



Monografia de Final de Curso

O valor financeiro do Clube de Regatas do Flamengo sob um novo conceito de administração

João Lenz Cesar

1810583

Orientador: Marcio Gold Firm

João Lenz Cesar

**O valor financeiro do Clube de Regatas do Flamengo sob
um novo conceito de administração**

**Prévia do Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito
para obtenção de título de Bacharel em Ciências Econômicas pela Pontifícia
Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC Rio.**

Orientador: Márcio Gold Firmo

Rio de Janeiro, 30/11/2021

**Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri a nenhuma ajuda
externa para utilizá-lo, exceto quando autorizado pelo orientador.**

Agradecimentos

Acredito que o período na faculdade é nada mais que uma continuidade do meu processo de formação como ser humano. Nesse sentido, fazer agradecimentos apenas do meu período de estudante na PUC-Rio seria injusto. Ademais, agradecer nominalmente todos os nomes importantes durante minha trajetória seria uma tarefa complexa e com certeza esqueceria muitos. Por isso, decidi agregar em grupos essa nota de agradecimento.

Assim, gostaria de agradecer:

Meus pais, mentores e professores da vida, Paula e Leonardo, pelo suporte, carinho, liberdade e incentivo dado ao longo não só da faculdade, mas da vida inteira. Sem vocês não seria nada.

Meus irmãos, eternos protegidos e melhores amigos, Bernardo e Antonio, pelo companheirismo, amizade e responsáveis pela leveza diária.

Minha família, centro de tudo e peça fundamental na minha formação como ser humano e pelo desenvolvimento do meu caráter.

Minha namorada, Victoria, pelo apoio nos momentos difíceis, carinho e cumplicidade.

Meus amigos da faculdade, por esse período de 4 anos de muita ajuda, curtidão e provas. Com certeza saio dessa etapa com muitas amizades verdadeiras que preservarei.

Meus amigos do colégio, peças fundamentais no meu dia a dia, pela intimidade e momentos de alegria.

Meu orientador, Márcio Gold Firmo, pela ajuda e conversas durante o desenvolvimento da monografia. Junto, deixo uma menção para todos os professores que tive na PUC-Rio.

Por último, mas não menos importante, meus atuais e antigos colegas de trabalho, responsáveis também pelo meu aprendizado e constante evolução como pessoa e profissional.

Índice

I. Introdução	5
II. Breve resumo da situação dos Clubes no Brasil	6
III. Revisão de literatura	9
IV. Fontes de dados.....	13
V. Método.....	14
VI. Resultados Pretendidos.....	15
VII. A gestão do Flamengo em números	15
<i>a. Receita Operacional Bruta:</i>	19
<i>b. Investimentos:</i>	19
<i>c. Patrimônio Líquido:</i>	20
VIII. Futuras fontes de receita	20
<i>a. Construção de um estádio próprio</i>	20
<i>b. Internacionalização da marca</i>	22
<i>c. Rentabilização das redes sociais</i>	24
<i>d. Desenvolvimento do Fan Token</i>	25
<i>e. Criação de uma liga dos clubes brasileiros</i>	26
IX. O valuation.....	29
<i>a. Valuation no futebol</i>	29
<i>b. Fluxo de Caixa Descontado</i>	31
<i>c. Análise por múltiplos</i>	32
<i>d. Modelo “multivariate” de Tom Markhan</i>	33
<i>e. Conclusão</i>	34
X. Comentários Finais	36
XI. Referências bibliográficas	37

I. Introdução

O Brasil está situado entre um dos principais representantes do futebol mundial, sendo conhecido como “país do futebol” mundo afora. Dados mostram que 67,4% dos brasileiros têm interesse em futebol e que esse mercado movimentava R\$52,9 bilhões de reais ao ano (0,72% do PIB brasileiro). Além disso, uma pesquisa feita em outubro de 2020 pela empresa “Sports Value” mostrou que, caso os maiores 30 clubes do país fossem vendidos, geraria-se um valor de R\$ 25,1 bilhões. Grandes clubes, ídolos e jogadores são oriundos da nação verde e amarela e, nesse contexto, o Clube de Regatas do Flamengo se insere como protagonista. Com o tamanho de sua torcida de cerca de 32,5 milhões de torcedores, segundo o Ibope e a relevância de conquistas passadas como por exemplo o Mundial de Clubes e os oito Campeonato Brasileiros, é inevitável pensar no clube quando se discute sobre o futebol brasileiro. Desde 2013, sob uma nova administração que mudou radicalmente a cultura do clube e seu status quo, as receitas do Flamengo foram multiplicadas e a saúde financeira tornou-se um objetivo central.

Com a nova maneira de gerir o clube, tenho como objetivo nesta monografia explicar o que aconteceu de 2013 até hoje. Sob esse prisma, analisarei os impactos a longo prazo e efeitos de possíveis rumos a serem tomados. Irei discorrer sobre a história recente do clube que passou por uma mudança no modelo de gestão. Além disso, medirei o valor intrínseco (valuation) do Clube de Regatas do Flamengo através de alguns métodos distintos já definidos: DCF, múltiplos (tradicional) e *multivariate*. Nesse sentido, planejo estudar e discutir potenciais vias de crescimento de receita com inspiração em modelos bem sucedidos aplicados em clubes internacionais e que, por exemplo, envolvem a construção de um estádio próprio, a internacionalização da marca, a melhor rentabilização das redes sociais, o desenvolvimento do Fan Token e, por último, a criação de uma liga dos clubes brasileiros. Além disso, irei precificar o clube através de um *valuation*.

O futebol é um assunto de grande debate no nosso país devido a sua importância cultural para a população. Todavia, apesar de ser uma paixão nacional, a administração dos clubes brasileiros é um grande fracasso por serem amadoras e ineficientes. Sendo assim, fazer um estudo de caso de um clube que conseguiu um modelo vitorioso no longo prazo pode servir de inspiração e exemplo para outros clubes bem como ser fonte de reflexão e constante aprimoramento para o próprio Flamengo .

Apesar de já existirem alguns estudos que avaliam o impacto das políticas que vêm sendo tomadas no Clube de Regatas do Flamengo, conhecido também como Rubro-Negro, desde

2013, planejo explorar possíveis cenários financeiros para o futuro do clube. As receitas hoje são estimadas de forma simples e aglomerada separando-as pelas seguintes fontes: a) direitos de transmissão e prêmios, b) patrocínios e licenciamentos, c) transferência de atletas, d) bilheteria/estádio e sócio-torcedor e, por fim, e) social e outros. Sendo assim, em casos de deficiência de alguma fonte de receita, como no ano de 2020 com a pandemia do Covid-19, existe uma perda gigantesca não recuperável. Dessa forma, fazer um estudo de potenciais novas fontes de receita para que compensem com possíveis perdas e agreguem as anteriormente citadas poderia ser proveitoso para o Flamengo e outros clubes brasileiros.

