x Preço Transacionado .....	58

## LISTA DE SIGLAS

CAPM – *Capital Asset Pricing Model* (Modelo de Precificação de Ativos de Capital)

EBITDA – Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização

EY – *Ernst & Young* (empresa de auditoria e consultoria, usada como fonte de dados)

EV – Valor da empresa

FCD – Fluxo de Caixa Descontado

MMM – Método Multivariado de Markham

PIB – Produto Interno Bruto

PROFUT - Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro

SAF – Sociedade Anônima de Futebol

WACC – *Weighted Average Cost of Capital* (Custo Médio Ponderado de Capital)

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	9
2. GOLS CONTRA OU A FAVOR? AS SOCIEDADES ANÔNIMAS DE FUTEBOL COMO ALTERNATIVA À GESTÃO ARCAICA DOS CLUBES ASSOCIATIVOS .....	11
2.1 Gestão Precária e Crise Financeira: A Realidade dos Clubes de Futebol no Brasil.....	11
2.2 As Sociedades Anônimas do Futebol: Um Caminho Viável? .....	14
2.3 <i>Valuation</i> : Métodos Utilizados para Avaliar os Clubes de Futebol.....	16
2.3.1 <i>Valor Contábil</i> .....	20
2.3.2 <i>Múltiplos EBITDA</i> .....	22
2.3.3 <i>Fluxo de Caixa Descontado</i> .....	24
2.3.4 <i>Modelo Multivariado de Markham (MMM)</i> .....	31
3. METODOLOGIA .....	36
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS .....	41
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	67
REFERÊNCIAS .....	70

## 1. INTRODUÇÃO

No Brasil, falar de futebol é falar de identidade, memória e pertencimento. Desde cedo, crianças e adultos se reúnem em bares, estádios e em casa, construindo laços que atravessam gerações. Essa paixão coletiva faz do futebol muito mais do que um simples entretenimento: ele é parte da cultura nacional e, ao mesmo tempo, uma das maiores indústrias do país, responsável por movimentar bilhões de reais todos os anos, gerando empregos, impostos e oportunidades. No entanto, a realidade de muitos clubes brasileiros mostra um contraste preocupante: dívidas acumuladas, má gestão, falta de transparência e crises institucionais tornaram frequente a imagem de equipes tradicionais mergulhadas em dificuldades financeiras (BENRADT, 2019).

A partir desse cenário, tornou-se inevitável discutir novas formas de administração. A Lei nº 14.193/2021, que instituiu a Sociedade Anônima do Futebol (SAF), surgiu como resposta a essa necessidade, propondo um modelo mais próximo da lógica empresarial, com regras de governança e a possibilidade de atrair investidores (CASTRO, 2021). Essa transformação não é apenas jurídica: ela representa uma mudança de mentalidade, em que clubes passam a ser vistos também como ativos financeiros, e não apenas como instituições esportivas (SILVA, 2022). Diante disso, compreender como se dá o processo de avaliação econômica dessas entidades é fundamental para verificar se o modelo realmente contribui para a sustentabilidade do futebol brasileiro (MARTINS, 2023).

É justamente nesse ponto que se insere este trabalho, um esforço de pesquisa que busca responder a seguinte pergunta: os valores negociados nas transações de SAFs refletem, de fato, o valor econômico real dos clubes brasileiros? Para responder a essa questão central, o estudo tem como objetivo geral avaliar o valor de mercado das equipes que se transformaram em SAFs e disputam a Série A do Campeonato Brasileiro de 2025. Para este efeito, diferentes metodologias de valuation aplicadas para auferir o justo valor de cada entidade e comparar os resultados obtidos com os valores efetivamente transacionados, o que permite analisar as implicações desses achados para a governança e a sustentabilidade financeira dos clubes.

A justificativa para a realização desta pesquisa encontra apoio em três dimensões principais. A primeira é social: o futebol é parte fundamental da cultura brasileira e mudanças estruturais em sua organização impactam diretamente milhões de torcedores (FALEIROS, 2021). A segunda é econômica: o setor movimenta cifras bilionárias,

sendo um dos mais relevantes da indústria do entretenimento no país, e qualquer alteração em sua forma de gestão afeta não apenas os clubes, mas todo o ecossistema que gira em torno deles (SALES, 2022; SILVA, 2022). Por fim, a terceira que é de dimensão acadêmica, buscando compreender melhor se os valores que os times foram transacionados estão subvalorizados ou supervalorizados à luz da teoria econômica e financeira, permitindo contribuir com o debate acerca da transformação dos clubes brasileiros em SAFs.

Com base nisso, este trabalho procura também entender os valores financeiros gerados por cada um dos métodos presentes na literatura e qual a relação dos números estimados com os valores efetivamente transacionados. Afinal, trata-se de um campo onde tradição e paixão se encontram com o mercado e a racionalidade econômica, e compreender esse equilíbrio é essencial para que os clubes possam manter sua relevância cultural sem abrir mão da sustentabilidade financeira (SILVA, 2022; GRAFIETTI, 2020).

Sendo assim, no capítulo 1 deste trabalho aborda esta introdução, além da problemática da pesquisa, dos objetivos do estudo e a justificativa para a condução do mesmo. Já o capítulo 2 apresenta o referencial teórico dividido em 2 partes: a primeira voltada para a compreensão do que é o modelo das SAF's no Brasil, e as suas diferenças para o antigo modelo; e a segunda parte com uma sólida explicação sobre as metodologias de valuation que serão aplicadas no trabalho.

O capítulo 3 apresenta a metodologia usada nesta pesquisa, onde foi aplicado os conhecimentos desenvolvidos no segundo capítulo quanto a utilização dos diferentes tipos de métodos de valuation, abrangendo uma vasta explicação sobre os métodos quantitativos mais utilizados e os caminhos metodológicos seguidos para alcançar os objetivos do estudo. O Capítulo 4 apresenta uma análise dos resultados e esmiúça as evidências desse trabalho, enquanto o capítulo 5 dispõe as considerações finais, relatando todos os aspectos mais relevantes da pesquisa e as limitações encontradas durante a realização do estudo, além de sugerir uma agenda para pesquisas futuras.

## **2. GOLS CONTRA OU A FAVOR? AS SOCIEDADES ANÔNIMAS DE FUTEBOL COMO ALTERNATIVA À GESTÃO ARCAICA DOS CLUBES ASSOCIATIVOS**

A crise de gestão financeira e econômica, enfrentada pelos clubes de futebol no Brasil, tem se consolidado como um tema de preocupação recorrente no cenário esportivo nacional. Durante anos, a falta de profissionalização na administração das entidades esportivas gerou um acúmulo significativo de dívidas e ineficiências financeiras, conforme discutido por Henriqsin e Bragatti (2021). A combinação de gestão inconsequente, alta dependência de receitas instáveis, como direitos de transmissão e vendas de jogadores, e despesas operacionais elevadas agravou a situação, comprometendo a capacidade de muitos clubes em manter suas operações de forma sustentável, como analisado por Ferreira (2023). Neste contexto, emergiram-se os modelos de sociedades anônimas de futebol (SAF), uma alternativa para profissionalizar e capitalizar os clubes do país, como será detalhado nos tópicos a seguir.

### **2.1 Gestão Precária e Crise Financeira: A Realidade dos Clubes de Futebol no Brasil**

O futebol brasileiro, considerado um dos maiores patrimônios culturais do país, atravessou nas últimas décadas uma grave crise econômica e de gestão financeira. Segundo Benradt (2019, p.13) “a má gestão financeira, falta de visão de negócios e planejamentos quase sempre equivocados, parecem ser características comuns aos cartolas brasileiros” e tais aspectos levaram os times a entrarem em um abismo financeiro.

Essa situação não é recente, mas tornou-se mais evidente no período compreendido entre 2015 e 2022, quando diversos clubes passaram a enfrentar um colapso financeiro generalizado, que expôs a fragilidade estrutural do modelo de gestão esportiva predominante no Brasil, como analisado por Castro (2021). A crise observada, segundo Medeiros, Coutinho Filho, e Cerqueira (2022) não apenas comprometeu o desempenho esportivo das equipes, mas também afetou sua relação com torcedores, patrocinadores e investidores, pois tais agremiações sofreram também com a perda de credibilidade diante do mercado. Nesta conjuntura, a cultura do imediatismo e a ausência de políticas de governança corporativa transformaram os clubes em verdadeiras armadilhas financeiras para si mesmos. Dessa feita, verifica-se que a crise no futebol brasileiro é resultante de uma combinação de fatores, tais como: falta de profissionalismo nas administrações dos clubes, decisões financeiras equivocadas, adoção de contratos inflacionados, excesso de gastos

com salários e contratações, ausência de planejamento estratégico e governança (CASTRO, 2021).

Além disso, a relação dos clubes com o poder público agravou o problema. De acordo com Koff (2013), historicamente, muitos clubes brasileiros foram beneficiados por anistias fiscais, como em 2016 quando o governo perdoou cerca de R\$579 milhões em dívidas de times, como o Botafogo, Vasco, Fluminense, entre outros (UOL, 2016), e refinanciamentos de dívidas tributárias, o que incentivou uma cultura de irresponsabilidade financeira e contribuiu para a perpetuação da crise. Embora medidas como o Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro (PROFUT) tenham buscado regulamentar as finanças dos clubes, sua aplicação foi limitada e, muitas vezes, ineficaz devido à falta de fiscalização rigorosa. Segundo Faleiros (2021), as falhas na execução do programa e a ausência de uma supervisão adequada por parte dos órgãos competentes acabam por comprometer os resultados almejados com esta política nacional.

Outro agravante da crise foi o impacto da pandemia de Covid-19. Entre 2020 e 2021, o futebol brasileiro sofreu com a paralisação das competições, a ausência de público nos estádios e a redução de receitas provenientes de direitos de transmissão e patrocínios — sendo estas as principais fontes de receitas dos clubes, anteriormente à legislação 14.193/2021. Para Benradt (2019), essa dependência das receitas de curto prazo consolida uma das principais vulnerabilidades financeiras dos clubes brasileiros. Em complementariedade, Sales (2022) enfatiza que a pandemia trouxe à tona o verdadeiro estado de insolvência de muitos clubes, que dependiam exclusivamente de receitas imediatas para sobreviver, o que revela a falta de sustentabilidade financeira dessas organizações.

Os números ilustram bem a gravidade da crise e, conforme dados reportados pela Sports Value (2022) as dívidas dos 20 maiores clubes de futebol do Brasil, em 2022, somavam, aproximadamente, R\$10,6 bilhões. Entre os principais fatores que contribuíram para esse endividamento estão a antecipação de receitas futuras, empréstimos a juros elevados e contratos de patrocínio insustentáveis. Essa situação financeira precária se refletiu no mercado de jogadores, com clubes enfrentando dificuldades para honrar salários, resultando em atrasos frequentes, ações judiciais e rescisões contratuais. Clubes como o Cruzeiro, Vasco, Botafogo chegaram perto da falência neste período (SPORTS VALUE, 2022).

Ademais, a crise financeira enfrentada no futebol neste período também pode ser atribuída a governança dos clubes, ou melhor, a ausência dela. Em muitos casos, os

dirigentes eram escolhidos por meio de eleições internas que privilegiavam interesses políticos ao invés de competências administrativas. Entre estes fatos, Castro (2021) defende que o modelo organizacional dos clubes brasileiros neste período, em que a gestão estava atrelada a ciclos eleitorais e disputas internas, inviabilizaram projetos de longo prazo nos clubes e contribuíam para uma menor transparência da gestão.

Mediante este contexto de desorganização financeira e administrativa, os clubes também sofreram com a perda de competitividade em relação ao mercado internacional. A falta de recursos para investir em infraestrutura e na formação de jogadores fez com que o futebol brasileiro perdesse espaço para outras ligas, tanto na América do Sul, quanto em países da Europa, e, como analisado por Silva (2022) essa escassez de investimentos afetou também a competitividade dos clubes brasileiros em torneios internacionais. Além disso, a desvalorização do real em relação ao dólar agravou a situação, já que muitos clubes mantinham contratos de jogadores em moeda estrangeira, aumentando ainda mais os custos em função das flutuações cambiais (KOFF, 2013).

A solução pensada para superar a crise em voga começou a ganhar forma com a promulgação da Lei nº 14.193/2021, que regulamentou o modelo de Sociedade Anônima do Futebol (SAF). Esse novo modelo permitiu que os clubes se transformassem em empresas, com a separação do patrimônio social e da gestão esportiva, o que atraiu investidores privados e introduziu práticas de governança mais modernas. Portanto, segundo Faleiros (2021), a SAF representaria um marco importante para o futebol brasileiro, oferecendo uma oportunidade única de profissionalizar a gestão e superar anos de má administração.

O primeiro time a adotar o modelo SAF foi o Cruzeiro, ainda em 2021, quando foi comprado pelo ex-jogador e atual investidor Ronaldo Nazário. Logo após a implementação do modelo e o demonstrativo de resultados positivos para o clube, outros times também aderiram ao modelo de sociedade anônima, tais como: Atlético-MG, Botafogo, Vasco, Bahia, entre outros. Como ressaltado por Faleiros (2021), a adesão ao modelo SAF passou a ser considerada uma tentativa plausível de reestruturação financeira e administrativa, visando, principalmente, a profissionalização da gestão esportiva e valorização dessas entidades.

Muito embora o modelo SAF não seja a solução definitiva para todos os problemas do futebol brasileiro, ele oferece uma alternativa viável para enfrentar a crise financeira e administrativa. Se por um lado a abertura para investidores privados permitiria a injeção de capital para o pagamento de dívidas e o investimento em infraestrutura, por outro lado a

governança corporativa buscaria garantir maior transparência e eficiência na gestão, como discutido por Silva (2022).

Neste cenário, segundo Benradt (2019), é importante salientar que a crise econômica do futebol brasileiro constitui o retrato de um sistema que funcionou por muito tempo sem responsabilidade financeira e visão de longo prazo. Por isso, a transformação dos clubes em SAFs pode se mostrar como um passo importante para superar esse panorama em curso, mas exige um esforço conjunto de dirigentes, investidores e torcedores para construir um modelo mais sólido e sustentável (FALEIROS, 2021). Em síntese, como bem enfatizado por Silva (2022), a lição que fica é, o futebol, enquanto paixão nacional, também precisa ser encarado como negócio, com planejamento, profissionalismo e responsabilidade, o que evitaria sua falência.

## **2.2 As Sociedades Anônimas do Futebol: Um Caminho Viável?**

O futebol representa uma importante atividade econômica, movimentando bilhões de reais anualmente. No entanto, a gestão dos clubes sempre enfrentou desafios significativos, especialmente no que se refere ao endividamento e à falta de profissionalização na administração. Diante deste cenário, o futebol brasileiro tem passado por mudanças significativas em sua estrutura administrativa, com destaque para a criação das Sociedades Anônimas do Futebol (SAF), uma inovação trazida pela Lei nº 14.193.

A lei, promulgada em 2021, possibilitou a oportunidade da alteração na organização dos times, que poderiam deixar de ser Associações Cívis Sem Fins Lucrativos, para se tornarem Sociedade Anônima de Futebol, onde os clubes teriam a possibilidade de se tornarem clube-empresa, possibilitando assim uma gestão mais eficiente e transparente (BRASIL, 2021).

Em síntese, a SAF é um tipo societário específico para o futebol, inspirado em modelos europeus que já adotam a profissionalização da gestão há décadas. Entre as principais características da SAF estão a transparência nas demonstrações financeiras e a separação clara entre o patrimônio da empresa e as finanças pessoais dos seus administradores. Além disso, a lei oferece mecanismos para a renegociação de dívidas, o que é especialmente atrativo para clubes com passivos elevados e permite ainda que os times tenham suas ações negociadas no mercado (CASTRO, 2021).

Sob esse enfoque, Koff (2013) destaca que, historicamente, os clubes de futebol no Brasil sempre operaram como associações cívis sem fins lucrativos, o que impedia a

falência formal e dificultava a captação de investimentos externos. Esse modelo resultou em uma gestão pautada na falta de transparência e no acúmulo de dívidas. Por isso, dados levantados por Silva (2022) indicam a dura realidade financeira das equipes nacionais, uma vez que a dívida dos clubes brasileiros profissionais, se somadas, ultrapassa os R\$10 bilhões, evidenciando a necessidade de mudanças estruturais.

Agora, diante da alteração normativa que possibilitou o surgimento das SAFs, Sales (2022) apregoa que a capacidade dos clubes de atraírem capital privado seria o principal fator para os clubes aderirem esse formato, pois grande parte de seus orçamentos dependia de receitas exclusivas de premiações, venda de produtos, patrocínios e bilheterias, rubricas altamente variáveis no fluxo de caixa dessas entidades. Com o modelo SAF e a captação de fontes externas de capital os clubes poderão combater o passivo oneroso e realizar investimentos.

Para além dos desafios financeiros, Castro (2021) ressalta que o sucesso das SAFs dependerão diretamente da sua capacidade de implementação de uma gestão transparente, capacitada, profissional e que seja alinhada aos interesses de todos os profissionais envolvidos. Para isto, as SAFs tendem a implementar a criação de conselhos de administração, auditorias independentes e a obrigação de publicar demonstrações financeiras, atacando assim os problemas de gestão, governança e amadorismo administrativo até então em curso. A implementação dessas novas práticas, tão comuns em grandes empresas, seriam cruciais para restaurar a confiança de investidores e torcedores.

Em sentido mais amplo, vale registrar que essa mudança organizacional não seria apenas uma questão de modernização administrativa, pois carregaria também um impacto social e cultural significativo para o clube. À luz disso, Faleiros (2021) reforça que muitos clubes brasileiros são mais do que organizações desportivas, eles são parte integrante da identidade de milhões de torcedores que cresceram acompanhando o time amado, e transformar esses clubes em empresas pode acabar gerando perda de conexão com suas origens. Destarte, a transição de organização dos clubes para o modelo SAF, quando bem desenvolvidas, devem preservar os valores históricos dos clubes, ressaltando a importância de uma implementação cuidadosa que respeite a história do clube e os laços emocionais dos torcedores.

No Brasil, alguns clubes já adotaram o modelo SAF, com destaque para Atlético Mineiro, Bahia, Botafogo, Cruzeiro e Vasco da Gama. Esses times, enfrentando crises financeiras severas, optaram pela conversão em SAF e passaram a ser geridos por investidores privados. Preliminarmente, estudos recentes, tais como Silva (2022) e

Medeiros (2022), indicam que essa transição tem proporcionado maior estabilidade financeira e perspectivas de crescimento a médio e longo prazo. Em vários desses casos recentes, os novos acionistas majoritários trouxeram não apenas capital, mas também uma visão de negócios alinhada com as melhores práticas globais no âmbito de esportes, com ênfase nas nuances do futebol.

Ainda assim, o caminho para o sucesso das SAFs está longe de ser simples. Ele exige mudanças culturais profundas dentro dos clubes, que precisam adotar uma mentalidade empresarial e abandonar práticas que muitas vezes foram marcadas por amadorismo e interesses políticos e administrativos. Faleiros (2021) aponta que a existência do compliance não configura apenas uma exigência legal, é também uma ferramenta para garantir que os erros do passado não se tornem repetidos.

Dessa forma, a SAF surge como um modelo promissor para modernizar a gestão esportiva no Brasil, tornando os clubes mais sustentáveis financeiramente e alinhados às práticas internacionais. No entanto, o sucesso dessa iniciativa dependerá da forma como será implementada e da capacidade dos clubes em equilibrar suas necessidades econômicas com as expectativas esportivas (FALEIROS, 2021). O futuro do futebol brasileiro pode estar sendo redesenhado por essa transformação, mas ainda há um longo caminho a percorrer para garantir que essa mudança resulte em um ambiente mais saudável e competitivo para os times nacionais (SALES, 2022).

Neste panorama, um aspecto financeiro é parte crucial do processo de adesão ao modelo SAF: O “valuation”, uma vez que existem métodos distintos para determinar o justo valor de um clube de futebol, o que também acontece no meio corporativo. Derivam daí questões centrais: quais metodologias foram utilizadas pelos clubes já transformados em SAF? Os valores financeiros que essas centenárias organizações futebolísticas foram transacionadas refletem seus reais valores ou os clubes foram subavaliados ou sobrevalorizados? Este trabalho vai se debruçar sobre os dados divulgados pelas organizações envolvidas nestes processos de migração de clube associativo para SAF, a fim de captar tais discrepâncias.