Dessa forma, devido à escassez de literatura sobre o tópico abordado e a importância de estudos sobre aumento de receitas dos clubes de futebol no Brasil, devido ao tamanho deste setor, a análise financeira do caso de sucesso do modelo de administração do Flamengo implementado a partir de 2013 e seus desdobramentos torna-se relevante para servir de modelo e guiar políticas futuras.

Com o intuito de apresentar um *valuation* do Clube de Regatas do Flamengo, chegando a um valor justo do ativo serão analisados potenciais desdobramentos do futebol brasileiro e do clube Flamengo. Serão utilizados três métodos para a avaliação financeira e a seguir os resultados serão comparados. Por fim, será apresentada uma discussão sobre potenciais vias de crescimento partindo de estudos do mercado futebolístico europeu.

Para concluir, planejo mostrar que o caminho para a maximização de valor de um clube é a gestão profissional, como a que o Clube de Regatas do Flamengo vem fazendo desde 2013. Esse tipo de gestão tem mais retorno sobre o capital investido e acaba gerando mais valor a longo prazo para a empresa.

II. Breve resumo da situação dos Clubes no Brasil

Foi-se o tempo em que os clubes brasileiros eram avaliados pelos especialistas conforme suas respectivas tradições e títulos. Hoje, podemos compreender os clubes pertencendo a dois grupos distintos. Por um lado aqueles que são geridos de maneira ultrapassada e amadora, sem fazer previsões e tomar decisões baseadas em análise de dados, repetindo práticas ineficientes e com mau resultados financeiros, e por outro lado, os que executam uma gestão profissional com avaliações constantes e revisão de práticas, mantendo o equilíbrio financeiro como premissa para o sucesso do clube.

O Atlético Paranaense é um clube com pouca tradição e que vem ganhando espaço no cenário futebolístico nacional e sulamericano. Além do time do Paraná, o Bragantino de São Paulo é um exemplo de clube que ganha espaço cada vez mais. Comprado pelo grupo Red Bull que conta com outros três clubes ao redor do mundo, a gestão do Bragantino passou a ser profissional e o clube tem experimentado os resultados positivos de uma administração eficiente. Como um provável resultado da seriedade na gestão, ambos os clubes, agora mais estruturados, chegaram à final da Copa Sul-Americana de 2021, a segunda competição mais importante da América do Sul, onde clubes mais tradicionais e menos organizados, como o Santos, o Corinthians e o Grêmio foram desclassificados .

Seguindo o mesmo raciocínio, o Vasco, um clube tradicional e com uma das maiores torcidas do Brasil, mas sem uma administração profissional e mais técnica, jogará na segunda divisão do Campeonato Brasileiro em 2022. Ele estará pela 5ª vez em 14 anos disputando essa competição mais desvalorizada. Um dos motivos de alguns clubes ainda não adotarem uma gestão profissional seria o problema político. Como alguns clubes não têm um “dono”, a partir do momento que um candidato para a gestão do clube tem 3 anos de mandato, ele precisa de resultados concretos nas conquistas esportivas para tentar a reeleição; com isso, vai existir um grande incentivo para gastar mais do que se deve e se alavancar financeiramente em busca de títulos expressivos. O ambiente de disputa política acaba prejudicando a seriedade nas decisões tomadas.

Nesse contexto, o Clube de Regatas do Flamengo, objeto principal deste estudo, é referência na transição de gestão, do amadorismo para o profissionalismo. Isso fica claro a partir da análise histórica dos demonstrativos financeiros. Além do Flamengo, outros dois clubes também se destacam, o Palmeiras, de São Paulo, e o Grêmio, do Rio Grande do Sul.

Hoje o Brasil oferece um cenário promissor em relação a busca da profissionalização dos clubes, após a aprovação da Lei do Clube-Empresa (Lei nº 14.193/2021) no Governo Bolsonaro. Sempre que se fala em compra de clubes de futebol no nosso país surgem preocupações com a tradição e a história do clube. No entanto, quando um grupo compra um clube de futebol, eles estão comprando a marca, o símbolo, a camisa e a tradição. O que você compra no final é a capacidade de mobilização da torcida, o que está associado à capacidade de receita e a manipulação de marketing. Um clube sem torcida tem pouco valor, pois não vai resultar em possibilidades consistentes de engajamento e criação de receita. Contudo, esta preocupação parece ser infundada, haja vista o que tem acontecido com as compras de clubes na Europa. A preocupação se concentra na capacidade ou não da pessoa ou grupo que

comprou o clube de fazer uma gestão eficiente. Vale ressaltar que o exemplo do grupo Red Bull, que mudou a marca do antigo clube Bragantino e dos outros três clubes no mundo que sofreram a mesma política, se configura em uma exceção e não em uma regra (caso será detalhado ao longo do estudo).

Notícias recentes apontam para o possível interesse de um empresário russo pelo clube Paraná e um bilionário russo pelo clube Fortaleza. Embora alguns desses casos não sejam sérios, fica nítido que o mercado futebolístico no Brasil, com o interesse de compra e investimento nos clubes de futebol, é promissor. Rumores e negociações estão acontecendo por aqui, porém ainda com poucos negócios concretos. Nesse mesmo contexto, o América de Minas Gerais foi o primeiro que fechou um acordo com o bilionário norte americano Joseph Dagrosa. No futuro próximo, mais clubes devem ganhar o status de clube-empresa. Um outro exemplo é o clube Botafogo, no Rio de Janeiro, que em 2021 fechou uma parceria com a empresa XP Investimentos, uma corretora de valores brasileira. O acordo versava sobre uma assessoria para buscar um investidor internacional, e assim iniciar o processo para se tornar um clube-empresa.

Uma vez que o clube passa a ter um dono, investimentos visam o longo prazo e a profissionalização passa a ser o objetivo principal para se atingir esse fim. Palmeiras e Flamengo mostraram com resultados concretos que a gestão profissional compensa no longo prazo; os dois clubes são dominantes no Brasil nos últimos 5 anos.

Na reportagem intitulada “*Se fair play financeiro que tirou Messi do Barcelona fosse aplicado no Brasil, só quatro clubes seriam aprovados na primeira divisão*”, o jornalista esportivo Capelo (2021) deixa claro que, excluindo transferência de jogadores, alguns clubes brasileiros têm receitas menores que a folha salarial. Por exemplo, no ano de 2020, o clube Atlético Mineiro, apresentou uma folha salarial equivalente a 204% das receitas recorrentes. Neste caso, se incluíssemos a venda de atletas como receita, a relação ainda representaria 162% da receita, o que é muito alavancado sob o ponto de vista administrativo-financeiro.. Isso evidencia a falta de planejamento e o amadorismo na gestão do clube, cenário bastante comum na maioria dos demais clubes. Tal estratégia se fundamenta na aposta que os clubes fazem em uma equipe de jogadores de alta qualidade técnica, o que, a princípio, estaria relacionado com mais vitórias, mais prêmios e, conseqüentemente, mais receitas. Estas receitas "esperadas" justificariam o investimento alavancado feito anteriormente. Não à toa se encontra muito próximo de ganhar o Campeonato Brasileiro de 2021. Contudo, se por um lado muitos clubes fazem essa aposta alta, por outro, somente um clube ganha o primeiro

lugar e outros poucos conseguem receitas de prêmios com as classificações secundárias e menores que o orçado inicialmente. Esse descompasso entre expectativas e realidade faz com que muitos clubes passem por quadros de falência, como foi o caso do Cruzeiro que ficou insolvente a partir de 2019.

Com dívidas impagáveis e ineficiência no futebol a partir de irregularidades na gestão, o Cruzeiro, clube que já foi bicampeão da Copa do Brasil em 2013 e 2014, a segunda competição nacional mais importante, estará pelo terceiro ano consecutivo na Série B em 2022. O endividamento do clube sobre o seu faturamento anual chega a uma relação de oito para um, ou seja, caso o clube não investisse nada nos próximos anos e seguisse com o mesmo nível de receitas, ele demoraria oito anos para saldar as dívidas.

A partir dos exemplos citados fica claro que a gestão profissional que busca a sustentabilidade das finanças é essencial para que o clube consiga realizar o seu planejamento estratégico de médio e longo prazo, bem como se manter competitivo ao longo dos anos. O Atlético Paranaense e o antigo Bragantino deixam claro que tradição deixa de ser importante uma vez que você tem a sua casa “arrumada”. Por isso, estudar o caso do Clube de Regatas do Flamengo se faz tão interessante dado que foi um clube que passou por um processo de mudança de mentalidade de gestão e atingiu a gestão profissional.

III. Revisão de literatura

Investimentos não podem prescindir de uma avaliação racional e estratégica. Apesar deste princípio também ser verdade para o universo dos clubes do futebol, a revisão de literatura não apontou trabalhos significativos a respeito.

No trabalho intitulado “What is the optimal method to value a football club?”, Markhan¹ (2013), debate e estuda um novo método de mensurar o valor intrínseco dos clubes de futebol europeus. Durante sua dissertação, ele descreve técnicas tradicionais de *valuation*, como o DCF (*Discounted Cash flow*) e a análise por múltiplos. Sua justificativa é baseada nos seguintes argumentos.

O método do DCF é capaz de avaliar qualquer ativo desde que tenha fluxos de caixa positivos (lucro) e previsíveis no futuro. Tradicionalmente, os fluxos de caixa futuros de uma empresa

¹ Ele é membro do ICMA Center. O International Capital Market Association (ICMA) Center é um centro de ensino superior sediado na cidade inglesa de Reading, Berkshire. Oferece graduação, pós-graduação e educação executiva adaptadas ao mercado de capitais.

são dividendos distribuídos aos investidores. A versão do DCF que faz-se a partir de dividendos futuros é conhecida como *Dividend Discount Model* (DDM). Sendo assim, segundo o autor, a principal razão para esse modelo apresentar falhas ao analisar um clube de futebol é que a maioria dos clubes de futebol são entidades perpetuamente deficitárias e, portanto, não têm fluxos de caixa futuros para descontar de volta ao valor de hoje. Além disso, tradicionalmente poucos clubes pagam dividendos, então o DDM não pode ser usado para avaliar clubes de forma consistente, pois eles não conseguem ter lucros previsíveis no futuro, já que a maior parte dos lucros é resultado das vitórias nos campeonatos e de venda de jogadores.

Em relação a análise por múltiplos, como o nome sugere, ele mede o valor de uma empresa em relação ao seu volume futuro de negócios. Exemplificando, a partir de um faturamento do ano x , você consegue chegar no faturamento do ano $x+n$ multiplicando por um múltiplo justo. É uma técnica simples, normalmente usada para avaliar empresas mais jovens ou com problemas de gestão e fluxo de caixa e que não podem ser avaliadas por meios tradicionais mais técnicos, como o DDM, apresentado acima. Além disso, esse método também é adequado para indústrias com ganhos voláteis. Portanto, é particularmente atraente para a avaliação de clubes de futebol, uma vez que o DCF requer lucratividade sustentada e previsível que poucos clubes podem fornecer, enquanto os múltiplos de receita requerem apenas um valor de faturamento. Contudo, as principais deficiências da avaliação múltipla de receita é que ela não reflete os ativos, dívidas, capacidade de controlar custos e gerar lucros de um clube.

Ao longo do trabalho o autor conclui que uma análise pelo “*Multivariate model*” seria ideal para clubes da Inglaterra. Este modelo é uma fórmula que pondera diversos números intrínsecos a cada clube. Ela é dada por:

$$\text{Club Valuation} = (\text{Revenue} + \text{Net Assets}) \times \{(\text{Net Profit} + \text{Revenue})/\text{Revenue}\} \times (\text{Stadium Capacity \%}) \div (\text{Wage Ratio \%})$$

No que tange o primeiro fator da conta, a variável “Revenue” é adicionada ao “Net Assets”, pois estes sustentam a capacidade de um clube de gerar receitas futuras e conseqüentemente, constituem a espinha dorsal do modelo de avaliação.

O valor combinado de “Revenue” e do “Net Assets” é multiplicado pelo valor do lucro líquido

(ou prejuízo), “Net Profit” do clube adicionado à receita “Revenue” e dividido pela mesma receita. Esse fator examina a lucratividade de um clube em comparação com sua receita geral. No caso de clubes lucrativos, a receita combinada e o patrimônio líquido serão multiplicados por um valor maior que 1 para aumentar a avaliação iminente de acordo com os lucros. Enquanto em clubes com prejuízo, será multiplicado por um valor menor que 1 para reduzir a avaliação iminente em linha com a perda.