### **2.3 Valuation: Métodos Utilizados para Avaliar os Clubes de Futebol**

Valuation, também conhecido como Avaliação de Valor, “é o processo de estimar o valor de uma empresa ou ativo, considerando seus fluxos de caixa futuros e o risco associado a esses fluxos” (DAMODARAN, 2012, p.12). As aplicações dos métodos de

valuation vem sendo cada vez mais utilizada nos dias atuais, pois, segundo Copeland, Koller e Murrin (2000), o valuation é a base para entender o valor de um ativo e suas potenciais contribuições para os objetivos financeiros de investidores e gestores. Essa relevância se intensifica em um ambiente econômico cada vez mais competitivo e globalizado, onde decisões baseadas em análises robustas são indispensáveis para tomadas de decisões.

Ao fazer o valuation de uma empresa, o objetivo é chegar a uma estimativa realista de seu valor econômico de mercado, considerando diversos fatores, o que inclui, segundo Ross Westerfield e Jaffe (2013, p.331), "a estratégia da empresa, a indústria em que atua, a economia geral e os fatores financeiros." Por isso, valuation não é algo exato, ele é uma estimativa baseada em dados e pressupostos, mas que pode variar dependendo do método usado, das condições de mercado e da interpretação de quem faz a análise.

Além disso, o valuation não é apenas uma prática técnica, mas também estratégica. Por isso, conforme Brigham e Egrgadt (2021), ele auxilia gestores e investidores na identificação de oportunidades de mercado, no gerenciamento de riscos e na alocação eficiente de recursos. Dessa forma, a aplicação do valuation vai além de cálculos financeiros, proporcionando insights que orientam decisões fundamentais para a sustentabilidade e o crescimento empresarial.

No mercado financeiro, o valuation é essencial para a análise de investimentos e a precificação de ativos, "pois permite identificar a discrepância entre o valor real e o preço de mercado de um ativo, contribuindo para decisões mais informadas e eficientes" (ASSAF NETO, 2012, p.21). Nota-se a importância do cálculo de valuation para reduzir incertezas, fornecendo aos agentes de mercado uma estimativa confiável do valor econômico de empresas e ativos. Não bastasse isso, o valuation também é amplamente utilizado em negociações de propriedade intelectual e marcas, porque "o valor de marcas, patentes e outros ativos intangíveis é cada vez mais relevante em uma economia baseada no conhecimento" (BREALEY, MYERS e ALLEN, 2020, p.198). Assim sendo, a análise de valor ajuda empresas a determinar preços justos para licenciamento ou venda de seus ativos intangíveis, garantindo um retorno adequado sobre investimentos em inovação.

No contexto do futebol, este tipo de avaliação é uma prática fundamental para entender o valor financeiro de um clube, que envolve a análise de diversos fatores econômicos, financeiros e esportivos. Portanto, o processo de valuation busca estimar o valor de mercado de um time, levando em conta a sua saúde financeira, ativos tangíveis e intangíveis, além da sua capacidade de gerar receitas no longo prazo.

Para Almeida e Pinto (2021) o valuation de clubes de futebol inclui, entre outros aspectos, o valor dos direitos de transmissão, a bilheteira, a capacidade de vendas de jogadores, o impacto da marca e até a performance no campeonato. Essas variáveis são fundamentais para se ter uma visão clara do potencial econômico do time e um valuation bem conduzido pode fornecer informações valiosas, tanto para os gestores, quanto para investidores interessados no clube.

Além de fatores financeiros e esportivos, o valuation também considera aspectos intangíveis como a base de torcedores, a força da marca e os contratos de patrocínios. A análise de Lima e Souza (2022) sublinha que a construção de uma marca forte e a fidelização de fãs são elementos que impactam diretamente no valor de mercado de um clube de futebol. Esses aspectos são essenciais, pois indicam a capacidade do clube de gerar receitas recorrentes, fundamentais para sua sustentabilidade financeira a longo prazo. No entanto, o valuation também envolve o risco financeiro, pois a performance esportiva de uma equipe afeta diretamente sua rentabilidade, com clubes de menor sucesso esportivo enfrentando dificuldades em atrair investidores.

O valuation também ajuda na análise das oportunidades e dos riscos associados a novos investimentos, como a implementação do modelo de Sociedade Anônima do Futebol. Não por menos, Martins (2023) discorre que o valuation seria uma ferramenta crucial para atrair investidores que buscam entender o real valor do clube e as suas perspectivas de crescimento, especialmente em um ambiente de alta volatilidade como o futebol. Ademais, como ressalta Damodaran (2012)

Não existe um único método de valuation que seja adequado para todas as situações. Cada método tem suas próprias limitações e deve ser utilizado de forma crítica e adaptada às necessidades específicas da avaliação (DAMODARAN, 2012, p. 15),

Neste sentido, convém considerar que na literatura, os principais métodos estudados são: o Valor Contábil, os Múltiplos Ebtidas e o Fluxo de Caixa Descontado.

A primeira, uma das abordagens mais tradicionais em finanças, é a análise do Valor Contábil, que se baseia no balanço patrimonial da empresa, considerando o valor de seus ativos líquidos, ou seja, "o valor que restaria caso todos os ativos fossem vendidos e os passivos quitados" (ASSAF NETO, 2012, p. 129), Essa técnica é simples e direta, mas não reflete, de maneira precisa, o valor de mercado da empresa, pois desconsidera fatores como o potencial de crescimento ou a valorização de ativos intangíveis. Entretanto, a técnica de

valor contábil pode ser útil para empresas que possuem ativos tangíveis significativos e que não apresentam grandes variações de mercado.

De acordo com Gitman e Zutter (2013, p. 98), "essa abordagem é mais indicada para empresas maduras, com poucos ativos intangíveis, onde o valor contábil é mais próximo do valor real", o que não seria o caso dos clubes. Todavia, apesar de suas limitações, o valor contábil fornece uma base sólida, especialmente em setores mais estáveis, onde o foco está na análise da solvência e da estabilidade financeira, retratando o patrimônio líquido como valor alvo da transação.

A segunda técnica, bastante popular no meio corporativo e na literatura financeira, é a avaliação por Múltiplos Ebitda. De acordo com Koller, Goedhart e Wessels (2020, p. 245) "o uso de múltiplos, como o EV/EBITDA, oferece uma abordagem prática e amplamente aceita para comparar empresas em termos de valor relativo, especialmente em setores onde as características operacionais e financeiras são semelhantes". Essa técnica é valorizada por sua simplicidade e pela capacidade de fornecer uma visão inicial do posicionamento competitivo de uma empresa no mercado.

Este método compara a empresa com outras similares no mercado, utilizando indicadores financeiros como o preço sobre lucro (P/L), preço sobre vendas (P/S) e o múltiplo EV/EBITDA. É amplamente utilizada por analistas financeiros e investidores, pois permite a rápida identificação de empresas sobre ou subavaliadas, com base em métricas amplamente aceitas no mercado. Embora muito utilizada, a avaliação por múltiplos pode ser distorcida em mercados irracionais ou quando as empresas analisadas possuem características muito diferentes entre si.

Santos e Oliveira (2020) destacam que, a funcionabilidade desta técnica irá depender da escolha de múltiplos adequados e de empresas comparáveis, podendo ser difícil à depender do mercado muito volátil e do setor muito específico da empresa. Apesar disso, a análise por múltiplos continua sendo uma ferramenta eficiente para avaliações preliminares, proporcionando resultados rápidos, eficientes e comparações diretas entre empresas do mesmo setor.

Por fim, o terceiro método é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), uma abordagem que oferece uma visão mais detalhada e precisa do valor da empresa, ao considerar o potencial de geração de caixa futuro, capturando o valor real do ativo baseado em projeções financeiras robustas. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000, p.19) "o valor de uma empresa é determinado pela sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros, ajustados ao risco através de uma taxa de desconto apropriada".

Tal definição está em perfeita harmonia com Brigham e Ehrhardt (2021), quando afirmam que o FCD considera o valor do dinheiro no tempo, reconhecendo que uma unidade monetária no dia de hoje terá um valor maior do que a mesma unidade financeira no futuro. Assim, uma das principais vantagens do FCD passa a ser a sua flexibilidade, pois permite incorporar variáveis específicas de cada empresa, como crescimento projetado, mudanças nas taxas de juros ou variações nas margens de lucro. Esta versatilidade traz para os analistas um ótimo método de análise, pois o FCD permite uma visão detalhada e com capacidade de se adaptar a diversos contextos, desde empresas já consolidadas no mercado à novos investimentos. Sua utilidade tem destaque em decisões de longo prazo, onde o foco analítico é na geração de riqueza ao longo do tempo (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 2000), caso dos clubes de futebol.

Por isso, este trabalho estimará o valor dos clubes por meio dessas três principais métricas existentes na literatura para este fim e ainda acrescentará o Método Multivariado de Markham (MMM), não tão utilizado no Brasil, mas que se adequa as especificidades do setor (futebol) e características de cada clube, permitindo verificar as diferenças no justo valor obtidas por cada metodologia e comparar os resultados alcançados com os valores realizados nas operações de times que se converteram em SAFs.

### ***2.3.1 Valor Contábil***

O cálculo de valuation pelo método do Valor Contábil é um dos mais tradicionais, utilizado como base para a mensuração do valor patrimonial de uma empresa ou ativo. De acordo com Assaf Neto (2020, p. 67), o valor contábil "representa a base inicial para avaliação patrimonial, refletindo o valor histórico dos ativos e passivos registrados nas demonstrações financeiras". Esse valor é obtido pela diferença entre os ativos totais e os passivos totais, refletindo o patrimônio líquido da empresa, não considerando diretamente fatores externos, como uma desvalorização dos ativos, ou a inflação.

Este método é mais utilizado quando se quer rapidez ou quando os dados financeiros são limitados. Assim, Gitman (2012) considera que o fato de o método ser simples o torna especialmente atrativo para pequenas empresas, embora não tenha a eficiência de captar o valor econômico a longo prazo do negócio. O cálculo do valor contábil é realizado subtraindo-se os passivos dos ativos, ou seja, soma-se os bens e direitos da empresa e descontam-se suas obrigações. Assim:

$$VC = A - P \quad (1)$$

Em que:

- VC = Valor Contábil;
- A = Ativos;
- P = Passivos.

Assaf Neto (2017) observa o valor contábil como uma representação simplificada da empresa, refletindo o que fica para os acionistas após a quitação de suas dívidas. Portanto, este valor fornecerá uma base sólida para a avaliação do patrimônio de uma empresa em determinado momento. Sem embargo, Iudícibus (2021) confirma essa ideia preliminar e diz que o valor contábil é fundamental, pois permite a identificação da quantidade de recursos disponíveis para os acionistas. Contudo, o valor contábil não considera o valor de mercado da empresa, que pode ser muito superior ou inferior ao valor registrado nos livros contábeis, dependendo de diversos fatores econômicos e do comportamento do mercado.

Damodaran (2012) retrata que, apesar da capacidade do valor contábil como um indicador financeiro, ele seria apenas como um ponto de partida, pois também é preciso levar em consideração os fluxos de caixas futuros e os riscos dos ativos para uma avaliação financeira mais precisa, sendo necessária a combinação com outros métodos de análise. Desse modo, a sua capacidade de utilização é mais voltada para a análise histórica da empresa do que para a capacidade de gerar valor no futuro (FRASER e ORMISTON, 2015).

Outra limitação a ser observada do Valor contábil é a sua insensibilidade às condições de mercado. Brealey, Myers e Allen (2020) afirmam que o valor contábil é inerentemente estático, enquanto Assaf Neto (2020) reforça que, em função disso, não é capaz de capturar volatilidades de mercado e a percepção de investidores, destacando que a falta de atualização em tempo real limita a aplicabilidade do valor contábil em mercados dinâmicos, onde os preços dos ativos podem mudar drasticamente em curto prazo. Desta maneira, as empresas podem ser superestimadas ou subestimadas em cenários de crise ou expansão econômica.

Por isso, a literatura financeira sugere a combinação do valor contábil com outras metodologias de avaliação de empresas (PÓVOA, 2019; COPELAND, KOLLER e MURRIN, 2001). Logo, isto será também conduzido neste trabalho, especialmente em

função do cenário dinâmico em que estão envolvidos os clubes de futebol, tão suscetíveis a mudanças nos fluxos de caixa em decorrência de fatos atípicos e rubricas voláteis. A seguir, são detalhados os outros métodos de avaliação abordados nesta pesquisa.

### **2.3.2 Múltiplos EBITDA**

O valuation pelo método de múltiplos EBITDA é uma abordagem amplamente utilizada no mercado financeiro para avaliar o valor de uma empresa com base no seu desempenho operacional. Brealey, Myers e Allen (2020) consideram o método como uma métrica prática e versátil para a análise das empresas, pois ele reflete a capacidade de gerar resultados operacionais independente da sua estrutura de capital. Já Damodaran (2012) complementa a ideia afirmando que a abordagem é simples e ágil, sendo especialmente útil nas situações em que o fluxo de caixa projetado, ou detalhado, não está disponível.

Povoa (2015) ressalta que, diferente do método de Valor Contábil, o método de múltiplos traz um ‘termômetro’ do mercado, refletindo a reação dos investidores ao analisarem empresas semelhantes e ajusta o valor baseado em fatores como tamanho, região e perspectivas econômicas, tais medidas que o outro método não levava em consideração. Em complemento, Goedhart, Koller e Wessels (2020) advogam que a utilidade deste método facilita a comparação entre empresas, eliminando a influência de despesas não operacionais e variações físicas.

A aplicação de múltiplos EBITDA é especialmente relevante em análises comparativas setoriais onde a uniformidade de modelos de negócios facilita a identificação de padrões de mercado (KOLLER, GOEDHART e WESSELS, 2020). De maneira similar, Penam (2013) ressalta que a abordagem dos múltiplos EBITDA fornece insights valiosos sobre a eficiência operacional, alinhando a expectativa dos investidores com a realidade do mercado.

Desse modo, o múltiplo de EBITDA é calculado conforme a equação:

$$\text{Múltiplo EBITDA} = EV / \text{EBITDA} \quad (2)$$

Onde: EV = valor da empresa, também conhecido como ‘Enterprise Value’; e EBITDA = o desempenho operacional antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

Em face disso, Frezatti (2017, p. 120) considera "o EV é uma métrica abrangente que integra diferentes dimensões financeiras, permitindo que o múltiplo EBITDA capture o

valoreconômico da empresa de forma completa". Dessa maneira, o cálculo do EV se torna essencial para a aplicação do múltiplo EBITDA, pois ele irá refletir o valor total da empresa para todos os seus financiadores, incluindo acionistas e credores. Para encontrar o valor do EV, basta somar o valor de mercado do capital próprio da empresa com sua dívida líquida. Ou seja, o EV é a diferença entre as dívidas totais e o caixa disponível da empresa. Nesta perspectiva, Brigham e Bhenradt (2021) reforçam que o EV elimina possíveis distorções causadas por diferentes políticas de financiamento, proporcionando maior comparabilidade entre empresas de setores distintos.

Copeland, Keller e Murrin (2001) explicam que a utilização do EBITDA no cálculo do múltiplo EV/EBITDA é essencial para separar o impacto das decisões operacionais das financeiras, permitindo uma avaliação mais neutra e objetiva, pelo fato de o EBITDA ser um indicador operacional responsável por medir a capacidade da empresa de gerar caixa a partir de suas operações principais, excluindo os efeitos de itens não recorrentes ou não operacionais.

Essa combinação entre EV e EBITDA torna o múltiplo EV/EBITDA uma ferramenta prática para comparar empresas de diferentes portes e estruturas. Assim, com base em componentes sólidos e amplamente aceitos, o cálculo do múltiplo EBITDA se destaca como uma abordagem versátil e eficaz para o valuation corporativo.

Uma das principais vantagens do múltiplo EV/EBITDA é a sua capacidade de eliminar distorções causadas por diferentes estruturas de capital e regimes tributários. Damodaran (2012) destaca que, pelo fato de o EBITDA excluir itens como juros e impostos, ele passa a fornecer uma visão clara da performance operacional da empresa, isentando da análise as influências externas à sua gestão. Enquanto Assaf Neto (2020) afirma que esta neutralidade torna o múltiplo mais valioso para avaliações em mercados internacionais ou em setores com maior variabilidade nas condições de financiamento, devido aos riscos e outras influências.

Apesar de ser uma ferramenta com várias facilidades e aplicabilidades, o múltiplo EBITDA apresenta algumas limitações importantes. Para Damodaran (2012, p. 186) "o EBITDA é uma métrica histórica que não capta a dinâmica das expectativas de crescimento futuras, o que pode levar à subestimação ou superestimação do valor real da empresa". Ao se concentrar apenas no desempenho operacional presente o múltiplo passa a desconsiderar as perspectivas futuras de crescimento ou planos estratégicos da empresa que serão adotados. Essa ausência de consideração ao crescimento futuro pode resultar em avaliações menos precisas, especialmente para empresas em estágios iniciais ou em mercados dinâmicos onde as

expectativas de crescimento são essenciais para o valuation, o que seria o caso dos clubes de futebol no Brasil, tendo em conta a conjuntura futura do setor com a potencial criação de ligas para representar os clubes, entrada de capital estrangeiro, valorização das marcas e dos produtos envolvidos.

Por outro lado, a ressalva apresentada por Assaf Neto (2020, p. 112) é de que "o EBITDA não considera adequadamente a valorização de ativos tangíveis ou intangíveis, o que pode distorcer o verdadeiro valor da empresa, especialmente em setores onde esses ativos são críticos para o modelo de negócios". Indústrias que possuem infraestrutura manufaturada e tecnologia, possuem ativos significativos que não são completamente capturados pelo EBITDA, o que também é observado em times de futebol. Desta maneira, esta limitação pode levar a uma avaliação incompleta do valor da empresa.

Apesar disso e para uma melhor aplicabilidade do EBITDA, Póvoa (2015) diz que fazer uma análise das tendências históricas do múltiplo permite a identificação de variações sazonais ou eventos pontuais que podem ter distorcido os valores em determinados períodos. Isso irá ajudar a ajustar melhor o valuation para refletir a realidade da empresa e suas condições operacionais específicas, evitando que os cálculos sejam poluídos por fatores externos ou não recorrentes, proporcionando uma base mais sólida para a análise e decisão de investimento.

Desse modo, Damodaran (2012) recomenda que, para uma melhor usabilidade do método, haja uma combinação do múltiplo EBITDA com o método de Fluxo de Caixa Descontado, pois a combinação dos dois métodos irá permitir que os analistas consigam capturar tanto a performance operacional passada, quanto as perspectivas futuras de geração de caixa, o que irá ajudar na precisão do valuation. Essa combinação também facilita a comparação entre empresas com diferentes níveis de maturidade, ajustando as avaliações para refletir as diferenças nos fluxos de caixa projetados, o que será realizado neste trabalho para os clubes de futebol do Brasil que se converteram em sociedades anônimas do futebol e tem cada qual suas nuances financeiras.

### ***2.3.3 Fluxo de Caixa Descontado***

O valuation pelo método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é um dos métodos mais utilizados quando o assunto é a precificação ideal de um ativo. Seu método é baseado na premissa de que o valor de um ativo deve refletir os fluxos de caixa futuros que ele gerará,

ajustados a valores presentes. Brealey (2020) destaca que o modelo parte de um princípio cristalino das finanças pois considera que o valor de um real hoje vale mais do que um real no futuro, devido às incertezas associadas ao tempo, à inflação e o custo de oportunidade do capital investido.

Para Damodaran (2012, p. 27) “o valor de um ativo não está no que foi pago por ele ou no que ele custou para ser construído, mas sim na sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros”. Desta maneira, pode-se afirmar que o método utiliza a projeção futura do fluxo de caixa e os descontado a uma taxa que reflita o risco do investimento. Portanto, o primeiro passo é estimar os fluxos financeiros que um investimento é capaz de gerar e, em seguida, estimar o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, afinal a taxa utilizada para atualizar os fluxos futuros a valor presente dependerá desses valores.

Dada essa intuição por trás do modelo e seus resultados eficazes, o FDC se destaca como um dos métodos mais completos, pois está fundamentado na capacidade real de determinado negócio gerar riqueza ao longo do tempo, embora existam outras abordagens como as analisadas nas seções anteriores. Por isso, autores como Rappaport (1998) afirmam que este método de avaliação permite os gestores e investidores tomarem decisões mais racionais e alinhadas com a criação de valor a longo prazo.