Em seguida, o número encontrado é então multiplicado pelo fator “Stadium Capacity %”, porcentagem média de utilização do estádio, que ilustra a eficácia com que o clube está usando seu principal ativo diferenciado. Quanto maior a utilização do estádio (até um máximo de 100%), maior será a avaliação iminente. Finalmente, o valor achado é dividido pela relação entre salários e receitas do clube, “Wage Ratio %”. Isso ilustra a capacidade de um clube de controlar suas despesas principais e quanto menor a porcentagem, maior a avaliação final do clube.

Dada essa fórmula, durante a minha dissertação irei calcular o valor intrínseco do Clube de Regatas do Flamengo pelo modelo ótimo defendido pelo autor..

Em relação ao Clube de Regatas do Flamengo e a história da sua trajetória de administração a partir de 2013, irei utilizar Monografias de ex-alunos, reportagens e estudos de caso. Nesse âmbito, há alguns materiais para serem estudados e detalhados, dois dos quais cito abaixo.

Veloso (2019), a partir de análises das demonstrações contábeis a autora chegou à conclusão de que os índices de liquidez (que medem a capacidade de honrar as dívidas de curto e longo prazos) e de endividamento do Clube de Regatas do Flamengo não eram bons apesar de estarem melhorando. No entanto, na época em que o trabalho foi publicado, menos de 50% das dívidas do clube estavam classificadas como de curto prazo (quando a empresa possui apenas 2 períodos financeiros para pagar suas obrigações). Enquanto isso, os índices de rentabilidade apresentavam bons resultados. É importante ressaltar que o trabalho foi realizado antes da divulgação do resultado anual de 2019, ano esse que o clube atingiu receita de R\$950 milhões. Para fins de comparação, em 2018 havia sido de R\$543 milhões e em 2017, antigo recorde, R\$ 649 milhões, ou seja, aconteceu um grande salto. No contexto do meu trabalho, acho necessário analisar a saúde financeira atual do clube para conseguir atingir meus objetivos finais e, para essa análise, entender como foi feito previamente por alguns estudos é fundamental.

O segundo trabalho que acho interessante é o Rocha (2018). Com o objetivo de analisar o valor da marca baseado no espectador esportivo (torcedor) do Clube de Regatas do Flamengo,

ou seja, o seu *brand equity*, o autor fez uma pesquisa através de um questionário divulgado pelas redes sociais onde foram analisados uma série de fatores como poder de barganha e história do clube. O autor conclui no final do trabalho que a torcida possui uma forte associação com sua história e fatores relacionados a este ponto. Contudo, ele observou que existem alguns pontos em que a gestão pode se debruçar para melhorar a experiência do torcedor e a rentabilidade da operação, sendo o estádio o principal deles. Nesse contexto, o preço dos ingressos do Rubro-Negro em competições mais desejadas está muito alto tendo como a entrada mais barata precificada em R\$120 em alguns jogos.

Com certeza parte relevante do valor intrínseco do Flamengo é subjetiva, porque está presente no poder da marca. Na contabilidade chamamos isso de intangível. Nesse âmbito, entender e mensurar quanto vale o seu intangível é interessante para chegar no valor justo para um clube. Pensei em uma forma de replicar essa pesquisa feita pelo autor para que seja atualizada buscando um maior número de respostas. Contudo, apesar de avaliar a marca de um clube de futebol parecer algo muito interessante, o resultado não deveria ser algo que mexe os ponteiros do valor de um clube de futebol. Sob esse prisma, deixo como exemplo o clube estudado neste trabalho. Acredito que ninguém estaria disposto a comprar a marca do Clube de Regatas do Flamengo, sem operar seu centro de treinamentos, seu estádio, sua sede social e todas as suas operações. Não se consegue separar a marca da atividade. Ademais, o valor da marca já deveria estar contemplado em alguns resultados do clube como por exemplo receitas de TV, marketing e bilheteria - receitas diretamente ligadas ao tamanho da torcida. Por isso, ao longo do projeto optei por não incluir no trabalho a pesquisa que foi feita para tentar avaliar a marca do Rubro-Negro. Além de ser algo que pareceu pouco relevante para o objeto de estudo central, é um resultado muito subjetivo e com pouca confiabilidade.

Por fim, a empresa “Sports Value”, especializada em marketing esportivo, fez uma avaliação econômica dos TOP 30 clubes brasileiros em 2020. Nela, também foi feito um *valuation*. Segundo eles, a metodologia usada considera inúmeros fatores para se alcançar o valor intrínseco final de cada clube. São considerados todos os ativos dos clubes, sendo o Circulante dinheiro no caixa, em bancos e aplicações financeiras e os ativos imobilizados, estádio, centro de treinamento e edificações em geral. Como segundo grande tópico, há também a avaliação da marca, que abrange dezenas de variáveis para a formação de valor, divididas em três grandes grupos. A empresa diz que neste grande estudo é considerado o potencial de mercado consumidor de cada clube, índice de potencial de consumo, tamanho de torcida, distribuição geográfica e engajamento. Em terceiro lugar, através de ajuda de um

site alemão chamado “*Transfermarkt*”, o valor do plantel do time profissional atual é avaliado e descontado do valor contábil dos gastos com as categorias de base. Por último, como a quarta grande variável da metodologia, estão as receitas garantidas oriundas de direitos esportivos.

Em relação ao *valuation* apresentado acima, o estudo faz uma análise de como ele seria ajustado às dívidas operacionais. Esta análise é fundamental para compreender a situação real de cada clube brasileiro uma vez que eles têm dívidas gigantescas. Segundo análise da Sports Value, até outubro de 2020, as dívidas de todos os clubes brasileiros atingiram R\$10 bilhões. Enquanto isso, para efeito de comparação, o faturamento consolidado do mercado não passa dos R\$7,3 bilhões. Somado a esse “*valuation ajustado*”, foi realizado também uma análise do valor da marca de cada clube, que poderá ser muito aproveitada no meu estudo. Assim, fica claro o alto endividamento dos clubes brasileiros que de forma geral tem dívidas maiores que seus faturamentos. Tal fato só comprova a necessidade destas instituições tornarem suas gestões profissionais assim como o Flamengo passou a fazer a partir de 2013.