A primeira etapa do cálculo do FCD é a projeção dos fluxos de caixa futuros, que consiste em calcular o montante financeiro que a empresa irá gerar ao longo dos anos. Essa projeção deve ser baseada em análises detalhadas de receitas, custos, investimentos e outros fatores que afetam a geração de caixa. É importante sublinhar que a precisão do valuation, conforme Fernandez (2017, p. 120), "depende da capacidade do analista de prever fluxos de caixa realistas, evitando projeções excessivamente otimistas ou conservadoras". O que muitas vezes ocorre na realidade do futebol e será evitado neste trabalho, pois os fluxos de caixa estimados serão projetados com base nas demonstrações financeiras dos clubes brasileiros que se tornaram SAF, tomando o devido cuidado para estimar as taxas de desconto precisas para trazer esses fluxos de geração riqueza futura à valor presente.

Rappaport (1998) considera que a taxa de desconto deve refletir não apenas o custo de capital, mas também os riscos específicos da empresa e do setor em que ela atua. Desta forma, empresas mais arriscadas ou com maior volatilidade nos seus fluxos de caixa tendem a ter taxas de desconto mais elevadas, enquanto negócios mais previsíveis e estáveis podem se beneficiar de taxas menores. Logo, cada clube terá seu próprio custo de capital, respeitando cada realidade.

Neste contexto, tem-se como ponto de partida o CAPM (Capital Assets Pricing Model), desenvolvido por Jack Treynor, William Sharpe, John Lintner e Jan Mossin, no início da década de 1960, a partir das ideias anteriormente apresentadas Dharry Markowitz (1952), na teoria moderna do portfólio. Em suma, o modelo CAPM forneceu a primeira estrutura coerente para relacionar o retorno exigido de um investimento ao risco desse investimento (PEROLD, 2004).

Portanto, é o principal método utilizado para calcular o custo do capital próprio ( $K_e$ ) de uma empresa, determinando, assim, a taxa de desconto ajustada para descontar os fluxos de caixa de cada clube. Assim, o custo do capital próprio, é definido pela seguinte fórmula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (3)$$

Sendo:

- $K_e$  = Custo do Capital Próprio
- $R_f$  = Taxa de juros livre de risco
- $R_m$  = Retorno da carteira de mercado
- $\beta$  = Coeficiente Beta do ativo

Destarte,  $(R_m - R_f)$  compreende o prêmio de risco do mercado e o beta ( $\beta$ ) é medido pela covariância entre o retorno do ativo e o retorno da carteira de mercado, dividido pela variância da carteira de mercado. Ou seja:

$$\beta = \frac{COV(R_i; R_m)}{VAR(R_m)} \quad (4)$$

Onde:

- $R_i$  = Retorno da Ação
- $R_m$  = Retorno do Mercado.

Em face disso, Serra (2019) explica que o custo do capital próprio ( $K_e$ ) é uma medida que demonstra as expectativas de retorno dos acionistas em relação ao capital investido e denotam o retorno mínimo que os investidores exigem para alocar recursos em determinado ativo com risco, o que neste estudo representa a própria SAF. Por outro lado, o custo do capital de terceiros ou custo da dívida ( $K_d$ ) é, de acordo com Assaf Neto (2020), definido conforme os passivos onerosos pertencentes aos empréstimos e os financiamentos de uma empresa, isto é, o custo com juros que a empresa tem ao se financiar com capital externo.

Neste sentido, Santos (2018) enfatiza que o custo do capital de terceiros ( $K_d$ ) representa

o custo da dívida, ou mais precisamente, o total despendido para o pagamento de despesas financeiras, que representa o serviço da dívida do clube em análise. Desse valor pode ser deduzida a alíquota do Imposto de Renda (IR), porque a despesa reduz o lucro tributável e, por conseguinte, a quantia de impostos a ser paga (um benefício fiscal oriundo do pagamento de dívidas).

Por fim, o custo médio ponderado de capital, do inglês *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), combina o custo de capital próprio ( $K_e$ ) obtido pelo CAPM, e o custo de capitais de terceiros ( $K_d$ ), representado percentualmente pelo custo de cada clube com pagamento de juros relacionado às operações de empréstimos e financiamentos, ponderada pelo percentual de cada fonte de financiamento que a empresa vai utilizar (SANTOS, 2018). Desse modo, o WACC é dado pela seguinte equação:

$$WACC = \left( K_d \times (1 - IR) \times \frac{D}{D + PL} \right) + \left( K_e \times \frac{PL}{D + PL} \right) \quad (5)$$

Onde:

- $K_d$  = Custo do Capital de Terceiros (*debt*)
- IR = Alíquota do imposto de renda;
- D = Valor da dívida (credores);
- PL = Valor do capital próprio (acionistas);
- $K_e$  = Custo do Capital Próprio (*equity*)

Em síntese, o WACC é a taxa mínima de retorno que a empresa precisa gerar para cumprir suas obrigações e atender às expectativas dos investidores, logo será a taxa de desconto utilizada no método do fluxo de caixa descontado (FDC). Nesta altura, convém destacar o que aponta Damodaran (2012, p. 214), já que "a escolha da taxa de desconto é um dos fatores mais críticos no valuation, pois um pequeno erro nessa variável pode levar a diferenças significativas no valor final estimado".

No entanto, vale dizer que os fluxos são divididos em dois períodos distintos: período explícito e perpetuidade, sendo o valor de uma empresa a soma de ambos. Logo, para o período explícito se assume um hiato temporal de 5 a 10 anos, tido na literatura como um intervalo razoável de tempo para este tipo de projeção.

Já a perpetuidade é um fluxo adicional a este período explícito que indica que a empresa vai continuar existindo no tempo, logo este fluxo de caixa contempla essa lógica nas estimações,

o que torna o valuation pelo método do FDC muito próximo da prática corporativa e da economia real. Isto posto, o valor explícito da empresa é representado da seguinte maneira:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCDE_t}{(1 + WACC)^t} \quad (6)$$

Onde:

- FCDE = Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa;
- WACC = Custo Médio Ponderado de Capital;
- t = período.

Em que o somatório dos Fluxos de Caixa Disponíveis para a Empresa (FCDE), do período 1 ao t, são trazidos à valor presente por uma taxa representada pelo WACC. Em seguida, é projetado o período de perpetuidade ou valor residual, já que o clube não irá encerrar suas atividades no último período do período explícito. Neste contexto, Koller, Goedhart e Wessels (2020) apontam que esta é outra etapa crítica do cálculo do FCD, porque "o valor residual muitas vezes representa a maior parte do valor presente de uma empresa, tornando sua correta estimativa um fator crítico na precisão do valuation". Como a formulação acima propõe, esse valor também é trazido ao presente utilizando a mesma taxa de desconto aplicada aos fluxos de caixa anteriores, garantindo a coerência do cálculo Olivo (2021).

Além disso, ao pressupor que a empresa estenderá suas atividades por tempo indeterminado ( $t=\infty$ ), deve se atentar para o fato de que no longo prazo, sua expectativa de crescimento tende a convergir para a média do setor, e dificilmente irá superar a taxa de crescimento da economia em que está inserida. Portanto, deve-se considerar que o fluxo de caixa final do período explícito crescerá a uma taxa constante (g), que deve ser inferior a expectativa de crescimento da economia e a taxa de desconto utilizada para a perpetuidade Damodaran (2012).

Desse modo, entende-se que o período residual (ou perpetuidade) da empresa inicia-se no final do período de projeção explícito, e o valor presente desses fluxos indeterminados de caixa é obtido admitindo uma taxa de crescimento constante (g) após um determinado número de anos (n). Isto significa que, se a firma alcançar sua estabilidade operacional e depois de (n) anos começar a crescer a uma taxa de crescimento constante (g), o Valor da Empresa poderá ser

descrito como:

$$Valor da Empresa = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCDE_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCDE_{n+1}/(WACC-g)}{(1+WACC)^n} \quad (7)$$

Em que:

- FCDE = Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa;
- WACC = Custo Médio Ponderado de Capital;
- t = período;
- n = período em que a empresa atinge a estabilidade;
- g = taxa de crescimento constante.

Assim, o modelo mostra-se como uma das principais metodologias de valuation utilizadas, pois a sua capacidade de estimar o valor da empresa independe das condições do mercado ou de valores históricos contábeis, sendo diferente do método de múltiplos que pode ser afetado por bolhas especulativas ou ciclos econômicos. Para Rappaport (1998, p. 34), “a avaliação baseada em fluxos de caixa descontados é a única abordagem que alinha os interesses de investidores e gestores no longo prazo, pois foca na geração de valor sustentável”. Esse modelo possibilita a realização de análises de sensibilidade, permitindo que investidores e gestores avaliem o impacto de diferentes cenários econômicos sobre o valor da empresa, tornando-se uma ferramenta fundamental na tomada de decisões estratégicas.

Em adição, Damodaran (2012, p. 87) sentencia que “o valuation por fluxo de caixa descontado é a metodologia mais precisa para estimar o valor real de uma empresa, pois se baseia em seus fundamentos financeiros e não em oscilações de mercado”. Dessa forma, o processo de cálculo do FCD é dividido em etapas fundamentais que garantem uma avaliação sólida e confiável. Por fim, a última etapa do cálculo do FCD consiste na soma dos valores presentes dos fluxos de caixa e do valor residual, determinando o valor final da empresa, quando os analistas e investidores conseguem obter um valor estimado confiável, fundamentado em princípios financeiros sólidos e alinhado com a realidade econômica da empresa.

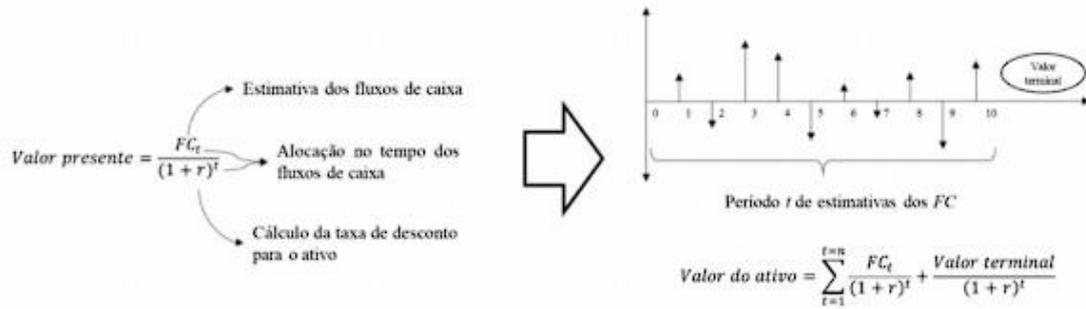


Figura 1: Ilustração da Ferramenta de Fluxo de Caixa Descontado para Valuation Fonte: Adaptado de Bortolai (2022)

Uma das principais vantagens do FCD é sua capacidade de refletir o valor intrínseco da empresa, considerando exclusivamente sua capacidade de geração de caixa. Além disso, o método permite a adaptação a diferentes realidades corporativas, uma vez que os fluxos de caixa podem ser ajustados conforme diferentes cenários de crescimento e risco (KOLLER, GOEDHART e WESSELS, 2020). Essa flexibilidade torna o FCD uma ferramenta valiosa para investidores e gestores que buscam uma avaliação mais profunda e estratégica dos ativos, permitindo tomadas de decisão fundamentadas em projeções concretas e não em volatilidades de curto prazo.

Outra vantagem significativa do FCD é sua capacidade de incorporar riscos e incertezas na avaliação, principalmente por meio da definição da taxa de desconto. Esse aspecto é fundamental, pois diferencia o FCD dos métodos anteriores (valor contábil ou múltiplos EBITDAs), que muitas vezes ignoram peculiaridades da empresa avaliada. Dessa forma, o FCD permite uma avaliação mais criteriosa e personalizada, uma vez que considera o risco específico do negócio ao invés de depender exclusivamente de comparações externas.

No entanto, apesar dessas qualidades, o FCD apresenta limitações consideráveis relacionadas à dificuldade na previsão de fluxos de caixa futuros. Como ressaltam Brealey e Myers (2020, p. 229), "projetar fluxos de caixa para períodos longos envolve um alto grau de incerteza, pois o ambiente econômico e setorial pode mudar drasticamente". Além disso, pequenas variações nas premissas adotadas, como taxa de crescimento ou custo do capital, podem impactar significativamente o resultado final do valuation, aumentando o risco de imprecisões. Outra desvantagem adicional do FCD é a complexidade e o alto nível de conhecimento necessário para sua aplicação eficaz, porque, como bem advoga Pratt (2020), o valuation por FCD exige um conhecimento profundo de finanças, contabilidade e modelagem

financeira para ser conduzido de forma precisa.

Diferente de métodos mais simples, como a avaliação baseada em múltiplos ou pelo mero valor contábil das firmas, o FCD requer a construção de projeções financeiras detalhadas e um entendimento claro das dinâmicas do setor e da empresa analisada. Isso torna sua aplicação mais difícil para investidores iniciantes ou empresas com informações financeiras limitadas, dificultando sua ampla utilização no mercado. Apesar dessas restrições, o FCD continua sendo um dos métodos mais utilizados na literatura e nas práticas de mercado no ato de construir um valuation, mas deve ser utilizado com cautela, considerando suas limitações e a necessidade de análises complementares.

#### ***2.3.4 Modelo Multivariado de Markham (MMM)***

Segundo Maguire (2021) em "The Price of Football: Understanding Football Club Finance", não existe um valor preciso ao avaliar clubes ou jogadores de futebol. A mensuração desses ativos possui caráter híbrido, combinando aspectos científicos e subjetivos. Nesse mesmo sentido, Grafietti (2020), em texto provocativo intitulado "Quanto vale um clube de futebol? Os cálculos e as idiossincrasias do negócio da bola", ressalta que nada é tão simples quanto parece no processo de definição do valor de um clube.

Em organizações empresariais convencionais, é possível mensurar receitas e dívidas e projetar seu comportamento futuro com relativa previsibilidade. Dessa forma, o valuation empresarial tende a se basear em premissas quantificáveis, sendo o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) o método mais usual. Contudo, sua aplicação aos clubes de futebol encontra limitações relevantes, uma vez que pressupõe rentabilidade constante e projeções de receitas confiáveis. Na prática, a maioria das equipes opera de maneira deficitária e enfrenta elevada incerteza em função da performance esportiva, tornando o FCD inadequado como ferramenta universal e precisa de avaliação.

Outro procedimento recorrente é o método de múltiplos, baseado na análise de ativos comparáveis e na multiplicação do EBITDA ou da receita por indicadores de mercado. Apesar de amplamente utilizado, esse método apresenta fragilidades quando aplicado ao setor esportivo. Ele desconsidera variáveis cruciais, como nível de endividamento, controle de custos, ativos tangíveis e capacidade de geração de lucro, resultando, assim, em estimativas instáveis e pouco confiáveis.

Nesse contexto, o Modelo Multivariável de Markham (MMM) se apresenta como a proposta mais adequada à realidade do futebol. Inspirado no artigo seminal de Markham (2013), "What is the Optimal Method to Value a Football Club?", o modelo multivariável em destaque foi desenvolvido a partir da análise de clubes da Premier League e busca incorporar características específicas da indústria. O autor distingue metodologias tradicionais de avaliação empresarial, como o FCD, a capitalização de mercado e o valor de liquidação, de métodos voltados especificamente ao setor esportivo, como os modelos Forbes Valuation, Broker Valuation e múltiplos de receita. Contudo, seu principal objetivo é evidenciar a pertinência do MMM e levantar o questionamento sobre a ausência de uma técnica universalmente aceita em uma indústria que movimentou £ 2,9 bilhões, apenas na Inglaterra, na temporada 2010/11.

Visando suprir as lacunas dos modelos anteriores, o MMM, ao integrar variáveis como lucro líquido, ativos, receitas, despesas com pessoal, capacidade e ocupação dos estádios, constitui uma proposta mais condizente com a especificidade do setor. Por isso, Chauhan e Khainar (2020) enfatizam que o modelo, embora mais complexo que os múltiplos de receita, mantém simplicidade metodológica e se diferencia por utilizar dados contábeis auditados e indicadores de desempenho específicos (Key Performance Indicators – KPIs). Além disso, essa abordagem confere flexibilidade à fórmula, permitindo sua adaptação às particularidades de cada clube (VEIGA, 2022; IRANI, 2023)

Maguire (2021) também enaltece os méritos do modelo de Markham, destacando sua precisão em casos concretos. Como exemplo, cita a aquisição de 30% das ações do Arsenal pelo empresário Stan Kroenke em 2018, por £ 550 milhões, uma transação que implicava a avaliação total do clube em £ 1,83 bilhão. Fato é que, poucos meses antes da operação ser concretizada e divulgada, o University of Liverpool Football Industry Group havia estimado, com base no MMM, o valor de £ 1,82 bilhão para a equipe, demonstrando a robustez do modelo diante de uma transação real de mercado.

Logo, este trabalho irá replicar o Modelo Multivariado de Markham, pois este é o único trabalho que distingue-se por analisar sete diferentes métodos de avaliação, incluindo o modelo multivariável proposto pelo próprio autor, que considera tanto indicadores financeiros quanto métricas operacionais de desempenho (Markham, 2013).

Para fins comparativos, todos os modelos foram aplicados a um período de nove temporadas, a saber: 2003 à 2012. A base de dados utilizada inclui as demonstrações financeiras

auditadas dos clubes da Premier League Inglesa (EPL), além de informações operacionais fornecidas pelas próprias equipes. Ao confrontar os resultados com os preços reais de venda, o autor conclui que o Multivariate Model de Markham apresenta-se como o mais eficaz na determinação do valor dos clubes da EPL1.

Desse modo, o modelo utilizado para determinar o valor dos clubes que compõem a amostra deste estudo também será baseado no Modelo Multivariado de Markham (MMM), que considera as seguintes variáveis:

$$\text{Valor do Clube MMM} = (R + PL) \times [(LL + R) / R] \times [(\% CE) / (\%RS)] \quad (8)$$

Onde:

- R = Receitas
- PL = Patrimônio Líquido
- LL = Lucro Líquido
- CE = % da Capacidade do Estádio (taxa de ocupação)
- RS = % da Folha Salarial em relação a arrecadação

A receita corresponderáa todo o montante que o clube conseguiu gerar ao longo do ano anterior, dados estes divulgados pelos próprios clubes no portal da transparência. Dentro desses valores estão incluídas diversas fontes de faturamento, como os ingressos vendidos nos jogos, os contratos de direitos de transmissão com emissoras de TV e plataformas digitais, os patrocínios de empresas que estampam suas marcas nos uniformes ou no estádio, além dos programas de sócio-torcedor e até negociações comerciais de marketing. Esse indicador é fundamental porque reflete a capacidade de geração de caixa e mostra o tamanho econômico do clube dentro do mercado.

Já o Patrimônio Líquido irá representar a diferença entre tudo o que o clube possui (ativos) e tudo o que deve (passivos). O Lucro Líquido corresponde ao resultado final após deduzir todas as despesas, custos e obrigações das receitas. Quando o valor é positivo, significa que o clube conseguiu ser eficiente, gerando lucro ao longo do período. Quando negativo, aponta prejuízo, ou seja, que os gastos foram superiores ao faturamento.

A % da Capacidade do Estádio trata-se da taxa média de ocupação do estádio em dias de jogo, analisadas ao ano anterior da venda da SAF. Esse indicador mostra não apenas o número de torcedores presentes, mas principalmente o nível de engajamento da torcida com o clube. Uma alta taxa de ocupação sinaliza uma base de torcedores ativa e participativa, que gera

receitas de bilheteria, fortalece o clima de apoio ao time e aumenta a atratividade do clube para patrocinadores. E será calculada através da fórmula a seguir:

$$CE = (P - C) \times 100 \quad (9)$$

Onde:

- CE = Taxa de ocupação do estádio em percentual;
- P = Público médio presentes nos jogos;
- C = Capacidade total do estádio.

Utilizando a aplicação desta fórmula nos dados dos times estudados, chegamos nos resultados demonstrados no Quadro 1:

**Quadro 1 – Taxa de Ocupação dos clubes**

Clubes	Ano analisado	Média de público	Capacidade do estádio	Taxa de ocupação
<b>Atlético Mineiro</b>	2022	22.193	45.292	49%
<b>Bahia</b>	2022	24.772	48.573	51%
<b>Botafogo</b>	2021	13.216	45.573	29%
<b>Cruzeiro</b>	2021	21.828	62.366	35%
<b>Vasco</b>	2021	15.203	33785	45%

Folha Salarial em relação à arrecadação indica qual parte da receita total do clube está comprometida com o pagamento de salários de jogadores, comissão técnica e funcionários. Será definida pela seguinte fórmula:

$$RS = (FS - R) \times 100 \quad (10)$$

Onde:

- RS = % da Folha Salarial em relação a arrecadação
- FS = Folha Salarial
- R = Receitas

Quando esse percentual é muito elevado, o clube pode se tornar financeiramente vulnerável, já que grande parte do que arrecada é destinada apenas para cobrir salários, restando pouco espaço para investimentos em infraestrutura ou outras áreas. Por outro lado, quando o percentual é equilibrado, o clube demonstra boa gestão de recursos, utilizando sua arrecadação de forma mais eficiente.