Para o Clube de Regatas do Flamengo, objeto de estudo deste trabalho, foi encontrado o valor intrínseco de aproximadamente R\$ 2,9 bilhões. Junto com o resultado final, considerações relevantes foram feitas. Segundo a empresa, o clube tem ativos, marca extremamente valiosa, pesado investimento no time principal e categoria de base com alto valor. Além disso, mostra solidez financeira com seis anos consecutivos de superávits (tema que será futuramente discutido neste trabalho).

Contudo, pela falta do estádio próprio e o enorme potencial para crescer fora do RJ (receitas abaixo do potencial), o clube poderia valer bem mais. Nesse âmbito, ambos os pontos citados serão abordados e detalhados durante o capítulo “Futuras fontes de receita”. Acredito, assim como a Sports Value, que o Flamengo possui muitas opções que irão gerar valor para o clube.

Por fim, a empresa avaliou que a marca do Flamengo vale um pouco menos de R\$1,2 bilhão, sendo o clube com mais seguidores e interações nas principais redes sociais.

IV. Fontes de dados

Para a construção dessa monografia sobre o Clube de Regatas do Flamengo serão utilizados documentos e reportagens que mostram o impacto da mudança de gestão. Com todo esse acervo será feita uma análise histórica. Sob esse prisma, uma fonte importante que merece

ser destacada é o site de transparência do Clube onde se encontram as Demonstrações Financeiras, publicadas e auditadas desde 2010.

Além disso, para fins de comparação, serão usados dados de outros clubes disponibilizados por instituições financeiras independentes.

V. Método

De forma a estimar o efeito das políticas instituídas a partir de 2013 sobre a sustentabilidade do clube e projetar as futuras receitas, pretende-se coletar diversos dados para sua posterior análise. Serão analisados os dados já dispostos no site de transparência do Clube de Regatas do Flamengo.

Mais precisamente, irei analisar os documentos e reportagens que foram citados na seção “Fontes de dados”. Eles evidenciam os impactos da mudança no modo de gestão do Flamengo. Para isso, as demonstrações financeiras de 2010 e 2016 serão analisadas. Idealmente gostaria de analisar de 2010 até 2020, porém por ter uma mudança contábil no ano de 2017 não será possível.

Além do mais, vou fazer um *valuation* do clube a partir do método de fluxo de caixa descontado, um instrumento completo para precificar um ativo. Utilizarei o Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE) em que o fluxo de caixa será de cinco anos, descontados pelo custo de investimento (K_e - *Cost of Equity*). Para isso, usarei os dados de 2018 até 2020, uma vez que para os anos anteriores existem mudanças contábeis como a mudança do IAS-17 para o IFRS-16.

Em relação ao *valuation*, farei uma comparação de dois métodos reconhecidos e disseminados no mundo das finanças. Além do método de fluxo de caixa descontado abordado no parágrafo anterior, irei fazer uma análise de múltiplos de receita e EBITDA (sigla em inglês que em português significa lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização, ou seja, reflete a geração de caixa da companhia). Por fim, como foi abordado na parte de revisão de literatura, irei fazer uma outra comparação usando o modelo apresentado e indicado por Tom Markhan em seu artigo. O nome do modelo é “*multivariate*”.

VI. Resultados Pretendidos

Devido à escassez de literatura sobre o tema, e a dificuldade de adaptabilidade da mesma às especificidades do setor futebolístico, não foi possível apresentar um valuation bem fundamentado e que possibilitasse previsões confiáveis sobre resultados futuros. Apesar de haver evidência de que a gestão do Clube de Regatas do Flamengo a partir de 2013 teve um impacto muito positivo na saúde financeira do clube, as conclusões sobre valor futuro não foram possíveis. Entretanto, espera-se que as discussões realizadas possam contribuir para futuras análises sobre o tema. O mercado de futebol brasileiro tende a se profissionalizar e, com isso, os clubes passam a ser mais valiosos. Sendo assim, a busca de uma forma de mensurar o valor de um clube seria fundamental para debates e decisões futuras.

VII. A gestão do Flamengo em números

O Clube de Regatas do Flamengo saiu de uma receita de aproximadamente R\$175 milhões em 2012 para uma receita que deve chegar a 1 bilhão de reais em 2021, segundo Matos (2021), jornalista esportivo, na reportagem intitulada “Flamengo bate meta de premiações e prevê receita de R\$ 1 bi no ano.”. Os valores assustam já que estamos falando de uma taxa de crescimento anual composta um pouco maior que 19%.

Sendo assim, é um feito heróico que fica mais expressivo quando olhamos para a estrutura financeira do clube em 2013 que tinha um patrimônio líquido negativo em aproximadamente R\$443 milhões. Isso é um problema, uma vez que na contabilidade financeira o patrimônio líquido ser negativo é uma indicação de que a empresa não consegue pagar todos os seus passivos (dívidas), pois o passivo é maior que seus ativos. Vale lembrar que se o patrimônio líquido de uma empresa permanecer negativo por um longo período de tempo, isso é considerado insolvência do balanço. Sendo assim, no mundo corporativo ver o patrimônio líquido é muito importante para analisar a situação financeira de um ativo. Nesse contexto, quando ele é negativo, o investimento no ativo passa a ser considerado mais arriscado. Entretanto, vale ressaltar que essa métrica sozinha não retrata detalhadamente como está a empresa e, por isso, precisa ser usada junto de outras para que seja feito um diagnóstico financeiro mais preciso do ativo.

Nesse contexto, como já foi exposto neste trabalho, a trajetória do Flamengo passa por uma gestão que se tornou profissional e que tem o equilíbrio financeiro como premissa para o sucesso esportivo. Essa história é um verdadeiro *case* de sucesso.

Em 2013, no primeiro ano da gestão do presidente Eduardo Bandeira de Mello muitas coisas precisavam mudar. Ao assumirem o clube existia uma dívida um pouco maior do que R\$750 milhões que atrapalhavam demais o dia a dia financeiro do Flamengo. Com uma política severa de austeridade houve uma mudança de paradigma. As obrigações foram renegociadas e os pagamentos de funcionários e atletas passaram a ser em dia. Além disso, iniciaram o programa de sócio torcedor, programa que é responsável por uma receita recorrente através da fidelização do torcedor. Por fim, houveram cortes significativos na área de Esportes Olímpicos rubro-negro, área que sempre foi responsável por queima de caixa. Neste ano o clube de forma milagrosa conseguiu ganhar a Copa do Brasil, segunda maior competição nacional do país e que daria fôlego e paciência para alguns anos com menos investimento no futebol e sem títulos.