Visto isso, na seção seguinte a metodologia do trabalho será devidamente detalhada.

---

<sup>1</sup> Neste tópico convém destacar que o desenvolvimento do futebol inglês como atividade empresarial reconhecida internacionalmente remonta a 1885, quando a *Football Association* autorizou pela primeira vez o pagamento a jogadores (Taylor, 2006), marco considerado o início do profissionalismo no esporte no país. Nesse mesmo ano, o Birmingham City tornou-se o primeiro clube a adotar a forma jurídica de sociedade de responsabilidade limitada. No entanto, tal mudança teve impacto reduzido na administração financeira das agremiações, que, até a criação da Premier League em 1992, eram geralmente controladas por empresários locais interessados mais no prestígio social proporcionado pelo futebol do que em retorno financeiro. A partir de 1992, alguns clubes da EPL optaram por captar recursos por meio da abertura de capital em bolsa. À época, essa escolha era estratégica, pois o acesso a investidores privados ainda era restrito. Contudo, as exigências de transparência impostas pelo mercado de capitais podiam se chocar com os objetivos estratégicos das equipes. Um exemplo claro é que clubes listados precisavam informar à bolsa eventuais negociações para contratar jogadores de destaque, enquanto clubes não listados não tinham tal obrigação (Markham, 2013). Esse fator ajuda a explicar por que, em 2013, apenas cinco clubes britânicos estavam listados ou parcialmente listados em bolsa, número bem inferior aos 20 registrados em 2002 (Bell et al., 2012). Além disso, as ações de clubes de futebol negociadas em bolsa apresentavam baixa liquidez e pouca valorização, em grande parte porque seus acionistas eram torcedores que mantinham os papéis por vínculo emocional com o clube, e não pelo interesse em obter ganhos financeiros.

### 3. METODOLOGIA

Para alcançar o objetivo deste trabalho de realizar uma avaliação acurada dos clubes brasileiros que figuram na Série A do Campeonato Brasileiro de 2025 e que passaram pelo processo de transformação em SAF, após vigência da lei 14.193/2021, foi empregada uma metodologia quantitativa, aplicando os métodos de valuation para estimar o valor dessas agremiações esportivas, com foco nos métodos do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e Modelo Multivariado de Markham (MMM).

Em primeiro lugar, foram coletadas as informações nas demonstrações contábeis e financeiras dos clubes que compõem a amostra. Os dados foram organizados e as metodologias empregadas para calcular o justo valor de cada equipe por meio de cada método. Como os times não foram vendidos em sua totalidade, uma vez que a lei 14.193/2021 permite que o time venda apenas até 90% de suas participações acionárias, ficando o restante por gerência interna do clube, foi proposto um fator de ponderação, que corresponde ao percentual vendido de cada equipe. Por exemplo: o Atlético Mineiro vendeu apenas 75% de suas ações para a SAF, logo, o valor encontrado pelas metodologias financeiras foi multiplicado pelo fator de 0,75 que corresponde ao total transacionado. O que para o caso do Cruzeiro seria de 90%, respectivamente. Assim, os valores encontrados podem ser ajustados para a realidade de cada operação.

Uma vez que os clubes brasileiros ainda não possuem ações listadas em bolsa, a estimação do beta de cada equipe fica prejudicada, principalmente por causa da ausência de dados. Nesse contexto, conforme aponta Bandeira de Mello (2000), há uma dificuldade significativa em desenvolver um modelo eficaz para avaliar risco e retorno no futebol brasileiro contemporâneo: a escassez de dados confiáveis. Em sua pesquisa, já defasada por mais de duas décadas, o autor recorreu às estimativas da Bloomberg para clubes estrangeiros, como o Manchester United, a fim de calcular um beta operacional hipotético para times brasileiros. Na ocasião, o clube inglês apresentava um beta de 0,6 com base em um período de 18 meses anteriores à análise.

No entanto, uma estimativa mais acurada exigiria levar em consideração as diferenças estruturais entre os contextos brasileiro e inglês, como o maior nível de risco da economia brasileira, as várias mudanças recentes na legislação esportiva nacional — contrastando com a estabilidade da legislação inglesa desde 1992 — e o fato de que o Manchester United é uma empresa de capital aberto, listada em bolsa, o que não se aplica aos clubes brasileiros.

Por sua vez, Proni e Libanio (2016) argumentam que, como os clubes de futebol no Brasil não são negociados em bolsa, o ideal seria adotar um beta médio do setor. Segundo Carneiro Junior e Bergmann (2013), esse beta médio para clubes europeus, ao longo do período analisado, foi de 0,43. Isso indica que, em média, os times são considerados investimentos conservadores, pois, caso o índice S&P500 tenha uma queda de 1%, espera-se que os retornos dos clubes caiam cerca de 0,43%. Apesar das diferenças já mencionadas entre os cenários europeu e brasileiro, os autores utilizam esse valor como parâmetro para o Brasil.

Para suprir esta lacuna, optou-se por recorrer a literatura mais recente neste sentido. De acordo com Bandeira de Mello (2000), em seu estudo, o autor utilizou dados da Bloomberg sobre o Manchester United, que apresentava, um beta estimado de 0,6. Contudo, visando a prudência na análise financeira e a conjuntura específica do ambiente do futebol no Brasil, foi acrescido um risco adicional de 0,6, uma espécie de risco adicional que incorporaria o maior risco mercado brasileiro em relação ao mercado de futebol europeu.

Tal estratégia está em perfeita harmonia com a literatura de risco em projetos, que adota o ajuste único na taxa de desconto com uma alternativa viável para ajustar o risco do ativo as nuances existentes e ausência de informações da firma analisada Assim, o beta adotado para os clubes será de 1,2 (um beta alavancado considerando o setor). Com base nesses dados, o WACC considerado foi determinado em 14% ao ano, valor em consonância com a média utilizada na literatura para o futebol brasileiro, que varia de 12 a 18% a.a. (BARTOLAI, 2022).

As taxas de crescimento utilizadas nas projeções foram de 4,0% para o período explícito (5 anos de fluxos de caixa projetados referentes ao período de estabilidade) e 2,9% para o período de perpetuidade (após os clubes já atingirem a estabilidade, já que se espera que os clubes vão continuar existindo no tempo, após o período explícito de 5 anos). Como os clubes vão manter suas atividades por tempo indeterminado ( $t=\infty$ ), o  $g$  (taxa de crescimento) está restrito ao crescimento da economia (PIB potencial). Logo, a média de crescimento do PIB do Brasil nos últimos 10 anos foi utilizada para chegar ao valor de 2,9% ( $g$ ) para o período da perpetuidade.

A amostra do estudo contempla todos os clubes de futebol do Brasil que atualmente figuram na Primeira Divisão Nacional (Série A do Campeonato Brasileiro), a saber: Botafogo de Futebol e Regatas; Club de Regatas Vasco da Gama; Clube Atlético Mineiro; Cruzeiro Esporte Clube; Esporte Clube Bahia; que a seguir serão detalhados por ordem crescente e cronológica de transformação em SAF.

O Cruzeiro Esporte Clube enfrentou uma crise financeira devastadora nos últimos anos, resultando em uma dívida superior a R\$1,1 bilhão em 2020, conforme reportado pelo Globo Esporte (2021). A gestão financeira do clube foi marcada por erros administrativos graves, incluindo o aumento de dívidas trabalhistas, fiscais e com outros credores. Essa situação foi agravada pelo rebaixamento para a Série B em 2019, o que gerou perda de receitas e prejudicou ainda mais a capacidade do clube de quitar suas obrigações financeiras.

O endividamento crescente, somado à incapacidade de gerar lucros sustentáveis, colocou o Cruzeiro em uma crise quase irreversível, com salários atrasados e sem recursos para reforçar seu elenco. O clube viu sua sobrevivência comprometida, tornando urgente uma reestruturação financeira profunda. Diante desse cenário, o Cruzeiro decidiu adotar o modelo de Sociedade Anônima do Futebol (SAF), com a entrada de Ronaldo Fenômeno como investidor majoritário em 2022. A transformação para SAF foi vista como uma tentativa de reorganizar a gestão financeira do clube e reduzir sua dívida, buscando atrair investimentos privados e garantir uma governança mais eficiente.

O Botafogo também optou pela transformação em SAF e, em 2022, vendeu 90% de suas ações para o empresário norte-americano John Textor por aproximadamente R\$ 400 milhões (FINANCIAL TIMES, 2025). Esse investimento resultou em uma reestruturação significativa, culminando na conquista do Campeonato Brasileiro e da Copa Libertadores em 2024, encerrando um jejum de quase 30 anos sem títulos nacionais (FINANCIAL TIMES, 2025). A gestão de Textor foi marcada por aportes financeiros expressivos e pela implementação de uma administração profissionalizada, servindo de modelo para outros clubes brasileiros.

Além das conquistas em campo, o Botafogo registrou um aumento substancial em suas receitas operacionais, passando de R\$ 141 milhões em 2022 para R\$ 355 milhões em 2023 (CNN BRASIL, 2024). Apesar do crescimento, o clube ainda apresentou um déficit de R\$ 101 milhões em 2023, refletindo os altos investimentos realizados para montar um elenco competitivo (CNN BRASIL, 2024). A estratégia de Textor incluiu a contratação de jogadores de destaque, como o argentino Thiago Almada, visando não apenas resultados esportivos imediatos, mas também a valorização dos ativos do clube.

Já o Vasco da Gama, em 2022, enfrentava uma dívida estimada em R\$700 milhões (ESPN 2023). Para reverter essa situação, o clube vendeu 70% de sua SAF para o grupo norte-americano 777 Partners por R\$700 milhões (VASCO DA GAMA, 2022), acordo que incluiu o novo dono a assumir as dívidas do clube. Contudo, a gestão da 777 Partners enfrentou desafios.

Em 2023, a SAF do Vasco realizou um empréstimo de US\$5 milhões para uma empresa do grupo 777, operação que gerou polêmica entre torcedores e membros do Conselho Deliberativo devido à falta de transparência (GLOBO ESPORTE, 2023). Assim, o grupo deixa a entender que o modelo SAF não necessariamente terá uma transparência 100%, tal ato dependerá da gestão que estiver atuando. Apesar das controvérsias, a 777 Partners manteve seu compromisso de investimento, com a maior parcela prevista para 2024, visando tornar o Vasco competitivo e sustentável financeiramente.

Em 2023, o Bahia aderiu ao modelo SAF ao vender 90% de suas ações para o City Football Group por R\$ 1 bilhão, com um compromisso de investimento de R\$ 500 milhões em direitos de atletas e R\$ 200 milhões em infraestrutura ao longo de 15 anos (FINANCIAL TIMES, 2025). Esse aporte financeiro permitiu ao clube investir R\$50 milhões na contratação de sete jogadores em 2024, resultando no retorno à Copa Libertadores após 35 anos (FINANCIAL TIMES, 2025). A parceria com o grupo internacional visa não apenas o fortalecimento do elenco, mas também a modernização da estrutura do clube, buscando sustentabilidade e competitividade a longo prazo.

Nos últimos anos, o Clube Atlético Mineiro enfrentou uma grave crise financeira, com dívidas que ultrapassaram os R\$1,3 bilhões de reais (ESPN, 2023). Esta crise financeira vivenciada pelo Atlético Mineiro já vinha desde o período de pandemia, onde diminuiu a arrecadação por conta do congelamento de campeonatos e diminuição da venda de produtos e ingressos de jogos. Mesmo com o clube sendo campeão de alguns títulos nacionais, consequentemente aumentando a sua arrecadação, a má gestão do clube ocasionou em transformar o Atlético no time mais endividado do Brasil.

Para enfrentar essa realidade, o Atlético-MG optou por se transformar em uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF), concluindo a transição em novembro de 2023. Nesse processo, a Galo Holding adquiriu 75% das ações da SAF por R\$ 913 milhões, dos quais R\$ 313 milhões foram destinados à quitação de dívidas com investidores anteriores (CLUBE ATLÉTICO MINEIRO, 2023). A associação manteve os 25% restantes das ações.

Diferentemente dos outros clubes mencionados, o Fortaleza optou por uma SAF minoritária. Em 2023, o clube aprovou a transformação mantendo 100% das ações sob controle da associação, com a possibilidade de vender até 15% para investidores no futuro (DIÁRIO DO NORDESTE, 2023). Essa estratégia visa preservar a gestão atual enquanto busca capitalização para crescimento sustentável. Como o estudo visa a avaliação somente dos clubes que foram vendidos, optou-se por retirar o Fortaleza da amostra.

Dessa feita, foram realizadas avaliações dos clubes da amostra pelo método contábil, múltiplos EBTIDA (ajustado também para múltiplos EV/Receitas) e, em seguida, estimados os fluxos de caixa dos clubes (orçamento de capital) e determinados o valor de cada entidade pelo FCD, à época da transformação em SAF.

Por fim, foi conduzida uma valuation com base no Modelo Multivariado Markham (MMM), método mais sofisticado e atual para avaliar entidades esportivas da indústria do futebol. Vale destacar que os resultados do MMM são baseados nas receitas e no lucro líquido do exercício que precede a transformação em SAF, com os seguintes ajustes: a média de público foi extraída do banco de dados do Transfermarkt, sendo utilizada a média de público do Campeonato Brasileiro de 2017-2019 como proxy, dada a menor ocupação média observada entre 2020 e 2021, devido às restrições da Covid. Tal recurso também foi adotado em outros estudos (Irani, 2023), evitando pegar a média do período pandêmico, um fato estilizado que prejudicaria a confiabilidade da análise devido ao evento atípico que impactou as taxas de ocupação dos estádios entre 2020 e 2021.

#### 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Os dados utilizados para a construção da metodologia deste estudo foram baseados em uma análise detalhada das informações referentes ao ano anterior à aquisição das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs) pelos investidores. Esse recorte temporal foi escolhido com o objetivo de oferecer um panorama claro e objetivo da situação financeira, administrativa e esportiva dos clubes antes da entrada do capital externo. Dessa forma, é possível compreender com maior precisão os impactos e as transformações promovidas após a mudança de gestão. Todas essas informações estão organizadas e apresentadas de forma sistemática no Quadro 2, que reúne os principais indicadores utilizados na avaliação.

**Quadro 2 – Dados referentes a transformação dos clubes em SAF's**

Clubes	Ano venda SAF	Ano analisado	% vendida	Adquirente
<b>Atlético Mineiro</b>	2023	2022	75%	Galo Holding
<b>Bahia</b>	2023	2022	90%	Grupo City
<b>Botafogo</b>	2022	2021	90%	John Textor
<b>Cruzeiro</b>	2022	2021	90%	Ronaldo Nazário
<b>Vasco</b>	2022	2021	70%	777 Partners

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2025.

O Quadro 3 a seguir representa o valor dos clubes pelo método do valor contábil, encontrado pela diferença entre bens e direitos das equipes (que representam seus ativos) e obrigações (que consistem nos passivos de cada uma delas). Os resultados sugerem que, dos 5 clubes analisados e que se tornaram SAF, apenas o Atlético Mineiro possui valor contábil positivo, uma vez que, no ano que antecedeu a operação de venda do capital social do clube, seu patrimônio líquido era positivo, em R\$225.635.000,00. Tal evidência sugere que, apesar do alto endividamento do clube, seus ativos superavam tais passivos. De maneira distinta, os demais clubes seriam avaliados negativamente, pois o patrimônio líquido seria negativo (o que expressa o valor contábil dessas entidades esportivas).

### Quadro 3 - Avaliação pelo Método Contábil (Patrimônio Líquido)

Clubes	Ativo	Passivo	Patrimônio Líquido
<b>Atlético Mineiro</b>	R\$ 1.936.672.000,00	R\$ 1.711.037.000,00	R\$ 225.635.000,00
<b>Bahia</b>	R\$ 116.364.000,00	R\$ 349.905.000,00	-R\$ 233.541.000,00
<b>Botafogo</b>	R\$ 145.329.000,00	R\$ 936.232.000,00	-R\$ 790.911.000,00
<b>Cruzeiro</b>	R\$ 340.031.000,00	R\$ 1.053.394.000,00	-R\$ 713.363.000,00
<b>Vasco</b>	R\$ 267.676.000,00	R\$ 794.736.000,00	-R\$ 527.060.000,00

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2025.

Com base nos resultados apresentados, verifica-se que, em média, os passivos dos clubes são R\$254.900.000 maiores que os ativos médios dessas agremiações. Ordenando tais valores, teríamos o seguintes valores contábeis (tendo como proxy o patrimônio líquido): Atlético Mineiro (R\$225.635.000); Bahia (-R\$ 233.541.000); Vasco (-R\$ 527.060.000); Cruzeiro (-R\$713.363.000); e Botafogo (-R\$ 790.911.000). Contudo, realizar a avaliação das empresas pelo método contábil não tem sido muito usual na economia moderna, havendo métodos mais sofisticados para este fim. Um exemplo das dificuldades de se avaliar empresas pelo método contábil refere-se ao próprio sistema contábil e o custo histórico como base de valor, uma vez que exceto os elementos do ativo ou passivo sujeitos à amortização, depreciação e exaustão, todos os outros ficam registrados ao custo de aquisição, muitas vezes diferindo dos valores reais de mercado. Um exemplo neste sentido foi enfatizado por Irani (2023), quando foi observada a discrepância existente entre o valor de mercado dos elencos de clubes de futebol e o valor contábil desse grupo de atletas, principal ativo dos clubes.

Conforme sugerido por Scelles et al. (2015), é possível registrar tal fragilidade do método a partir da mera comparação entre valor contábil e valor de mercado dos elencos. Se tomarmos por base os valores contábeis de Cruzeiro, no ano que antecede a operação da SAF, teríamos como intangíveis (rubrica utilizada pelos clubes para registrar o valor do plantel de atletas) um total de 2,7 milhões, enquanto no Transfermarket o valor é de 68,9 milhões, uma diferença de 66,2 milhões.

No caso de Vasco e Botafogo a discrepância é ainda maior, pois o valor de livro dos elencos seriam de 23,9 milhões e 14,2 milhões, respectivamente. Enquanto os valores de mercado indicam um total de 190,8 milhões e 127,2 milhões, diferença substancial de 166,9 milhões e 113 milhões para Vasco e Botafogo, quando confrontados os dados contábeis com os

dados da base de dados Transfermarkt.

Sob esse enfoque, de acordo com Irani (2023), apesar de algumas questões específicas dos contratos de jogadores no Brasil estabelecerem uma taxa para transferências locais (normalmente uma função do salário do jogador) e outra para transferências internacionais. Não fica exatamente claro como os auditores avaliam os jogadores, apenas que fatores como o prazo restante do contrato e a própria avaliação do clube são considerados. Todavia, com base nas transferências reais de jogadores, é razoável supor que as estimativas do Transfermarkt sejam mais precisas do que os números contábeis.

Dadas as restrições do modelo contábil, foi realizada a valuation pelo método de múltiplos EBTIDA, muito comum na avaliação de outras empresas de setores distintos. Em suma, sabe-se que o Cálculo do Valor da Empresa (EV) para um clube de futebol pode ser: i) o valor de mercado (se o clube for uma SAF é o valor pago pelas ações ponderado pela proporção de capital adquirida + Dívidas – Caixa; ii) o valor total dos ativos (para clubes que são associações, como a maioria dos clubes no Brasil, o EV pode ser calculado pelo valor total do ativos, ou seja: ativos circulantes + imobilizados + intangíveis o valor da marca, jogadores e direitos). Desse modo, os múltiplos foram estimados com base no valor total de ativos, uma vez que são utilizados os dados dos clubes antes de se tornar SAF, quando ainda são associações. Os valores encontrados estão reunidos no Quadro 4:

**Quadro 4 - Avaliação por Múltiplos EBITDA**

<b>Atlético Mineiro</b>	R\$ 1.936.672.000,00	-R\$ 317.580.000,00	-6,10
<b>Bahia</b>	R\$ 116.364.000,00	-R\$ 24.937.000,00	-4,67
<b>Botafogo</b>	R\$ 145.329.000,00	R\$ 120.014.000,00	1,21
<b>Cruzeiro</b>	R\$ 340.031.000,00	R\$ 175.162.000,00	1,94
<b>Vasco</b>	R\$ 267.676.000,00	R\$ 143.728.000,00	1,86

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2025.

Nota-se que não dá para avaliar todas as negociações por múltiplo de EBITDA, simplesmente porque alguns dos clubes apresentavam EBITDA negativo. Conforme Grafietti (2020) isto mostra uma das características de quem compra clubes, que é encontrar times que tenham torcida grande, mas que estão em dificuldades e demandam reestruturação. O potencial de ganho financeiro estaria justamente nessa reestruturação para depois vendê-los com ágio.

As evidências indicam que, ao estimar o valor dos clubes pela técnica de Múltiplos EBITDA, teríamos as seguintes avaliações: Cruzeiro (R\$ 175.162.000); Vasco (R\$ 143.728.000); Botafogo (R\$ 120.014.000); Bahia (-R\$ 24.937.000); e Atlético Mineiro (-R\$ 317.580.000).

Os Múltiplos de EBITDA negativos, como um EV/EBITDA negativo, indicam que a empresa não consegue gerar um Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização positivo, o que significa que não gera lucro operacional suficiente para cobrir seus custos, desconsiderando-se serviços da dívida e tributos (o EBITDA, em caso de um país, seria o superávit primário, que demonstra a capacidade do Estado gerar receita suficiente para cobrir seus custos, sem considerar o pagamento de juros).

Essa situação aponta para dificuldades financeiras e pode ser um sinal de alerta para investidores, mas a interpretação exige análise cuidadosa do contexto, como uma fase temporária de investimentos ou custos elevados. Destarte, o EBITDA negativo sinaliza prejuízo operacional, caso em que os clubes não estariam conseguindo cobrir custos e despesas diretamente relacionadas à sua atividade principal de negócio. Decorre daí as dificuldades financeiras tão comum dos clubes brasileiros, o que poderia indicar margens de lucros muito baixas, altos custos operacionais ou uma estrutura de negócios que não gera caixa suficiente.

Neste sentido, a literatura indica que é comum ter o Múltiplo EBITDA negativo em empresas em estágio inicial, como startups, porque exigem investimentos intensivos de recursos em pesquisa, desenvolvimento e formação de clientes, o que não seria o caso dos clubes, instituições centenárias e já consolidadas no setor. Logo, resta a segunda explicação existente na literatura quanto a existência de Múltiplo EBITDA negativo, que é o caso de empresas em reestruturação, pois o EBITDA seria negativo apenas temporariamente, o que seria modificado ante um plano estruturado de recuperação, podendo envolver injeção de capital novo e ajustes na gestão, priorizando o equilíbrio entre receitas e despesas.

Conforme Frezatti (2017), quando o EBITDA é negativo, pode-se utilizar múltiplos baseados na receita (EV/Sales) para avaliar o potencial de crescimento da empresa, mesmo que não seja lucrativa operacionalmente no momento. Assim, como recurso alternativo para emprego da metodologia de múltiplos, poderíamos estimar o múltiplo considerando (EV/Receitas). Como os clubes normalmente apresentam prejuízo (EBITDA negativo, prejuízo líquido, fluxo de caixa livre negativo) e, até o momento, investidores e analistas não possuem um modelo fixo para realizar a avaliação com base em premissas consistentes.

Conforme Irani (2023), em favor da abordagem do múltiplo de receita, ela pode ser avaliada em cenários probabilísticos em vez de determinísticos, mitigando a volatilidade da receita e a incerteza dos múltiplos. Além disso, os múltiplos podem ser aprimorados simplesmente separando os clubes em diferentes "gabinetes" (primeira divisão, intermediária, etc.). Por exemplo, um clube como o Corinthians, localizado em São Paulo e com cerca de 30 milhões de torcedores, naturalmente tem mais potencial de receita com transmissão, licenciamento de marca e patrocínio do que um clube de nível intermediário. Portanto, um múltiplo maior na avaliação incorporaria esses ganhos potenciais. Neste caso, teríamos os valores registrados na Quadro 5 a seguir:

**Quadro 5 - Avaliação por Múltiplos (EV/Receitas)**

Clubes	EV	Receitas	EV/Receitas	Valor do Clube
<b>Atlético Mineiro</b>	R\$ 1.936.672.000,00	R\$ 375.271.000,00	5,16	<b>R\$1.936.398.360</b>
<b>Bahia</b>	R\$ 116.364.000,00	R\$ 100.160.000,00	1,16	<b>R\$ 116.185.600</b>
<b>Botafogo</b>	R\$ 145.329.000,00	R\$ 121.461.000,00	1,57	<b>R\$ 190.693.770</b>
<b>Cruzeiro</b>	R\$ 340.031.000,00	R\$ 118.823.000,00	2,86	<b>R\$ 339.833.780</b>
<b>Vasco</b>	R\$ 267.676.000,00	R\$ 153.993.000,00	1,74	<b>R\$ 267.947.820</b>

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2025.

O múltiplo EV/Receitas serve para mostrar quantas vezes o valor de mercado de um clube é maior que aquilo que ele arrecada em um ano. Essa relação ajuda a entender se o mercado enxerga naquele clube apenas a sua realidade atual ou se projeta um potencial maior de crescimento no futuro. Por isso, valores muito altos indicam que existe uma expectativa de valorização além do que as receitas de hoje conseguem explicar, enquanto valores mais baixos revelam que a avaliação está mais próxima do desempenho financeiro imediato.

No Quadro 3 apresentado, verifica-se que o Atlético Mineiro é o caso mais extremo: seu múltiplo de 5,16 significa que o clube vale mais de cinco vezes sua receita anual. Isso mostra que o mercado aposta fortemente em sua capacidade futura de gerar resultados, seja por conquistas esportivas, expansão da marca ou pela valorização de ativos patrimoniais. Os demais clubes apresentam múltiplos mais modestos: O Bahia tem o menor índice (1,16), o que indica que seu valor de mercado praticamente acompanha sua receita, sem grandes projeções adicionais; e o Botafogo (1,57) e o Vasco (1,74) aparecem em patamares muito próximos,

mostrando que o mercado acredita em algum espaço para crescimento, mas de forma cautelosa. Já o Cruzeiro, com 2,86, revela uma expectativa maior de valorização, embora ainda bem distante do nível atribuído ao Atlético Mineiro.

Em síntese, utilizado o múltiplo de receitas teríamos o seguinte valor para cada clube: Atlético Mineiro (R\$ 1.936.398.360), Cruzeiro (R\$ 339.833.780), Vasco da Gama (R\$ 339.833.780), Botafogo (R\$ 190.693) e Bahia (R\$ 116.185.000). No entanto, os dados de receitas podem captar fatos estilizados, pois o Atlético em 2021 teve o melhor ano de sua história, ganhando o Campeonato Brasileiro, a Copa do Brasil e o Campeonato Mineiro, além de chegar bem na Copa Libertadores, enquanto o Cruzeiro, por exemplo, figurava na segunda divisão e com queda acentuada de receitas.

Contudo, os resultados podem indicar o potencial de crescimento dos clubes, mas as limitações ao uso desse múltiplo foram devidamente evidenciadas no referencial teórico deste trabalho, sendo a mais importante: a estimação dos múltiplos considera os dados atuais das empresas, mas não levam em conta as expectativas futuras dessas mesmas variáveis. Logo, não captaria com eficiência o justo valor dos clubes a valor presente, pois é necessário considerar a capacidade dessas organizações gerar riqueza no futuro. Portanto, o trabalho voltará para a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado para proceder o valuation dos clubes de futebol objeto deste estudo.

Conforme o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), algumas premissas são assumidas para permitir a estimação dos fluxos futuros de cada equipe. Para ilustrar os valores necessários para estimar os fluxos financeiros, podemos partir dos dados do Cruzeiro, que em 2020 atravessava forte crise financeira, rebaixado para a Série B, com queda drástica de receitas, dívidas superiores a R\$ 1 bilhão e alto risco de insolvência. Como o FCD para clubes de futebol é mais incerto do que para empresas tradicionais, pois depende de performance esportiva, torcida, patrocínios, venda de atletas e classificação em torneios, foram realizadas projeções plausíveis à época, vide Quadro 6:

### Quadro 6 - Receitas do Cruzeiro Esporte Clube

Linha de Receitas	2019 (pré-rebaixamento)	2020 (estimado Série B)
Direitos de transmissão	R\$ 70 mi	R\$ 30 mi
Bilheteria + Matchday	R\$ 20 mi	R\$ 5 mi
Patrocínios	R\$ 50 mi	R\$ 25 mi
Sócio-Torcedor	R\$ 15 mi	R\$ 8 mi
Venda de atletas	R\$ 60 mi	R\$ 30 mi
Receita Total	R\$ 215 mi	R\$ 98 mi

Fonte: Adaptado de Cruzeiro Esporte Clube, 2025.

O caso real acima serve para ilustrar o peso da queda de divisão no orçamento dos clubes brasileiros e, posteriormente, o impacto nas projeções de fluxos de caixa. No agregado, os clubes nacionais totalizam R\$6,6 bilhões e um gasto com folha salarial, principal despesa das entidades, de R\$3,2 bilhões. Cabe ressaltar que, a queda de receitas tendem a fazer com que diminua as despesas. Em suma, a distribuição de receitas são concentradas em direitos de transmissão e premiação, negociação de atletas, operações de jogos e resultados comerciais, vide Gráfico 1 a seguir (XP e CONVOCADOS, 2022):

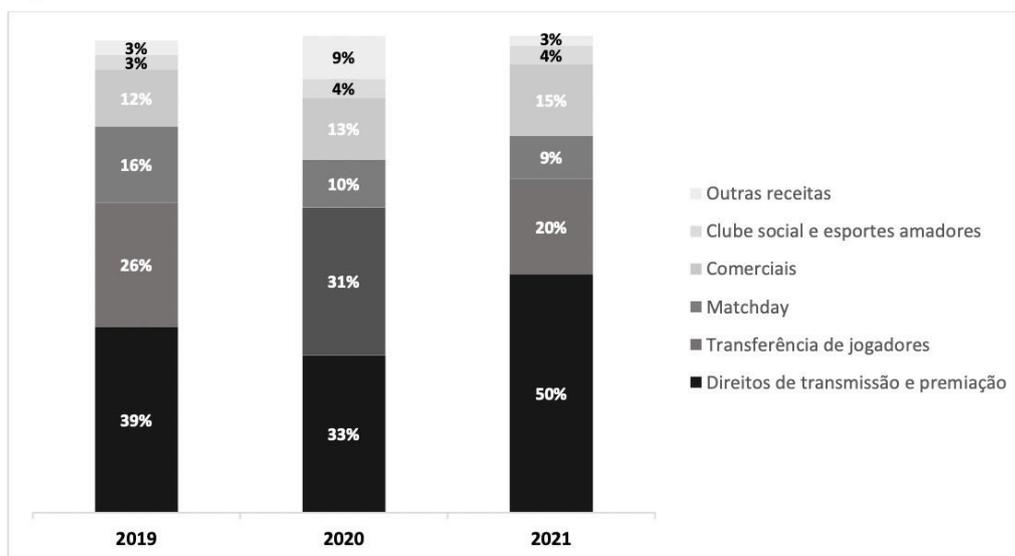


Gráfico 1: Distribuição das Receitas dos Clubes Brasileiros

Fonte: Adaptado de EY (2022) e Bartolai (2022).

O mesmo foi procedido com os custos e despesas, até chegarmos ao EBITDA ajustado de cada clube e o fluxo de caixa anual para 5 anos, que trazidos à valor presente, pelo custo de capital de cada entidade, representa o fluxo de caixa do período explícito. Em seguida, conforme Modelo de Gordon, é estimado um fluxo adicional para a perpetuidade, sendo a soma do fluxo atualizado do período explícito e do período de perpetuidade o valor total de cada clube. Portanto, as principais variáveis utilizadas foram: Projeção de receitas e custos (bilheteria, TV, patrocínios, sócio-torcedor, negociações de atletas, etc.), EBITDA ou fluxo de caixa operacional estimado, investimentos (CAPEX, reforços e/ou amortização de dívidas), taxa de desconto (WACC), ajustada ao risco de clube de futebol brasileiro, e valor terminal (referente a perpetuidade, existência do clube após o período de projeção explícito de 5 anos). O Quadro 7 abaixo detalha os valores finais encontrados para o período explícito e perpetuidade, fundamentais para execução da metodologia do FCD.

**Quadro 7 - Valuation pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD)**

<b>Clubes</b>	<b>Fluxo de Caixa (Período Explícito)*</b>	<b>Fluxo de Caixa (Perpetuidade)**</b>	<b>Valor Total do Clube (FCD)</b>
<b>Atlético Mineiro</b>	197.420.000	343.420.000	<b>540.840.000</b>
<b>Bahia</b>	-135.740.000	-178.300.000	<b>-314.040.000</b>
<b>Botafogo</b>	-5.910.000	96.533.000	<b>90.623.000</b>
<b>Cruzeiro</b>	53.830.000	156.194.000	<b>210.024.000</b>
<b>Vasco</b>	53.372.000	94.691.000	<b>148.063.000</b>

\* Os valores dos Fluxos de Caixa de 5 anos são trazidos a valor presente pelo WACC (14% a.a.)

\* O valor do Fluxo de Caixa do Período Terminal também é trazido a valor presente pelo WACC (14% a.a.)

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2025.

A aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) permite mensurar o valor presente de cada clube, considerando tanto os fluxos projetados em período explícito quanto a perpetuidade (BREALEY, 2020). A leitura dos dados evidencia contrastes significativos na saúde financeira das organizações. O Atlético Mineiro aparece com a avaliação mais alta, cerca de R\$ 540 milhões. Isso mostra que, apesar do endividamento elevado, onde o clube chegou a acumular dívidas superiores a R\$ 1 bilhão na época, ainda sim havia um potencial enorme de geração de receitas. O interesse dos investidores se apoiava justamente nesse potencial de mercado: grande torcida, time com uma vasta história e uma grande possibilidade de

crescimento da marca, dados sua tradição em Minas e no Brasil.

Já no caso do Bahia, onde se encontrava com um Valor de -R\$ 314 milhões, ficava claro que o quadro financeiro do time se encontrava em grande risco de colapso financeiro. Essa situação evidencia porque o clube buscou apoio externo ao aderir ao modelo SAF e ser adquirido pelo Grupo City. A lógica era clara, o Bahia dificilmente conseguiria equilibrar receitas e despesas sem uma ajuda externa. Assim o investidor via no clube a oportunidade de aplicar capital e gestão profissional para reerguê-lo, em médio a longo prazo.

O Botafogo surgia em situação intermediária, com prejuízo no curto prazo, mas expectativa de melhora futura (aproximadamente R\$ 90 milhões a valuation do clube, considerando que no segundo ano ele já geraria fluxo de caixa positivo, fluxos anuais estes trazidos a valor presente pelo custo de capital de 14%, dado seu WACC). Esse contraste explica o interesse de investidores como John Textor, que enxergaram no clube a chance de reestruturação, onde a curto prazo enfrentaria um desafio pesado, já a longo prazo o patrimônio poderia ser capaz de se valorizar.

O Cruzeiro, comprado por Ronaldo Fenômeno, também tinha números relativamente positivos no longo prazo, apesar da crise profunda vivida no curto prazo. Não por menos, o valor do clube, pelo FCD, seria de aproximadamente R\$ 210 milhões, considerando os fluxos de caixa futuros e a perpetuidade. Vale destacar que o clube havia sido rebaixado pela primeira vez em sua história em 2019 e acumulava dívidas altíssimas, onde, sozinho, não havia perspectiva de melhorar a sua situação, porém com a sua aquisição, e a utilização de sua marca forte e enorme torcida transformariam o que parecia impossível a ser revertido, para uma situação com que tivesse potencial de valorização após reestruturação.

Já o Vasco se encontrava em um ponto parecido: dificuldades financeiras imediatas, mas potencial de receitas no futuro, chegando ao valor de R\$ 148 milhões. A venda para a 777 Partners se justificava justamente por essa lógica de reconstrução, aproveitando a força histórica e de torcida do clube. Vale destacar, neste contexto, que o método de FCD é muito importante para a avaliação de empresas, mas exige capacidade técnica do analista que trabalha com essas estimações, pois o Vasco apresentou, no ano que antecedeu sua transformação em SAF, uma receita, medida pela proxy do EBITDA, de R\$ 120 milhões, dos quais R\$ 108 milhões foram ganhos não recorrentes, devido a antecipação de benefícios fiscais. Logo, a receita recorrente do clube foi de apenas 12 milhões naquele ano, valor operacional a ser utilizado nas estimativas dos cash flows. A interpretação errada dos dados poderia elevar os valores do orçamento de capital e inflar o valuation do clube.

Quando analisados em conjunto, os dados reforçam a ideia de que o futebol, apesar de ser uma atividade econômica de alto risco, oferece margens de crescimento expressivas quando bem administrado, especialmente em face das oportunidades que podem existir num horizonte próximo, como a criação da Liga, comercialização dos direitos de TV + Mídias Digitais e aumento de premiações decorrentes desses movimentos.

Em um cenário otimista, no qual os clubes conseguem aumentar sua base de receitas por meio da expansão de sócio-torcedores, melhorias em acordos de televisão e maior competitividade esportiva, a tendência é que o valor presente líquido seja ainda mais elevado, consolidando o futebol como ativo atrativo para investidores. Em contrapartida, em um cenário pessimista, caracterizado pela continuidade da má gestão, instabilidade esportiva e dependência de receitas extraordinárias (como venda de atletas), os valores poderiam se deteriorar rapidamente, acentuando o quadro negativo já observado em casos como o do Bahia.

Assim, o estudo do FCD aplicado aos clubes evidencia não apenas a fotografia atual de sua situação econômico-financeira, mas também a necessidade de estratégias de governança sólidas para sustentar projeções de longo prazo. A discrepância entre os clubes demonstra que o potencial de valorização depende mais da consistência das gestões e da estrutura de receitas do que da mera dimensão de suas torcidas ou tradições esportivas.

Porém, o uso do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) para avaliar clubes de futebol apresenta limitações significativas, pois grande parte das receitas depende de fatores imprevisíveis, como resultados esportivos, classificação em torneios e desempenho de jogadores, tornando as projeções de caixa altamente voláteis. Além disso, muitos clubes possuem endividamento elevado e dependem de receitas extraordinárias, como venda de atletas, que não se repetem regularmente, o que dificulta estimar com precisão o valor real do clube a longo prazo.

Por fim, o Modelo Multivariado Markham (MMM) foi utilizado para chegar ao justo valor dos clubes de futebol, ajustado as características intrínsecas deste setor, uma abordagem abrangente para a avaliação do valor de mercado de clubes de futebol. Este método leva em consideração uma variedade de fatores que influenciam o valor desses clubes. Dentre os fatores considerados, foram encontrados os seguintes valores para receita líquida, o patrimônio líquido, o lucro líquido, a taxa de ocupação do estádio e a relação salarial conforme a Quadro 8 a seguir.

Nota-se que grande parte das receitas dos clubes estão comprometidas com o pagamento da folha de pagamentos (88% no caso do Bahia, 76% do Cruzeiro e 61% no caso do Atlético

Mineiro). Essa alta porcentagem de relação salarial (que inclui salários, encargos e benefícios a funcionários/receita operacional líquida), evidencia um problema sério de gestão, pois ao comprometer grande parte do faturamento com salários, os clubes ficam engessados e sem condições de fazer vultosos investimentos em outros segmentos dos clubes, como por exemplo as categorias de base.

**Quadro 8 - Variáveis do MMM por clube**

Clubes	Receita Líquida	Patrimônio Líquido	Lucro Líquido	Média de Público	Taxa de Ocupação (% Estádio)	Folha Salarial (%)
<b>Atlético Mineiro</b>	375.271.000	225.639.000	71.325	22.193	49%	61%
<b>Bahia</b>	100.160.000	-233.541.000	77.758	24.772	51%	88%
<b>Botafogo</b>	121.461.000	-790.911.000	-78.408	13.216	29%	37%
<b>Cruzeiro</b>	118.823.000	-713.361.000	-226.504	21.828	35%	76%
<b>Vasco</b>	175.864.000	-527.060.000	122.193	15.203	45%	42%

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2025

O Atlético Mineiro se apresenta como o mais robusto da amostra. Sua receita líquida de R\$ 375 milhões, combinada com um patrimônio líquido positivo de R\$ 225 milhões, indica uma estrutura financeira relativamente estável, mesmo em um cenário de dívidas históricas. O lucro líquido de R\$ 71 milhões confirma que o clube conseguia transformar suas receitas em resultados concretos, algo que nem todos os clubes conseguem. O engajamento da torcida é razoável, tendo uma média de público de 22 mil torcedores e uma taxa de ocupação de 49%, mostrando que há potencial para aumentar receitas em dias de jogo. A folha salarial de 61% da receita demonstra equilíbrio, onde o clube consegue remunerar seus jogadores e funcionários sem comprometer sua saúde financeira. Nesta metodologia, esses fatores combinam-se para indicar um clube de baixo risco relativo e alto potencial de valorização.