No ano seguinte, o Flamengo se sagrou campeão estadual. Aconteceu um marco super importante e que viraria premissa nos demonstrativos rubro negros de lá para frente (exceção de 2020 que aconteceu um ano de pandemia não projetado e os custos ficaram desalinhados das receitas). Pela primeira vez desde 2009 o clube estava dando lucro líquido de R\$64 milhões. Era possível administrar e gerir um clube de futebol de forma responsável e sustentável no longo prazo.

Já em 2015, um ponto fundamental foi solucionado. As dívidas trabalhista e fiscal estavam equacionadas tanto no PROFUT (permitia o parcelamento de dívidas tributárias) quanto na regularização do Ato Trabalhista. Com uma receita até então recorde, conseguiram investir mais no futebol. Para conseguir isso, a direção conseguiu negociar os direitos de transmissão de TV do clube para o Campeonato Brasileiro muito bem, sendo o melhor contrato do futebol Brasileiro até então. No âmbito esportivo do profissional, o ano não foi muito feliz para os torcedores. Contudo, resultados expressivos vieram na base de futebol que deram frutos de vendas para o exterior nos anos posteriores. Jorge, Lucas Paquetá e Vinícius Júnior são exemplos disso. No ano seguinte, o clube foi vitorioso no mais importante torneio de base do país, a Copinha.

Depois de 3 completos anos trabalhando com uma política de austeridade severa, em 2016 o clube acelera os investimentos para a recolocação do Flamengo como protagonista do futebol brasileiro. O símbolo desse movimento é a vinda do Diego Ribas da Europa, atleta que foi super vitorioso e é ídolo do clube. Em números, a política de austeridade se mostrou correta. A dívida diminuiu muito. Nesse âmbito, ela era de R\$750 milhões quando a nova gestão assumiu em 2013 e passou a ser de R\$390 milhões no final de 2016. Assim, com uma receita

maior e menor endividado, o clube conseguiu fazer maiores investimentos.

Em 2017, penúltimo ano dessa gestão que mudou o paradigma do Flamengo, a receita cresceu em todos os pilares (marketing - patrocínios e licenciamentos; matchday - bilheteria e sócio torcedor e broadcasting - televisão, internet e pay per view). Junto disso, o endividamento continuava a cair e estava aproximadamente na metade de como foi encontrado quando a gestão assumiu o clube.

No último ano dessa gestão o Clube de Regatas do Flamengo já era um clube responsável e transparente. Além disso, já era considerado um caso de reestruturação e gestão profissional. Realmente foram 5 anos sem títulos expressivos, mas deixaram uma estrutura financeira pronta para vencer. Em 2018 o Flamengo tinha o melhor balanço de sua história e o orçamento do Departamento de Futebol era muito alto comparado a anos anteriores. A capacidade de investimento tinha aumentado muito. Os títulos seriam consequência natural.

A partir de uma nova chapa, comandada por Rodolfo Landim, o Clube de Regatas do Flamengo em 2019 mostra realmente o valor de uma gestão profissional nos anos anteriores. Essa chapa era composta por membros que iniciaram o processo de transição do Flamengo em 2013 mas por algumas questões brigaram com o ex-presidente Eduardo Bandeira de Mello. Neste ano o clube se sagrou campeão do Campeonato Carioca, do Campeonato Brasileiro e da tão sonhada Copa Libertadores, competição essa que o Flamengo não ganhava desde 1981. Os recordes não ficaram apenas entre as quatro linhas. Nos canais da Comunicação do Flamengo os números também foram impressionantes. Seja no Instagram, na FlaTV (canal do YouTube), no Twitter, no Facebook, no Tik Tok, o resultado foi sensacional, traduzindo a grandeza do clube. Como exemplo, o faturamento na FlaTV cresceu 400% e o número de seguidores cresceu 122% no Instagram contra o ano de 2018. Esse tópico é muito relevante para o “Flamengo do futuro” e suas formas de monetizar a marca. Além disso, outro ponto chave é a média de público do clube que atingiu a admirável marca de 56.637 pessoas por jogo.

Por fim, em 2020, último ano completo que precede a conclusão deste texto, aconteceu a pandemia da COVID-19. Por questões sanitárias, a ausência de público no estádio, uma das principais fontes de receita do Flamengo que tinha contribuído com um valor de aproximadamente R\$109 milhões no ano anterior, impactou muito o resultado do clube. Mesmo assim, outro ano glorioso de vitórias esportivas aconteceu. O clube ganhou a Supercopa do Brasil e a Recopa Sul-americana, dois títulos inéditos até então. Além desses, o Flamengo ganhou novamente o Campeonato Carioca e o Campeonato Brasileiro. Por

último, com parcerias e as mídias digitais a todo vapor batendo recordes, o clube conseguiu rebalancear suas contas e fechou mais um ano com suas finanças equilibradas.

Para mostrar o tamanho do feito em números, trago alguns gráficos desenvolvidos com dados públicos dos demonstrativos financeiros do Clube de Regatas do Flamengo. A partir deles fica claro como o novo conceito de administração mudou o patamar do Rubro-Negro. Impressionante como a receita do clube cresceu (gráfico a) e conseqüentemente sua capacidade de investimento (gráfico b).

Por exemplo, segundo o Itaú BBA, o Flamengo em 2020 liderou os investimentos na categoria de base do Brasil. O valor chegou a EUR4,2 milhões, enquanto os segundo e terceiro colocados, Grêmio e São Paulo, investiram EUR3,2 e EUR2,6 milhões, respectivamente. Com mais investimentos na base, o Flamengo torna-se mais propenso a ter futuras vendas para o exterior, fontes importantíssimas de receita do clube, como foram as vendas de Vinícius Júnior e Reinier para o Real Madrid.

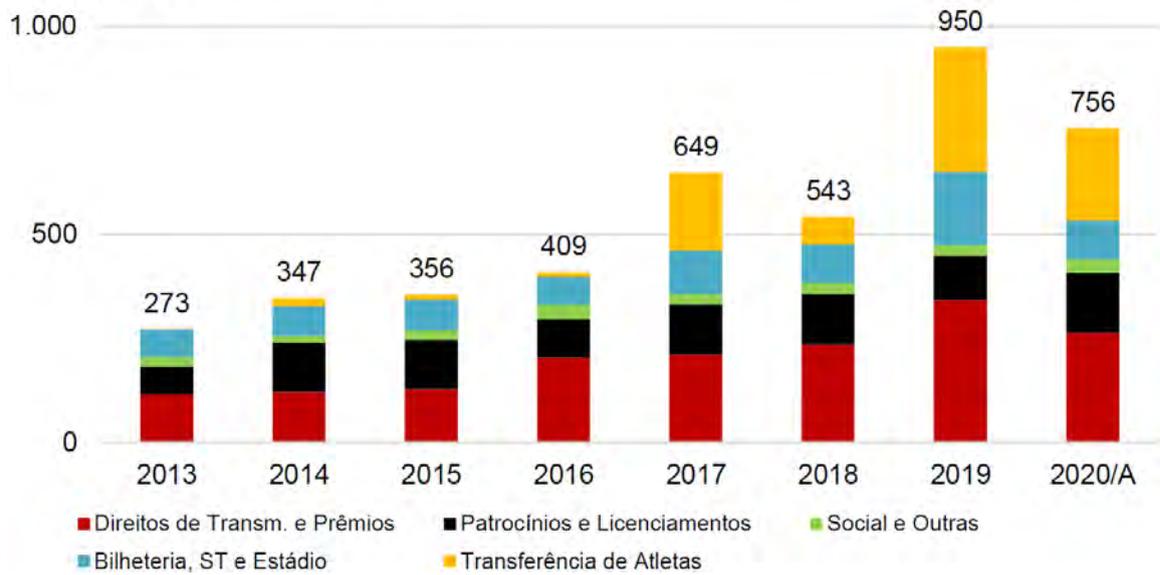
Isso é refletido na participação da receita oriunda da venda de atletas nas receitas totais. O que antes era irrisório passou a ser muito relevante nos últimos anos. Para fins de comparação, a partir de dados públicos disponibilizados no site de transparência do Clube de Regatas do Flamengo, de 2010 até 2016 o Rubro-Negro não conseguiu em nenhum dos anos atingir o patamar de 5% de receitas oriunda da venda de atletas. Enquanto isso, entre 2017 e 2020 o clube conseguiu uma média de 20% das suas receitas vindas a partir dessas vendas de atletas para o exterior. Por fim, esse patamar deve se manter para 2021 com as vendas de Gerson, Natan e Yuri Cesar e nos próximos anos, uma vez que o clube continua ganhando muitos títulos na base e lapidando promessas que serão vendidas no futuro. Exemplificando, em 2021, o clube se sagrou multicampeão da categoria sub-17 (só podem participar jogadores que tenham até 17 anos durante o ano da competição), ganhando as três principais competições: o Campeonato Brasileiro, a Copa do Brasil e a Supercopa do Brasil da categoria.

Por último, o patrimônio líquido (gráfico c) já foi bem detalhado anteriormente neste trabalho. De maneira simplificada, ele é a diferença entre os ativos do clube e os seus passivos, ou seja, a diferença entre o que você tem e o que você deve. Além disso, quanto maior o patrimônio líquido, maior a chance do clube ter suas finanças saudáveis. Lembro aqui que o ano de 2020 foi um ano atípico com a pandemia do COVID-19 e por isso existe reversão de tendência em todos os gráficos. Contudo, a dinâmica dele no futuro deveria ser o que vimos no passado (de 2013 até 2019).

a. Receita Operacional Bruta:

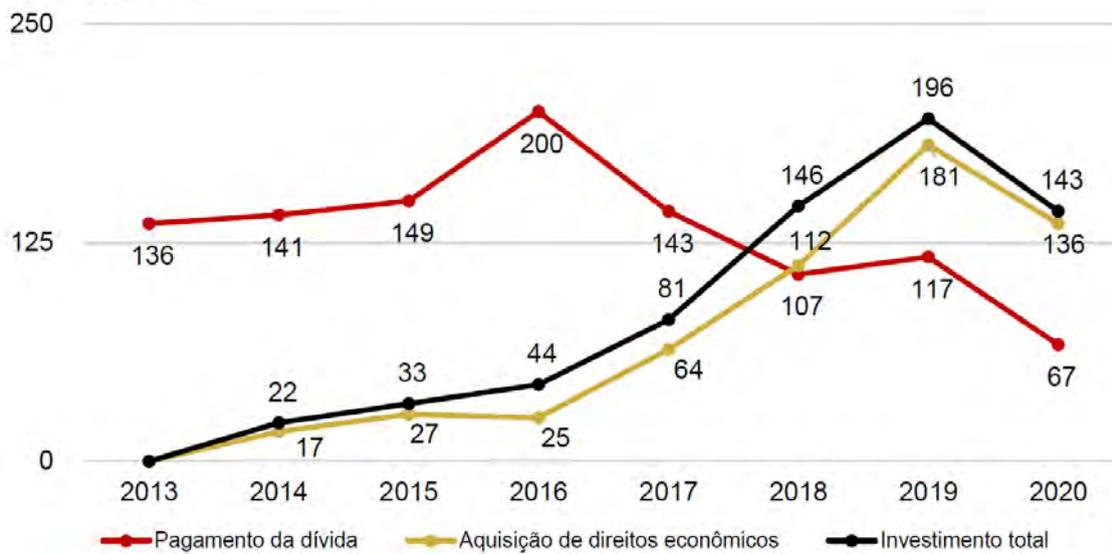
Receita Operacional Bruta
R\$ milhões

Taxa composta anual de crescimento: 15,7%



b. Investimentos:

Investimentos e Pagamento da Dívida
R\$ milhões



c. Patrimônio Líquido:



VIII. Futuras fontes de receita

O Clube de Regatas do Flamengo de 2021 em diante possui uma variedade de avenidas potenciais de crescimento de receita. Esse capítulo busca explorar e debater algumas delas, como a construção de um estádio próprio, a internacionalização da marca, a rentabilização das redes sociais, o desenvolvimento do Fan Token, e a criação de uma liga dos clubes brasileiros. A marca do Rubro-Negro é muito valiosa e a sua rentabilização parece depender somente de organização e planejamento, já que o Flamengo é o maior e mais famoso clube do Brasil.

a. Construção de um estádio próprio

Em relação ao estádio, o Maracanã, batizado como Estádio Jornalista Mário Filho, é do governo do Estado do Rio de Janeiro e é possível tê-lo apenas via licitação por um determinado período de tempo. O Maracanã seria a melhor opção para mandar os jogos do clube, desde que fosse uma licitação de muitos anos e com o Rubro-Negro liderando-a. Contudo, mesmo com otimismo de alguns flamenguistas isso nunca foi possível e, portanto, o Flamengo fica impossibilitado de, por exemplo, pintar o estádio com as suas cores vermelha

e preta e alterar a disposição das arquibancadas a fim de disponibilizar um setor mais acessível e sem cadeiras para a torcida com menos renda (apelidado antigamente como “Geral”). É dado que o Flamengo não rentabiliza como poderia a experiência do torcedor no estádio e hoje isso seria resolvido com a construção da sua “casa própria”. Esse estádio seria bancado com venda de cadeiras, naming rights e pelo caixa que o clube gera hoje.