Já o Bahia revela um cenário preocupante. Apesar de ter uma média de público maior que a do Atlético Mineiro, 24,7 mil, e lucro líquido positivo de R\$ 77 milhões, o patrimônio líquido negativo de R\$ 233 milhões e a folha salarial exorbitante, comprometendo cerca de 88% da receita, revelam fragilidade estrutural, ou seja, boa parte do que o clube arrecada está sendo consumida pela manutenção do elenco, e qualquer imprevisto, podendo ser a queda de

desempenho ou eliminação de torneios, poderia comprometer imediatamente sua liquidez. Esse tipo de desequilíbrio pesa negativamente, classificando o clube como de alto risco, apesar do potencial de receita futura.

O Botafogo apresenta um cenário financeiro bastante desafiador. Com receita líquida de R\$ 121 milhões e patrimônio líquido negativo de R\$ 790 milhões, o clube acumulava um passivo muito superior aos ativos, refletindo anos de endividamento e gestão deficitária. O prejuízo líquido de R\$ 78 milhões demonstra que o clube não conseguia converter suas receitas em resultados positivos, enquanto a média de público de 13 mil torcedores e a taxa de ocupação de 29% indicam engajamento limitado da torcida nos dias de jogo. A folha salarial representava apenas 37% da receita, valor relativamente baixo comparado aos outros times, o que pode sugerir também severas restrições na capacidade de atrair e manter jogadores de alto nível para disputar competições.

O Cruzeiro mostra a combinação mais crítica da amostra: receita de R\$ 118 milhões, patrimônio líquido negativo de R\$ 713 milhões e prejuízo operacional de R\$ 226 milhões. A folha salarial de 76% da receita e taxa de ocupação de 35% indicam que o clube tinha uma estrutura pesada e pouco eficiente para gerar receita suficiente para cobrir custos. O Cruzeiro representava um alto risco financeiro, exigindo intervenção imediata e reorganização estrutural para recuperar o valor do clube.

Já o Vasco apresentava uma situação um pouco melhor que a do Cruzeiro, onde a Receita de R\$ 175 milhões, patrimônio líquido negativo de R\$ 527 milhões e lucro líquido de R\$ 122 milhões mostram que o clube ainda consegue gerar caixa suficiente no curto prazo, mas permanece vulnerável a dívidas e imprevistos. A folha salarial de 42% e a taxa de ocupação de 45% sugerem uma gestão relativamente equilibrada, embora com margem de melhoria no engajamento da torcida. O Vasco é visto como um clube moderadamente arriscado, com potencial de valorização se mantiver controle sobre custos e investir em estratégias de receita.

De forma geral, o MMM evidencia a diversidade de perfis na amostra: enquanto alguns clubes, como Atlético Mineiro, oferecem equilíbrio e potencial de crescimento, outros, como Bahia e Cruzeiro, carregam dívidas estruturais e desequilíbrios operacionais que exigem investimentos significativos para estabilização. O modelo ajuda a compreender não apenas o valor atual, mas também o tipo de intervenção necessária: seja profissionalização da gestão, redução de folha, ampliação de receita ou engajamento da torcida. Neste sentido o MMM é também fundamental para indicar a distribuição das fontes de receitas dos clubes e captar o potencial de crescimento futuro.

De posse das variáveis identificadas, é possível estimar o valor dos clubes pelo MMM e encontrar a avaliação, multivariada, de cada time, o que está representado no Quadro 9 abaixo. Verifica-se que os resultados refletem de forma clara as diferenças estruturais e operacionais entre os clubes. O Atlético Mineiro mantém um perfil relativamente equilibrado, com receitas e patrimônio positivos, traduzindo-se em um valor de clube consistente. Em contrapartida, clubes como Bahia, Botafogo e Vasco apresentam valores negativos no modelo, evidenciando desequilíbrios financeiros significativos, combinados com desafios operacionais e alta dependência de receitas extraordinárias. Já o Cruzeiro, mesmo enfrentando um patrimônio negativo considerável, apresenta um valor positivo na análise, o que indica que fatores como eficiência operacional e engajamento da torcida podem compensar parcialmente as fragilidades financeiras. Esse panorama evidencia como o MMM consegue integrar múltiplas dimensões do desempenho dos clubes, fornecendo uma visão mais ampla do risco e do potencial de valorização no contexto da venda das SAFs.

**Quadro 9 - Valor de cada clube pelo Método Multivariado de Markham**

Clubes/MMM	(R+ PL) 1	[(LL + R)/R] 2	(%E / %S) 3	Valor do Clube 1 * 2 * 3
<b>Atlético Mineiro</b>	R\$ 600.910.000	1,19	80%	<b>R\$ 574.441.000</b>
<b>Bahia</b>	-R\$ 133.381.000	1,78	58%	<b>-R\$ 137.312.000</b>
<b>Botafogo</b>	-R\$ 669.450.000	1,65	78%	<b>-R\$ 861.582.150</b>
<b>Cruzeiro</b>	-R\$ 594.538.000	-0,91	46%	<b>R\$ 248.126.000</b>
<b>Vasco</b>	-R\$ 351.196.000	1,69	107%	<b>-R\$ 637.727.000</b>

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2025.

O Atlético Mineiro se destaca nos valores com sua sólida estrutura. Com (R + PL) de R\$ 600,9 milhões, indicava uma combinação rara de receita robusta e patrimônio positivo, refletindo a saúde financeira do clube. O indicador de eficiência [(LL + R)/R] de 1,19 mostrava que as receitas eram convertidas em lucro de forma consistente, enquanto a relação (%E/%S) de 80% indicava que a torcida presente nos estádios era explorada de forma eficiente, sem que os custos com folha salarial comprometessem a operação. Historicamente, o Atlético vinha de um período de conquistas expressivas, incluindo títulos nacionais e campanhas relevantes na Libertadores, o que fortalecia a marca e tornava o clube atraente para investidores interessados na SAF.

Seu valor estimado pelo MMM de R\$ 574 milhões reflete essa combinação de estabilidade financeira, eficiência operacional e engajamento da torcida. Comparado a Bahia e Botafogo, o Atlético se destacava como um porto seguro para investimentos, oferecendo menor risco e maior previsibilidade de retorno. Além disso, a média de público de 22 mil torcedores e taxa de ocupação de 49% sugeriam que havia espaço para aumentar receita em dias de jogos estratégicos, mostrando que o clube ainda possuía margem de crescimento.

Mesmo em um contexto de futebol brasileiro marcado por endividamento e gestão irregular, o Atlético Mineiro se diferenciava por equilibrar performance esportiva e financeira. Sua capacidade de transformar conquistas em receita, mantendo custos sob controle, fazia dele um exemplo de clube pronto para crescer sob o modelo de SAF, contrastando fortemente com os clubes mais endividados e sem tantos ativos que compõem a amostra. O Atlético Mineiro deveria no início atacar suas dívidas onerosas, uma vez que possui bons ativos que afetam diretamente sua avaliação.

No caso do Bahia apresentava um cenário mais delicado e dependente de intervenção externa. Com patrimônio líquido negativo de R\$ -133 milhões, indicava que as dívidas superavam os ativos, mesmo apresentando lucro líquido positivo de R\$ 77 milhões e indicador de eficiência de 1,78. A relação (%E/%S) de 58% sugeria que a presença da torcida nos estádios contribuía parcialmente para a geração de valor, mas a folha salarial elevada consumia grande parte da receita, limitando a capacidade de reinvestimento e tornando o clube vulnerável a oscilações de desempenho esportivo.

Na época da venda da SAF, o Bahia vivia altos e baixos no Campeonato Brasileiro, lutando para estabilizar resultados e atrair investimentos consistentes. Comparado ao Atlético Mineiro, que apresentava equilíbrio financeiro e operacional, o Bahia precisava urgentemente de aportes externos para se manter competitivo. Apesar da torcida presente (média de público de 24,7 mil e taxa de ocupação de 51%), a capacidade de transformar engajamento em receita suficiente para cobrir dívidas era limitada.

O valor negativo de R\$ -137 milhões no MMM evidencia que, mesmo com lucros pontuais, o clube enfrentava fragilidade estrutural. A situação do Bahia ilustra como clubes com eficiência operacional podem ser prejudicados por dívidas históricas e custos excessivos, mostrando que receita e lucro isolados não garantem sustentabilidade financeira.

O caso do Botafogo é emblemático dentro do cenário do futebol brasileiro e chama a atenção pelos contrastes entre potencial e fragilidade. O valor de (R + PL), que atingiu o

montante negativo de R\$ 669,4 milhões, revelava de forma clara o tamanho da dívida acumulada ao longo dos anos. Esse número, por si só, já indicava a incapacidade do clube de se sustentar financeiramente no modelo associativo, uma vez que o patrimônio líquido era insuficiente para cobrir compromissos, mesmo diante de receitas regulares. Diferente do Atlético, que apresentava uma base sólida, o Botafogo chegava a momento da SAF em condição de urgência.

Apesar disso, quando se observa o indicador de eficiência  $[(LL + R)/R]$ , o número de 1,65 mostra que, na teoria, o clube conseguia extrair algum ganho das receitas obtidas. No entanto, esse dado deve ser lido com cautela, pois o valor é influenciado pela baixa receita bruta, que não acompanhava a dimensão dos custos e dívidas. Os dados demonstram que custos, especialmente relacionados à folha salarial, estavam completamente desalinhados com a capacidade de geração de receita da agremiação, um problema recorrente na história recente do clube.

O resultado final do MMM para o Botafogo, com valor estimado em -R\$ 861 milhões, traduz a gravidade da situação: um ativo de alto risco, cuja dívida pesava mais do que qualquer potencial de retorno imediato. No entanto, essa condição também abriu uma janela de oportunidade para investidores dispostos a assumir o risco, como John Textor fez à época. A estratégia seria transformar um clube em decadência em um projeto de médio e longo prazo, explorando a força da marca Botafogo, a tradição histórica e o apelo de uma torcida apaixonada, embora enfraquecida por anos de frustrações.

Se no Atlético o atrativo era a estabilidade esportiva e o vultoso ativo do clube, no Botafogo era justamente o oposto: um terreno de reviravolta, em que a aposta residia na reconstrução. E aqui está a principal diferença entre os dois clubes no contexto das SAFs: enquanto o Atlético oferecia previsibilidade, o Botafogo representava o risco puro, com a promessa de valorização caso a nova gestão conseguisse estancar as perdas e reorganizar as bases financeiras. Esse contraste ajuda a compreender porque os valores de avaliação são tão divergentes, mas também explica o fascínio do mercado por projetos de turnaround no futebol.

Para o Cruzeiro, tendo um quadro incompatível, com um patrimônio líquido fortemente negativo de R\$ -594 milhões e indicador de eficiência negativo -0,91, mas valor de clube positivo de R\$ 248 milhões no MMM. Isso indica que, apesar da crise financeira histórica, havia fatores compensatórios, como eficiência operacional parcial ( $\%E/\%S = 46\%$ ) e potencial de engajamento da torcida, que ainda poderia gerar receitas futuras. O Cruzeiro ilustra que

dívidas históricas e prejuízos não anulam totalmente o valor de um clube quando há potencial de receita futura e torcida engajada. A diferença em relação ao Vasco, por exemplo, está na capacidade de monetizar a marca e iniciar uma reorganização financeira mais estruturada.

Em 2019, o Cruzeiro havia sofrido o primeiro rebaixamento de sua história e acumulava dívidas elevadas, mas contava com a notoriedade de sua marca e o investimento de Ronaldo Fenômeno para reestruturação. Comparado a Botafogo e Bahia, o clube mostrava que mesmo em crises severas, a marca, torcida e planejamento estratégico podem preservar valor, tornando a SAF uma oportunidade de recuperação, ainda que arriscada. Por fim, lançando luz ao Vasco, nota-se que ele apresentava valor negativo de R\$-637 milhões, resultado de patrimônio líquido negativo (-R\$ 351 milhões) e relação (%E/%S) de 107%, indicando que os custos com folha salarial e engajamento da torcida ainda representavam um desafio estrutural. Apesar de um indicador de eficiência  $[(LL + R)/R]$  de 1,69, superior ao do Atlético Mineiro, o peso da dívida reduz drasticamente o valor final do clube.

Na época da venda da SAF, o Vasco ainda enfrentava problemas administrativos recorrentes e precisaria de reestruturação financeira para recuperar valor. Comparado ao Cruzeiro, que apresentava potencial de recuperação mesmo com dívidas, o Vasco mostrava maior risco estrutural, exigindo aportes externos e gestão profissional para tornar a SAF atraente para investidores. A média de público de 15 mil e taxa de ocupação de 45% indicam que havia torcida disponível, mas que não era suficiente para equilibrar a estrutura de custos sem intervenção financeira.

No entanto, de acordo com Irani (2023), o MMM não se aplicaria a casos como Bahia, Botafogo, Cruzeiro e Vasco, devido à relação (Receita + Patrimônio Líquido) negativa para esses clubes. O autor apregoa, por exemplo, que Botafogo e Vasco apresentam métricas melhores do que o Cruzeiro em todos os parâmetros, exceto na Capacidade do Estádio do Botafogo. Suas avaliações, no entanto, são significativamente mais negativas porque o modelo multiplica (Receita + Patrimônio Líquido) por  $(\text{Lucro Líquido} + \text{Receita}) / \text{Receita}$ . Logo, o multiplicador penalizaria as duas agremiações cariocas, apesar de sua maior lucratividade. Os resultados seriam, portanto, inconclusivos.

Por fim, convém destacar a existência no Brasil de uma grande diferença tanto no volume quanto na composição das receitas. Clubes que não participam da primeira divisão do Campeonato Brasileiro (Série A) recebem valores significativamente menores referentes aos direitos de transmissão. Para ilustrar, em 2020 e 2021 o Palmeiras obteve, em média, R\$ 142

milhões com esses direitos, montante mais de três vezes superior ao arrecadado por Botafogo e Cruzeiro e, aproximadamente, o dobro do recebido pelo Vasco. Vários clubes tem forte dependência dos direitos de transmissão e, estudos da Ernest Young (2023) sugerem, por exemplo, que em 2023 estes valores chegaram a 46% da receita. Conforme Veiga (2022) esse dado evidencia não somente a forte dependência dos clubes em relação a essa fonte de recursos, mas também baixo desempenho em outras áreas, como bilheteria, patrocínios, negociações de direitos federativos, programa de sócio-torcedor e premiações. O que indica que os clubes ainda podem explorar várias áreas de maneira mais eficiente em busca de maximizar as receitas.

Vale destacar que, no momento, os clubes discutem a criação de uma liga nacional, inspirada em modelos como a Premier League, da Inglaterra, e a La Liga, da Espanha. Caso seja implementada, essa iniciativa poderia modificar o sistema de distribuição das cotas televisivas, tornando-o mais equilibrado e potencialmente elevando de forma expressiva a receita total advinda das transmissões no futebol brasileiro, além de impactar na valuation da equipes.

No que se refere às obrigações financeiras, os clubes de futebol no Brasil geralmente apresentam quatro tipos principais de dívidas: i) empréstimos bancários e do mercado de capitais; ii) pendências trabalhistas, sobretudo ligadas a acordos com atletas; iii) débitos tributários; e iv) valores devidos a agentes e taxas. De acordo com Irani (2023) o não cumprimento das responsabilidades trabalhistas pode resultar na perda dos direitos contratuais sobre os jogadores e na rescisão imediata dos contratos. Em relação aos tributos, a maior parte das agremiações celebrou, nos últimos anos, programas de parcelamento e renegociação com o fisco; porém, caso deixem de cumprir esses acordos, podem perder os benefícios concedidos, como prazos alongados e reduções de multas e juros. Por fim, o descumprimento de compromissos ligados a transações de atletas entre clubes pode levar a sanções impostas pela FIFA (Fédération Internationale de Football Association, entidade máxima do futebol mundial), incluindo a suspensão de registros de transferências e até mesmo o rebaixamento para divisões inferiores.

Infere-se, por fim, que os clubes precisam avançar no equilíbrio dos fluxos de caixa, conseguindo maximizar receitas e minimizar despesas, levando a uma valorização dessas entidades desportivas. Caso contrário, de nada adiantará os recursos advindos do processo de SAF, pois o capital novo injetado pode ser drenado para sanear dívidas e, em curto, médio ou longo prazo, os clubes voltarem a enfrentar problemas financeiros e econômicos.

Desta forma, observamos no Quadro 10 um comparativo dos resultados de Valuation dos vários métodos descritos ao longo da pesquisa, compara em relação ao valor real transacionado:

**Quadro 10 - Valuation por Vários Métodos x Preço Transacionado**

Valuation	Valor Contábil	Múltiplos EBITDAS	Múltiplas Receitas	Fluxo de Caixa Descontado	Modelo Multivariado de Markham	Valor Pago na SAF
<b>Atlético Mineiro</b>	225.635.000	-1.937.239.000	1.936.398.360	540.840.000	574.441.000	<b>913.000.000</b>
<b>Bahia</b>	-233.541.000	-116.455.790	116.185.600	314.040.000	-137.312.000	<b>1.000.000.000</b>
<b>Botafogo</b>	-790.911.000	145.216.940	190.693.770	90.623.000	-571.143.947	<b>400.000.000</b>
<b>Cruzeiro</b>	-713.363.000	339.814.280	339.833.780	210.024.000	248.126.000	<b>400.000.000</b>
<b>Vasco</b>	-527.060.000	267.334.080	267.947.820	148.063.000	-637.727.000	<b>1.400.000.000</b>

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2025.

O caso do Cruzeiro talvez seja o mais emblemático, pois foi o primeiro clube a se tornar SAFs no Brasil. Quando Ronaldo Fenômeno adquiriu o clube, em 2021, o valor pago, cerca de R\$ 400 milhões por 90% da SAF, parecia baixo em comparação à grandeza esportiva da equipe, ainda mais da maneira que foi negociada, com a entrada de R\$50 milhões, e o restante podendo ser injetado ao longo dos anos, mas foi alto diante da sua situação financeira crítica que o clube enfrentava. Pelos números, o Cruzeiro estava mergulhado em um cenário de insolvência: o valor contábil mostrava um patrimônio líquido negativo superior a R\$ 713 milhões, reflexo direto de anos de má gestão, dívidas trabalhistas, atrasos salariais e até escândalos administrativos que levaram o clube a uma das piores crises de sua história.

Mesmo em meio ao caos, os cálculos de valuation indicavam uma certa ambiguidade. Pelos múltiplos de receita e EBITDA, o clube apresentava valores próximos a R\$ 340 milhões, revelando que, apesar do passivo bilionário, o Cruzeiro ainda detinha capacidade de gerar receitas relevantes. Esse potencial estava ligado ao tamanho da torcida, à tradição esportiva e à possibilidade de voltar à Série A do brasileirão, que aumentaria a fatia de direitos de transmissão. O Fluxo de Caixa Descontado (FCD), por sua vez, estimava um valor em torno de R\$ 210 milhões, mais conservador, refletindo a dificuldade de projetar crescimento sustentável em meio à instabilidade esportiva e financeira. Já o Modelo Multivariado de Markham atribuía

cerca de R\$ 248 milhões, reforçando a percepção de que havia ativos intangíveis valiosos a serem explorados, mas que sozinhos não justificavam grandes aportes.

Comparado ao valor final da negociação, fica nítido um ajuste curioso, Ronaldo pagou mais do que indicavam métodos como o FCD ou o Markham, mas menos do que os números de múltiplos poderiam sugerir se aplicados a clubes mais estáveis. A explicação para isso não está apenas nos cálculos matemáticos, mas na lógica do investimento. Ronaldo enxergou a chance de recuperar a credibilidade do Cruzeiro, profissionalizar a gestão e usar sua própria imagem para atrair patrocinadores e investidores. A compra, portanto, não refletia apenas o momento financeiro do clube, mas a perspectiva de reconstrução de uma marca esportiva gigantesca e apaixonada.

Vale lembrar que a operação marcou a primeira venda oficial de uma SAF no futebol brasileiro, um movimento que ganhou grande repercussão na imprensa esportiva nacional. À época, portais nacionais destacaram que o Cruzeiro inaugurava um novo capítulo na história do futebol do país, tornando-se um clube teste para o modelo recém-criado pela Lei nº 14.193/2021. O anúncio da compra por Ronaldo, feito em dezembro de 2021, foi noticiado como um divisor de águas, tanto pela ousadia de um ídolo mundial assumir um clube em crise, quanto pela abertura de caminho para que outros gigantes, como Vasco, Botafogo e Bahia, seguissem o mesmo caminho no ano seguinte.

A aquisição da SAF do Botafogo por R\$ 400 milhões, correspondente a 90% da empresa, representou um marco na história recente do futebol brasileiro. Se projetássemos para 100% das ações, o valor total do clube atingiria aproximadamente R\$ 444 milhões. Embora o valor seja significativamente menor do que o de outras negociações de SAF, ele reflete a situação financeira crítica do clube e as possibilidades de reconstrução que se apresentavam naquele momento.

Os métodos de valuation tradicionais mostram com clareza os desafios enfrentados pelo Botafogo. O valor contábil, negativo em R\$ 790,9 milhões, evidencia que o passivo do clube superava em muito os ativos disponíveis, resultado de anos de desequilíbrio financeiro e gestão deficitária. Os múltiplos de receita e EBITDA, projetando R\$ 190,7 milhões e R\$ 145,2 milhões, respectivamente, indicam que havia algum potencial de geração de receitas, mas ele era insuficiente para superar os riscos estruturais e a instabilidade administrativa do clube. O Fluxo de Caixa Descontado (FCD), por sua vez, estimou R\$ 90,6 milhões, reforçando a dificuldade de manter operações sustentáveis sem significativos aportes externos.

O Modelo Multivariado de Markham (MMM), com valor negativo de R\$ 571 milhões, reforça a percepção de fragilidade do clube no momento da venda. Essa divergência entre os métodos tradicionais e o valor pago pelos investidores mostra que a decisão de aquisição não se baseou apenas nos números contábeis e métodos financeiros. Pelo contrário, a negociação se deu com a perspectiva de um projeto estratégico de recuperação, em que a valorização futura do clube seria potencializada pelo reposicionamento de marca, fortalecimento da torcida e melhorias administrativas.

Além do aspecto financeiro, a transação ganhou destaque por seu caráter histórico. realizada em 2022, a venda do Botafogo foi uma das primeiras grandes SAFs do país e simbolizou a abertura de um novo modelo de gestão para clubes em crise. A força da marca Botafogo, sua torcida apaixonada e o legado esportivo foram fatores determinantes para a decisão do grupo investidor. Mais do que adquirir um clube, os investidores compraram a oportunidade de transformar uma instituição em dificuldades em um ativo com potencial de crescimento e relevância nacional. Assim, o valor pago não representa apenas os números frios das planilhas, mas a confiança em um futuro de recuperação e valorização do clube.

Levando em consideração o caso do Vasco da Gama, que vivia um dos momentos mais delicados de sua história quando avançou para a estruturação da SAF. O clube acumulava um patrimônio líquido negativo de mais de R\$ 527 milhões, reflexo de dívidas trabalhistas, fiscais e bancárias que se arrastavam por décadas. Dentro de campo, os resultados também não correspondiam: alternava entre a Série A e a Série B, o que comprometia ainda mais a geração de receitas estáveis e a credibilidade no mercado. Essa fragilidade estrutural se refletia claramente nos cálculos de valuation, que revelavam números preocupantes.

Nos múltiplos de receitas, o Vasco alcançava cerca de R\$ 267 milhões, enquanto nos múltiplos de EBITDA apresentava praticamente o mesmo patamar, em torno de R\$ 267,3 milhões. Esses valores, ainda que positivos, eram modestos se comparados ao peso histórico e à grandeza do clube, evidenciando que sua marca estava subaproveitada no mercado. Já no Fluxo de Caixa Descontado (FCD), o valor projetado caía para cerca de R\$ 148 milhões, refletindo a dificuldade em vislumbrar uma geração sustentável de caixa diante das incertezas esportivas e do passivo gigantesco. O Modelo Multivariado de Markham, por sua vez, apontava um valor ainda mais crítico: cerca de R\$ -637 milhões, mostrando o quanto as dívidas drenavam o potencial de valorização da instituição.

Apesar desse cenário financeiro adverso, a negociação com o grupo norte-americano 777 Partners resultou em uma transação de R\$ 1,4 bilhão pela compra de 70% da SAF. Essa discrepância entre os métodos tradicionais de valuation e o valor efetivamente pago revela a aposta dos investidores em ativos intangíveis, visando que o mercado carioca é altamente atrativo e a possibilidade de explorar a marca Vasco em nível internacional. A 777, que já possuía participação em outros clubes ao redor do mundo, identificava no Vasco um projeto de grande valia, tendo em vista o potencial retorno que esta grande potência tradicional do futebol brasileiro representa.

O anúncio da venda em 2022 foi um divisor de águas para a instituição e, mais que o valor da transação, foram prometidos investimentos superiores R\$ 700 milhões destinados a reforçar o elenco, investir em infraestrutura e fortalecer as categorias de base. Para a torcida, acostumada a anos de frustrações e instabilidade, a SAF surgiu como a chance de um renascimento, comparável ao impacto da transformação do Cruzeiro, mas em uma escala ainda maior devido à grandiosidade da operação.

Já na situação do Bahia, que foi adquirido pelo Grupo City, em 2022, o valor pago, cerca de R\$ 1 bilhão por 90% da SAF, chamou a atenção de todo o mercado. À primeira vista, esse número parecia destoar completamente dos cálculos tradicionais de valuation. Pelo valor contábil, por exemplo, o clube apresentava um patrimônio líquido negativo de mais de R\$ 233 milhões, o que na lógica financeira indicaria que suas dívidas superavam seus ativos. Já pelo método de EBITDA, que mede a capacidade de geração de caixa operacional, o resultado também era negativo, próximo a R\$ -116 milhões, reforçando a fragilidade do modelo de gestão até então. Esses números, friamente analisados, pintavam um quadro de fragilidade e até de inviabilidade.

Por outro lado, o método de múltiplos de receita oferecia uma perspectiva um pouco menos pessimista. Ao considerar o potencial de faturamento, o valor estimado do clube girava em torno de R\$ 116 milhões. Ainda que baixo frente ao montante da negociação, esse dado mostrava que havia uma base mínima de geração de receita, sobretudo a partir da bilheteria, patrocínios regionais e direitos de transmissão. O Fluxo de Caixa Descontado (FCD), por sua vez, elevava esse número para a casa dos R\$ 314 milhões, apostando em uma projeção otimista de recuperação das finanças no longo prazo. Mesmo assim, ainda parecia insuficiente para justificar o aporte bilionário.

A discrepância se tornava ainda mais evidente quando observado pelo Modelo Multivariado de Markham, que combinava diferentes variáveis estruturais do clube e resultava em -R\$ 137 milhões, reafirmando a fragilidade econômico-financeira do Bahia naquele momento. Ou seja, em praticamente todos os modelos matemáticos tradicionais, o valor do Bahia era modesto, e em alguns casos até negativo.

O que explica, então, a compra por R\$ 1 bilhão? A resposta está para além dos números frios captados pelos modelos de precificação de ativos e avaliação de empresas. Apesar de outros estudos conduzidos no Brasil, utilizando técnicas financeiras semelhantes, também encontrarem valores similares a esta pesquisa (Bartolai, 2022; Irani, 2023), quando o valor destinado a cada clube foi muito inferior ao total transacionado. Alguns aspectos podem ter levado os investidores a pagar este valor excessivo, visando o longo prazo, os investimentos em captação de jogadores no país e a valorização do produto futebol para além do território nacional.

Neste sentido, o Grupo City pode não ter comprado apenas um clube endividado, mas adquirido um projeto estratégico. O Bahia, com sua imensa torcida espalhada por todo o Nordeste, carrega um dos maiores potenciais de mercado do país. Salvador é uma das maiores capitais do Brasil, a região nordestina é carente de protagonismo no futebol nacional e a marca “Bahia” tem forte apelo identitário. Nesse sentido, o investimento bilionário foi uma aposta de longo prazo, não em função do que o clube valia no momento da aquisição, mas pelo que poderia vir a representar dentro da rede global de clubes.

Ao analisar o valuation do Atlético Mineiro em relação ao valor pago na negociação da SAF, percebe-se a existência de diferenças significativas entre os métodos financeiros e o preço de mercado. O clube foi adquirido por R\$ 913 milhões, valor referente a 75% da SAF. Projetando para 100% das ações, o montante total estimado chegaria a cerca de R\$ 1,217 bilhão, o que coloca o Atlético entre os clubes mais valorizados da primeira leva de SAFs no país. Essa projeção é importante, pois permite comparar de maneira justa os diferentes métodos de valuation com o valor integral da instituição.

Observando os métodos utilizados, surgem disparidades claras. O valor contábil, de R\$ 225,6 milhões, é bastante inferior ao valor pago, mostrando que apenas o patrimônio líquido não captura adequadamente o potencial de geração de receitas do clube, nem a força da marca e a lealdade da torcida. Por outro lado, o múltiplo de receitas, estimado em R\$ 1,936 bilhão, indica que, mantendo ou ampliando seu faturamento, o clube poderia alcançar valores ainda

maiores, evidenciando o efeito da performance esportiva e do reconhecimento nacional sobre o valuation.

O Fluxo de Caixa Descontado (FCD), com R\$ 540,8 milhões, e o Modelo Multivariado de Markham (MMM), em R\$ 574,4 milhões, mostram uma avaliação mais conservadora. Ambos consideram projeções de receitas, custos e eficiência operacional, sem incorporar integralmente fatores intangíveis como prestígio histórico, engajamento da torcida ou oportunidades de marketing associadas ao crescimento esportivo. O valor pago pelo Atlético também reflete a posição estratégica do clube naquele momento. O time vinha de conquistas expressivas, incluindo títulos nacionais e campanhas consistentes na Libertadores, e estava em processo de modernização de sua infraestrutura, com o estádio em expansão e novos projetos de receita sendo implementados.

Em linhas gerais, verifica-se que os modelos de valuation, via de regra, registrou um valor muito inferior àquele praticado na aquisição dos clubes. Isso mostra que o preço pago refletiu uma espécie de ágio por expectativa de rentabilidade futura, proveniente do potencial da marca, da ampla torcida existente, da tendência de aumento expressivo de receitas na renovação de direitos de TV ocorridas em 2026 e da valorização de patrocínios, além da criação da liga trazer injeção de capital novo nos clubes. Outra questão que prejudica muito a situação patrimonial dos clubes e acaba por poluir os resultados é o alto nível de endividamento dessas instituições centenárias. O preço de aquisição realizado por essas SAFs poderia ser utilizado para amortizar o passivo, especialmente aquele de característica onerosa, e melhorar a condição de cada equipe.

Todavia, após as operações de aquisição, já verificamos problemas provenientes da transformação dos clubes em SAF: O Cruzeiro passou por uma das transformações mais comentadas do futebol brasileiro nos últimos anos, quando Ronaldo, o ex-jogador e até então proprietário do clube, vendeu 90% das ações da SAF para o empresário Pedro Lourenço. O valor total da operação foi de cerca de R\$ 600 milhões, e estima-se que Ronaldo tenha obtido um lucro de R\$ 550 milhões, considerando os aportes que fez anteriormente no clube. A venda mostrou como uma SAF pode valorizar rapidamente os ativos de um clube, mas também evidencia a pressão de lidar com grandes somas de dinheiro e a responsabilidade de manter o clube competitivo no campo e sustentável financeiramente (TERRA, 2024).

Apesar do lucro expressivo de Ronaldo, o desafio do novo dono não é tão simples, uma vez que ele herdou um clube com dívida significativa e com a necessidade de equilibrar receitas

e despesas em um cenário competitivo e imprevisível. Os primeiros meses de gestão mostraram que decisões sobre contratações, manutenção de atletas e estratégias de marketing precisam ser cuidadosas para que o investimento gere retorno e, ao mesmo tempo, fortaleça a relação com a torcida (ESPN, 2024).

O Botafogo, sob a gestão da SAF, enfrenta um momento de grande tensão societária. John Textor, investidor americano e a Eagle Football Holdings travam disputas sobre a administração da SAF, especialmente no que diz respeito à transferência de ativos estratégicos do clube e à reorganização financeira. O ambiente judicial complexo evidencia a dificuldade de alinhar interesses entre investidores e a própria diretoria do clube, mostrando que uma SAF, embora traga capital externo, também gera desafios em termos de governança e tomada de decisão (GLOBO ESPORTE, 2025).

Além disso, há especulações sobre a possível saída de Textor, o que poderia provocar uma nova instabilidade e exigir negociações complexas entre os acionistas da SAF. A situação ilustra como, em clubes que adotam o modelo de SAF, a dependência de grandes investidores torna a gestão vulnerável a mudanças repentinas e qualquer conflito pode impactar diretamente na estratégia esportiva e financeira do time.

Não muito distinto, o Vasco também enfrenta desafios dentro do modelo de SAF. A 777 Partners, que assumiu o controle da SAF, teve seu contrato suspenso judicialmente, devolvendo o clube à administração associativa. A situação envolveu acusações de gestão temerária e aumento do endividamento, estimado em cerca de R\$ 350 milhões. Essa disputa evidencia também que uma SAF não garante automaticamente estabilidade; ao contrário, decisões mal planejadas ou divergências entre investidores podem gerar riscos financeiros e jurídicos significativos (UOL, 2024). O episódio reforça a importância da governança e da supervisão constante em clubes que adotam o modelo de SAF. Para os torcedores, a instabilidade pode gerar desconfiança e afetar o apoio à equipe, enquanto o clube precisa equilibrar receitas e despesas para não comprometer o desempenho esportivo.

No Bahia, a polêmica envolveu o programa de sócios da SAF, que passou a cobrar taxas para o acesso aos jogos por meio do sistema de check-in pago. A mudança gerou críticas imediatas de torcedores e conselheiros, que alegaram aumento de custos e perda de acesso garantido, provocando um desconforto significativo entre os fãs do clube. O episódio mostra que alterações em benefícios de sócio-torcedor podem impactar diretamente a relação com a torcida, e que a gestão de uma SAF precisa equilibrar rentabilidade com satisfação do público

(BAHIA NOTÍCIAS, 2024). Em resposta à pressão, a diretoria do Bahia SAF buscou ajustar o programa e abriu diálogo com torcedores e conselheiros. A medida evidencia que a gestão de clubes em SAF exige atenção não apenas às finanças, mas também à experiência do torcedor.

O Atlético Mineiro enfrenta desafios financeiros típicos de clubes que adotam o modelo de SAF. Com dívidas que chegam a R\$1,8 bilhão e despesas financeiras superiores a R\$ 219 milhões, a SAF precisou buscar novos aportes de investidores para equilibrar as contas e manter a competitividade. A situação evidencia que, embora a SAF traga capital externo, ela também cria dependência de novos recursos para sustentar operações e investimentos em atletas e infraestrutura, quando o modelo não está sendo sustentável (NO ATAQUE, 2025). Além do aporte financeiro, o clube precisou reavaliar sua folha salarial e adotar medidas de contenção de custos. Isso mostra que uma SAF não elimina a necessidade de planejamento financeiro rigoroso, decisões estratégicas erradas podem aumentar o risco de endividamento e prejudicar o desempenho esportivo.

Em contraste, clubes tradicionais como Flamengo e Palmeiras mantêm desempenho financeiro robusto sem se tornarem SAFs. Em 2024, ambos faturaram mais de R\$ 1,2 bilhão, com receitas provenientes de patrocínios, direitos de transmissão, bilheteria e planos de sócio-torcedor. Isso demonstra que é possível manter estabilidade financeira e competitividade mesmo dentro do modelo associativo tradicional (CNN BRASIL, 2025). Além disso, esses clubes mostram que uma gestão eficiente, combinada com marketing, base de torcedores engajada e estratégias comerciais, pode gerar receitas expressivas e reduzir riscos financeiros. Eles funcionam como exemplos de que o sucesso econômico não está restrito ao modelo SAF.

Entretanto, a diferença de pagamento de direitos de transmissão dos times é muito relevante, em 2024, o Flamengo liderou a arrecadação do Campeonato Brasileiro, recebendo R\$ 275,2 milhões, enquanto o Palmeiras, campeão da competição, arrecadou R\$ 162,6 milhões (IRANI, 2023). Essa diferença é atribuída ao modelo de distribuição das cotas de TV, que favorece clubes com maior audiência e engajamento de torcedores. Além disso, ambos os clubes mantêm modelos de gestão tradicionais, sem a adoção da SAF, e continuam a apresentar receitas robustas, com o Flamengo alcançando R\$ 1,334 bilhão e o Palmeiras R\$ 1,274 bilhão em 2024 (UOL, 2025; CNN Brasil, 2025).

A independência financeira proporcionada por esses modelos permite que Flamengo e Palmeiras mantenham estabilidade financeira e competitividade, mesmo sem a adoção da SAF. A gestão eficiente, combinada com uma base de torcedores engajada e estratégias comerciais

eficazes, contribuí para o sucesso financeiro desses clubes. No entanto, é importante observar que, apesar da alta arrecadação, ambos os clubes enfrentam desafios relacionados ao aumento das dívidas, com o Flamengo apresentando um déficit de R\$ 0,7 milhão e o Palmeiras um superávit de R\$ 198,2 milhões em 2024 (UOL, 2025; GLOBO ESPORTE, 2025).

Conforme Sports Value (2025), o prejuízo dos clubes não param de aumentar e as SAFs estão de longe de resolver finanças de clubes de futebol. O levantamento conduzido pela consultoria indica que a perda líquida total dos 11 maiores clubes aumentou sete vezes em 2024, passando de R\$ 1 bilhão. Com exceção do Botafogo, que ainda não reportou os números de 2024, esse grupo de clubes acumula prejuízo líquido de R\$ 1,4 bilhão nos últimos três anos. Dos 10 que são SAFs, contando inclusive clubes da série B como o Coritiba, apenas um teve lucro líquido em 2023, o Cuiabá.

Por fim, é importante sublinhar que este trabalho evidencia os valores auferidos para cada clube da amostra com base nos dados financeiros e contábeis de cada equipe, que foram muito inferiores que aqueles observados nas transações de aquisição. Todavia, essa sucessão de eventos posteriores aos processos iniciais de aquisição das SAFs, podem sinalizar também um excesso de confiança e otimismo dos investidores ao pagar um ágio excessivo visando rentabilidade futura (*overconfidence*). Sob esse enfoque, a necessidade de novos aportes, revenda e disputas judiciais podem demonstrar que o valor estimado pelas metodologias financeiras tradicionais, baseadas nos modelos canônicos da economia, talvez estivessem mais próximos do valor real que o valor efetuado, dada a existência de sobrevalorização em algumas SAF's (*overprice*).

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como propósito analisar, de forma aprofundada, o valuation dos clubes da Série A do Campeonato Brasileiro de 2025 que se transformaram em Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs). A partir deste objetivo procurou-se compreender se os valores praticados nas transações de venda estavam de acordo com a realidade econômico-financeira dos clubes ou se refletiram situações de subavaliação ou de sobrevalorização. O tema mostrou-se de grande relevância não apenas no âmbito acadêmico, mas também na prática do mercado esportivo-financeiro, considerando que a publicação da Lei nº 14.193/2021 criou um marco regulatório capaz de alterar estruturalmente a forma de gestão do futebol brasileiro, transformando os clubes em empresas.

Os resultados obtidos ao longo do estudo indicaram que as metodologias clássicas de valuation, como o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e os Múltiplos de Mercado (MMM), ainda que fundamentais para a análise financeira, encontram limitações quando aplicadas ao contexto do futebol. A volatilidade das receitas, a dependência de resultados esportivos, o peso de variáveis intangíveis como marca, tradição e engajamento da torcida, além da influência da mídia e do mercado de transferências, tornam o setor de difícil análise, em comparação a outras indústrias. Em muitos casos, os valores efetivamente negociados nas operações de SAF se distanciaram das estimativas teóricas, revelando a coexistência de fatores objetivos e subjetivos na precificação de clubes.

Verificou-se, portanto, que o valuation dos clubes de futebol vai além da racionalidade encontrada nos números e engloba elementos que dificilmente são capturados pelas ferramentas financeiras. O investidor, ao adquirir uma SAF, não compra apenas uma empresa, mas também um ativo simbólico, um patrimônio imaterial com profunda inserção cultural. Esse fenômeno explica, em parte, por que clubes com dificuldades financeiras ainda podem alcançar valuations elevados, sustentados por sua relevância histórica, potencial de mercado e força de marca.

Todavia, não é descartada a hipótese de que a discrepância observada entre os valores pagos por investidores nos clubes e o valor ajusto a ser executado conforme as metodologias financeiras indique um excesso de confiança (overconfidence) no ato de aquisição, que termina por levar a um sobrepreço na operação (overprice). Os eventos ocorridos após a transformação de clubes em SAF, que envolveu desde revenda a batalhas judiciais, reforça ainda que este mercado pode apresentar inseguranças ainda não capturadas pelos investidores e nuances muito particulares. Mais que isto, investir em uma empresa do ramo de futebol é muito diferente de

comprar uma empresa em outros setores econômicos, uma vez que os donos passam a conviver com cobranças exacerbadas de torcedores, insegurança jurídica e outras características muito específicas da indústria do futebol, tais como: lesão de atletas (um dos maiores ativos do clube), queda repentina de desempenho (que afeta a projeção de receitas futuras) e ausência de união entre os agentes do mercado (como a dificuldade de os clubes se aliarem para a criação de uma liga sólida no país).

Todos esses elementos fazem com que o futebol seja um ambiente de incertezas que prejudica a previsibilidade de modelos financeiros, sendo a análise de risco uma alternativa para contemplar esses possíveis cenários. Portanto, como sugestão de pesquisas futuras, metodologias de risco poderiam ser aplicadas para testar a viabilidade dos clubes em múltiplos cenários, procedendo ajustes nas taxas de desconto para cada nível de risco e análise de sensibilidade para tais contextos.

Apesar das vantagens trazidas pela Lei das SAFs, como maior transparência, separação patrimonial e atração de capital privado, a experiência recente mostrou que a transformação jurídica, por si só, não assegura equilíbrio financeiro ou sucesso esportivo. A sustentabilidade de longo prazo depende da qualidade da gestão, da diversificação das receitas e da capacidade de alinhar interesses de investidores, dirigentes e torcedores. Sem isso, a entrada de recursos externos pode se transformar apenas em uma solução de curto prazo, sem resolver as causas estruturais da crise que historicamente afeta os clubes brasileiros.

Sob a ótica acadêmica, este trabalho contribuiu ao adaptar e aplicar metodologias de finanças corporativas a um setor ainda pouco explorado. O futebol brasileiro, em seu processo de tornar os clubes em empresas, oferece um campo de estudo interdisciplinar que conecta economia, administração, direito e sociologia. A análise realizada reforça que a teoria econômica, embora necessária, deve dialogar com as especificidades institucionais e culturais de cada setor, sob pena de oferecer diagnósticos incompletos.

Do ponto de vista prático, a pesquisa oferece subsídios para dirigentes e investidores compreenderem melhor os riscos e oportunidades do modelo SAF. Mostrou-se que o valuation é uma ferramenta útil, mas insuficiente se utilizada isoladamente no setor futebolístico. O processo decisório deve considerar também aspectos qualitativos, como o relacionamento com a torcida, a credibilidade da gestão e a reputação institucional. Ignorar esses fatores pode levar a avaliações distorcidas, investimentos frustrados e conflitos entre sócios e clubes.

Neste panorama, o que os modelos financeiros presumem é que essas variáveis qualitativas estariam representadas nos fluxos de caixa das equipes, uma vez que não basta ver os ativos ou passivos de uma entidade, mas as suas capacidades de gerar receitas e, por conseguinte, maximizar receitas. Basicamente, a premissa central das metodologias em finanças considerariam que com determinada torcida, gestão e nível institucional, o clube é capaz de gerar esses fluxos, que trazidos a valor presente expressem o valor atual dessas equipes. No entanto, talvez os investidores também considerem que o modelo de governança associativo é tão arcaico e ineficiente, que a mera aquisição seria capaz de aumentar os fluxos financeiros gerados pelos clubes e que tal incremento seria tão expressivo que os valores praticados nas operações de SAF já consideraram esta condição, apresentando um desvio-padrão muito alto do justo valor estimado pelos modelos de valuation presentes na literatura.

É preciso reconhecer, entretanto, que este estudo enfrentou limitações, tanto de acesso a dados, quanto de ausência de mais literatura que conecte as metodologias financeiras ao contexto do futebol. Apesar disso, as reflexões aqui apresentadas pavimentam o caminho para futuras pesquisas e trabalhos posteriores poderão comparar a experiência brasileira com modelos internacionais já consolidados, como os da Europa, ou acompanhar a evolução dos valuations ao longo dos próximos anos, à medida que novos aportes e reestruturações ocorrerem.

Em síntese, conclui-se que o valuation das SAFs brasileiras deve ser compreendido como um processo dinâmico, permeado por dimensões financeiras, sociais e culturais. A criação das SAFs representa uma oportunidade histórica para modernizar o futebol nacional, mas não elimina os desafios de governança, transparência e sustentabilidade. A experiência de clubes que permaneceram fora do modelo, mas alcançaram elevada saúde financeira por meio de gestão profissionalizada, demonstra que existem múltiplos caminhos para a sustentabilidade.

Por fim, este trabalho reafirma que o futuro do futebol brasileiro dependerá da capacidade de equilibrar tradição e inovação, emoção e racionalidade econômica. O valuation, embora fundamental, é apenas uma das peças desse complexo quebra-cabeça. A verdadeira transformação só ocorrerá quando dirigentes, investidores e torcedores compreenderem que o sucesso esportivo e o equilíbrio financeiro devem caminhar lado a lado, garantindo que o futebol brasileiro mantenha sua relevância como espetáculo cultural e como ativo econômico de destaque mundial.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, C.; PINTO, J. *Valuation de clubes de futebol: teoria e prática*. São Paulo: Editora Futebol & Negócios, 2021.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2020. ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Mercado financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BAHIA NOTÍCIAS. **Grupos de sócios e conselheiros do Bahia criticam novo sistema de “check-in pago”**. 26 jul. 2024. Disponível em: <https://www.bahianoticias.com.br/esportes/bahia/30884-grupos-de-socios-e-conselheiros-do-bahia-criticam-novo-sistema-de-check-in-pago>. Acesso em: 31 ago. 2025.

BELL, A. R.; BROOKS, C.; MATTHEWS, D.; SUTCLIFFE, C. *Over the moon or sick as a parrot? The effects of football results on a club's share price*, *Applied Economics*, 44 (26), p. 3.435-3.452, 2012.

BENRADT, P. H. A. Sociedade Anônima do Futebol (PL Nº 5.082/2016): A Modernização do Futebol Brasileiro por meio do Direito Societário. **Monografia apresentada ao Programa de Direito Societário do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa**, 2019.

BERNSTEIN, L. A.; WILD, J. J. *Financial Statement Analysis: Theory, Application, and Interpretation*. Boston: McGraw-Hill, 1998.

BRASIL. **Lei 14.193/2021**. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/lei/114193.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/114193.htm). Acesso em 26/11/2024.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. 13. ed. Porto Alegre: AMGH, 2020.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. *Financial Management: Theory and Practice*. Boston: Cengage Learning, 2021.

BORTOLAI, L. F. Valuation de um clube de futebol sob a perspectiva da nova Lei da SAF (2022). **Trabalho de Conclusão de Curso (graduação em engenharia de produção)** – USP: São Carlos, 2022.

**BOTAFOGO DE FUTEBOL E REGATAS. Demonstrações Contábeis 2021.**

Disponível em: [https://botafogofrsocialolimpico.com.br/wp-content/uploads/2024/06/balanco\\_consolidado\\_2021.pdf](https://botafogofrsocialolimpico.com.br/wp-content/uploads/2024/06/balanco_consolidado_2021.pdf)

**CASTRO, R. R. M. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol: Lei nº 14.193/2021.** São Paulo: Editora Jurídica, 2021.

**CHAUHAN, D.; KHAIRNAR, A. Multivariate Model - An Optimal Method for Valuing Football Clubs?.** Aranca, 2020.

**CLUBE DE REGATAS VASCO DA GAMA. Demonstrações Contábeis, 2021.**

Disponível em: <https://www.netvasco.com.br/news/noticias16/arquivos/20220426-090929-1-.pdf>

**CITY FOOTBALL GROUP. City Football Group acquire 90% da SAF do Bahia, 2023.** Disponível em: <https://www.cityfootballgroup.com/clubs/bahia>. Acesso em: 20 fev. 2025.

**CLUBE ATLÉTICO MINEIRO. Demonstrações Contábeis, 2022.** Disponível em: <https://atletico.com.br/wp-content/uploads/2023/04/Relatorio-do-auditor-com-as-DFS-CAM-2022.pdf>

**CNN BRASIL. Flamengo lidera receitas do futebol brasileiro em 2024. Veja Ranking, 2025.** Disponível em:

<https://www.cnnbrasil.com.br/esportes/futebol/flamengo-lidera-receitas-do-futebol-brasileiro-em-2024-veja-ranking/>. Acesso em: 31 ago. 2025.

**COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. Avaliação: medindo e gerenciando o valor de empresas.** 3. ed. Londres: Pearson Universidades, 2001.

**CRUZEIRO ESPORTE CLUBE. Demonstrações Contábeis, 2021.** Disponível em: [https://clubesdocruzeiro.com.br/wp-content/uploads/2023/04/RELATORIO\\_ANUAL\\_DO\\_CRUZEIRO\\_2021\\_-\\_ASSINADA.pdf](https://clubesdocruzeiro.com.br/wp-content/uploads/2023/04/RELATORIO_ANUAL_DO_CRUZEIRO_2021_-_ASSINADA.pdf)

**CRISTIANE, M.; ROVER, S.; ALONSO, J. Desempenho Esportivo versus Desempenho Financeiro: O que nos diz o EBITDA de Clubes de Futebol Brasileiros?.** São Paulo: 2017. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/17UspInternational/ArtigosDownload/462.pdf>

**DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinar o valor de qualquer ativo.** 3. ed. Hoboken: Wiley, 2012.

DAMODARAN, A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3. ed. Hoboken: Wiley, 2012.

DAMODARAN, A. *Valuation: Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora, 2012.

DANTAS, M.; LÉO, L. **Futebol-empresa: o capitalismo chegou, afinal, no futebol brasileiro**. Revista Eptic, 2023.

ERNST & YOUNG. **Levantamento Financeiro dos Clubes Brasileiros 2021**. Maio 2022. Disponível em: [https://www.ey.com/pt\\_br/media-entertainment/levantamento-financeiro-dosclubes-brasileiros-2021](https://www.ey.com/pt_br/media-entertainment/levantamento-financeiro-dosclubes-brasileiros-2021). Acesso em: 01 set. 2025

ESPN. **Cruzeiro: lucro de Ronaldo com venda da SAF. 2024**. Disponível em: [https://www.espn.com.br/futebol/cruzeiro/artigo/\\_/id/13589474/saf-cruzeiro-vendido-ronaldo-fenomeno-pedro-lourenco-veja-detalhes](https://www.espn.com.br/futebol/cruzeiro/artigo/_/id/13589474/saf-cruzeiro-vendido-ronaldo-fenomeno-pedro-lourenco-veja-detalhes). Acesso em: 31 ago. 2025.

ESPORTE CLUBE BAHIA. **Demonstrações Contábeis, 2022**. Disponível em: [https://www.fbf.org.br/documentos/clubes/Relatorio\\_dos\\_Audidores\\_Independentes\\_-\\_31-12-2022.pdf](https://www.fbf.org.br/documentos/clubes/Relatorio_dos_Audidores_Independentes_-_31-12-2022.pdf). Acesso em 10 de jul de 2024.

FALEIROS, J. L. M. **Sociedades Anônimas do Futebol e Compliance Criminal**. São Paulo: Editora D'Plácido, 2021

FERREIRA, M. **Um Golaço de Gestão: Administrando Clubes de Futebol**. Salvador: Editora ABC, 2023.

FINANCIAL TIMES. *Botafogo's transformation sets bar for Brazilian football investment*. 2025. Disponível em: <https://www.ft.com/content/163a8f04-75c3-428c-b045-4efd1b715d15>. Acesso em: 20 fev. 2025.

FRASER, L. M.; ORMISTON, A. *Understanding Financial Statements*. 10th ed. Boston: Pearson, 2015.

FREZATTI, F. **Orçamento empresarial: planejamento e controle gerencial**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Universidades, 2017.

GITMAN, L. J.; ZUTTER, C. J. **Principles of Managerial Finance**. São Paulo: Pearson, 2013.

GLOBO ESPORTE. **Corinthians tem maior dívida, e Flamengo lidera receitas de 2024**. 2025. Disponível em:

<https://ge.globo.com/pe/futebol/noticia/2025/08/18/corinthians-tem-maior-divida-e-flamengo-lidera-receitas-de-2024-veja-rankings.ghtml>. Acesso em: 2 set. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Cruzeiro apresenta dívida superior a R\$ 1,1 bilhão e entra em processo de reestruturação financeira**, 2022. Disponível em:

<https://ge.globo.com/futebol/times/cruzeiro/noticia/2023/04/28/cruzeiro-registra-divida-superior-a-r-1-bilhao-em-balanco-de-2022.ghtml>. Acesso em: 21 fev. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Vasco anuncia acordo com 777 Partners para venda da SAF**, 2022.

Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/vasco/noticia/2022/02/21/vasco-anuncia-acordo-com-777-partners-para-venda-da-saf.ghtml>. Acesso em: 20 fev. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Botafogo oficializa venda da SAF e receberá mais R\$ 100 milhões de John Textor nos próximos dias**, 2022. Disponível em:

<https://ge.globo.com/futebol/times/botafogo/noticia/2022/03/03/botafogo-oficializa-venda-da-saf-e-recebera-mais-r-100-milhoes-de-john-textor-nos-proximos-dias.ghtml>. Acesso em: 20 fev. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Fortaleza cria a SAF, com 100% do capital nas mãos da associação**, 2023. Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-irlansimoies/post/2023/09/25/fortaleza-cria-a-saf-tabu-com-100percent-do-capital-nas-maos-da-associacao-entenda-projeto.ghtml> Acesso em: 20 fev. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Textor transfere SAF do Botafogo para empresa nas Ilhas Cayman e dá ativos do clube como garantia**. 5 ago. 2025. Disponível em:

<https://ge.globo.com/futebol/times/botafogo/noticia/2025/08/05/textor-transfere-saf-botafogo-para-empresa-nas-ilhas-cayman-e-da-ativos-do-clube-como-garantia.ghtml>. Acesso em: 31 ago. 2025.

GRAFIETTI, C. **Quanto vale um clube de futebol? Os cálculos e as idiosincrasias do negócio da bola**. Infomoney, 9 jan. 2020. Disponível em:

<https://www.infomoney-com-br.cdn.ampproject.org/v/s/www.infomoney.com.br/colunistas/cesar-grafietti/quanto-vale-um-clube-de-futebol-os-calculos-e-as-idiosincrasias-do-negocio-da-bola>.

Acesso em: 07 dez. 2024.

HENRIQSON, E.; BRAGATTI, J. A. **Gestão de Clubes de Futebol**. São Paulo: Editora XYZ, 2021.

GOEDHART, M.; KOLLER, T.; WESSELS, D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7. ed. New York: Wiley, 2020.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de contabilidade societária**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2021.

IRANI, F.G. Valuation Of Brazilian Clubs In The Era Of Football Corporations (SAF): A Comparison Of Methods. **Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (EESP-FGV)**, 2023.

KOFF, F. **Futebol e gestão: o lado financeiro dos clubes brasileiros**. São Paulo: Editora Abril, 2013.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7. ed. New York: Wiley, 2020.

LIMA, M.; SOUZA, F. **O impacto da gestão de marca no futebol: valuation e estratégias comerciais**. Rio de Janeiro: Editora Esporte Financeiro, 2022.

MAGUIRE, K. **The price of football: understanding Football Club Finance**. 2<sup>a</sup> ed. Newcastle, Agenda Publishing, 2021.

MARKHAM, T. **What is the Optimal Method to Value a Football Club?**. March 22, 2013. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2238265>. Acesso em 20 de janeiro de 2025.

MARTINS, R. **O modelo SAF e o futuro financeiro dos clubes de futebol no Brasil**. Brasília: Editora Jurídica, 2023.

MATTOS, Rodrigo. *Governo perdoa R\$ 579 milhões em dívidas de clubes grandes. Veja lista*. Disponível em: <https://rodrigomattos.blogosfera.uol.com.br/2016/05/03/governo-perdoa-r-579-milhoes-em-dividas-de-clubes-grandes-veja-lista/>. Acesso em: 9 set. 2025.

MEDEIROS, H. S. F.; COUTINHO FILHO, J. E.; CERQUEIRA, C. M. F. N. **Sociedade Anônima do Futebol: Teoria e Prática**. São Paulo: Editora Jurídica, 2022.

MORAIS, A. E. A.; JANUZZI, F. V. **Fatores determinantes do endividamento dos clubes de futebol brasileiro: uma análise entre os períodos de 2014 e 2020 por meio de regressão quantílica.**

NO ATAQUE. **SAF do Atlético busca novos investidores para atacar endividamento bilionário.** 19 jun. 2025. Disponível em: <https://noataque.com.br/futebol/time/atletico-mg/noticia/2025/06/19/saf-do-atletico-busca-novos-investidores-para-atacar-endividamento-bilionario/>. Acesso em: 31 ago. 2025.

OLIVO, R. L. F. **Breve História das Finanças e as suas Lições Práticas para os Investidores.** 1 ed. São Paulo: Actual, 2021.

OMENA, L. Custo de capital médio ponderado dos 12 clubes mais valiosos do futebol brasileiro. **Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração)** – Insper; São Paulo, 2013.

PENMAN, S. H. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5. ed. New York: McGraw-Hill, 2013.

PÓVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2019

PRATT, S. P. *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. 6. ed. New York: McGraw Hill, 2020.

RAPPAPORT, A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. 2. ed. New York: The Free Press, 1998.

REVSINE, L.; COLLINS, D. W.; JOHNSON, W. B. *Financial Reporting and Analysis*. 3 ed. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2008.

SALES, F. A. V. B. **A Sociedade Anônima do Futebol.** São Paulo: Editora Esportiva, 2022. SANTOS, J. O. **Valuation: um guia prático.** Rio de Janeiro: Saraiva Uni, 2 ed., 2018.

SANTOS, F. A.; OLIVEIRA, J. P. **Planejamento Tributário e Avaliação de Empresas.** Rio de Janeiro: FGV, 2020.

SERRA, R. G. **Valuation: Guia Fundamental e Modelagem em Excel®.** Rio de Janeiro: Atlas, 2019.

SPORTS PRO. **777 Partners amplia investimento no Vasco da Gama**, 2024. Disponível em: <https://www.sportspro.com/news/777-partners-vasco-da-gama-ownership-everton-takeover>. Acesso em: 20 fev. 2025.

SPORTS VALUE. **Finanças dos clubes brasileiros em 2022: a consolidação do marketing**. Disponível em: <https://www.sportsvalue.com.br/case-studies/financas-clubes-brasileiros-em-2022-a-consolidacao-do-marketing/>. Acesso em: 20 fev. 2025.

TAYLOR, M. **Global Players? Football Migration and Globalization, c. 1930-2000**. *Historical Social Research*, 31, 1 (2006), pp.77-130.

TERRA. **Ronaldo tem lucro milionário com a venda do Cruzeiro**. 29 abr. 2024. Disponível em: <https://www.terra.com.br/economia/ronaldo-tem-lucro-milionario-com-a-venda-do-cruzeiro-veja-valores,97cffd6d7a2eb618b790f4b96d93118axlbeq9dw.html>. Acesso em: 31 ago. 2025.

TRANSFERMAKT. **Dados dos clubes de futebol**, 2025. Disponível em: <https://www.transfermarkt.com.br/>

UOL. **777 quer adiamento da recuperação judicial do Vasco e cita “perplexidade”**. 25 fev. 2025. Disponível em: <https://www.uol.com.br/esporte/futebol/ultimas-noticias/2025/02/25/777-quer-adiamento-da-recuperacao-judicial-do-vasco-e-cita-perplexidade.htm>. Acesso em: 31 ago. 2025.

UOL. **Palmeiras bate casa do bilhão e encurta distância para receitas do Flamengo**. 2025. Disponível em: <https://www.uol.com.br/esporte/futebol/ultimas-noticias/2025/04/01/palmeiras-bate-casa-do-bilhao-e-encurta-distancia-para-receitas-do-flamengo.htm>. Acesso em: 2 set. 2025

VEIGA, C.E. A Evolução do Valuation do Clube de Regatas Flamengo. **Monografia de Conclusão de Curso Apresentada ao Departamento de Economia da PUC Rio**. Novembro, 2022.

WHITE, G. I.; SONDHI, A. C.; FRIED, D. *The Analysis and Use of Financial Statements*. 3rd ed. Hoboken: Wiley, 2002.

XP INVESTIMENTOS, CONSULTORIA CONVOCADOS. **Relatório Convocados: Finanças, História e Mercado do Futebol Brasileiro de 2021. 2022**. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/relatorio-futebol-2022/>. Acesso em 01 set. 2025.