Nesse contexto, o Atlético-MG é um clube que mesmo tendo o Mineirão (estádio popular de Belo Horizonte comparável ao Maracanã no RJ) a sua disposição, decidiu fazer um estádio próprio que será chamado de Arena MRV. Rafael Menin, que faz parte da administração do clube, disse que espera um faturamento anual de R\$100 milhões incluindo bilheteria, sócio torcedor e eventos diversos como shows. Para fins de comparação, Grêmio e Internacional faturam cerca de R\$80 milhões por ano e o Palmeiras em seu melhor ano (2018) faturou mais de R\$200 milhões com a arena, segundo uma reportagem do site “Superesportes”. Além disso, segundo o autor, existe uma diferença uma vez que os dois clubes de Porto Alegre e o paulista são parceiros de outras empresas em seus empreendimentos enquanto o Atlético será proprietário de seu estádio.

Ademais, além de rentabilizar com o público, o Rubro-Negro teria a capacidade de rentabilizar com “naming rights”, termo usado para uma transação financeira em forma de publicidade pela qual uma empresa, adquire o direito de nomear uma instalação, normalmente por um período de tempo definido. Mercedes-Benz Stadium, casa do Atlanta Falcons (time de futebol americano) e Allianz Arena, casa do Bayern de Munique, são dois exemplos de estádios rentabilizados por naming rights. Segundo pesquisa do Statista, na temporada 2019/2020, o Bayern de Munique recebeu 6 milhões de euros em receitas pelo naming rights de seu estádio. Enquanto isso, o Atlanta Falcons fez um acordo de 27 anos e US\$324 milhões (US\$12 milhões por ano) pelos direitos do nome no seu novo estádio que foi inaugurado em 2016. Por último, na Arena MRV, já citada anteriormente, irão fazer algo inovador: venda de “naming rights” para o andar de camarotes e lounges do estádio por um período de cinco anos, segundo Jardim (2021).

Dessa forma, fica clara a capacidade de monetização de um estádio próprio. No entanto, o Maracanã batizado como a casa do Flamengo e presente nas músicas da torcida tem uma identificação gigante com o torcedor rubro negro e, por isso, um movimento de construção de estádio próprio deve ser feito com muito estudo e cautela.

b. Internacionalização da marca

Além do estádio, outra vertente que pode aumentar as receitas do Clube de Regatas do Flamengo é a melhor rentabilização da sua marca através de filiais no exterior. Nesse contexto, tal projeto está sendo desenvolvido pela atual diretoria e até o final de 2021 devem acontecer alguns marcos importantes, uma vez que a vice-diretoria de Finanças, representada por Rodrigo Tostes, já levou um projeto para o conselho do clube que a aprovou. Na visão da diretoria atual e de muitos rubro negros, para os próximos 10 anos, o Clube de Regatas do Flamengo precisa internacionalizar a sua marca.

Sob esse prisma, existem grupos consolidados e conhecidos pelos brasileiros como o City Football Group que usa dinheiro dos Emirados Árabes, tem 8 clubes espalhados pelo mundo, tendo como seu principal o Manchester City. O grupo considera hoje a China, a Índia e os Estados Unidos como os principais mercados. Na reportagem intitulada “Man City: City Football Group sell £389m stake to American private equity firm” do jornal britânico “Independent” fica claro o valor da internacionalização. O grupo foi avaliado em novembro de 2019 por £3,73 bilhões, equivalente hoje a R\$27,3 bilhões.

Além do City, o Grupo Red Bull que estava presente na Áustria, Estados Unidos, Alemanha e recentemente adquiriu o Bragantino, entrando no Brasil. Junto desses dois grandes grupos está o ENIC Group, dono do Tottenham Hotspur e outros clubes. Nesse contexto, o projeto consiste em fazer do Flamengo um outro grupo que tem um portfólio de clubes pelo mundo, sendo o primeiro a ser adquirido em Portugal. O clube seria em Portugal pela mais fácil adaptação. Futuramente, um segundo seria adquirido nos Estados Unidos. Isso não é novidade no Brasil. Em 2018, o Fluminense, rival do Flamengo, chegou a firmar sob moldes diferentes parceria com o Samorim, um clube da Eslováquia cujo projeto teve que ser encerrado um ano depois devido a falta de financiamento.

Entre os principais benefícios de internacionalizar a marca do Flamengo estão: presença global para ajudar a trazer receitas em moeda forte (Euro e Dólar), alavancar parcerias comerciais em várias regiões e canais, colocar mais atletas da base na vitrine do futebol europeu e oferecer um produto diferente para a torcida. Sem o financiamento de um Estado ou uma empresa multinacional, para realizar isso o Flamengo fez uma parceria com a empresa 'Win the Game', sociedade entre o banco BTG Pactual (banco de investimento brasileiro) e Cláudio Pracownik, executivo do mercado financeiro, ex-Brasil Plural e Genial e um dos responsáveis pela reconstrução das finanças rubro-negra em que foi vice-presidente de

finanças e administração do Flamengo na Era Bandeira de Mello. O objetivo é captar até US\$100 milhões (cerca de R\$546 milhões na cotação atual) para a holding que tocará o projeto de investimento.

Nesse contexto, a ideia é a equipe carioca entrar com a marca, enquanto a 'Win the Game' entraria com o dinheiro. Sendo assim, o projeto não envolve investimentos do Flamengo que entrará com a marca que será remunerada com um percentual (expectativa de ser entre 20% e 30%) da propriedade do clube a ser comprado. O clube seria o Clube Desportivo Tondella, atualmente da primeira divisão de Portugal e que tem as tratativas melhores encaminhadas. Em relação ao clube, já foram avaliados o CT, o estádio e as demais estruturas físicas, tendo todas deixado uma boa impressão. Caso essa opção não se concretize, outras possibilidades seriam de um investimento menor em uma equipe na 2ª divisão.

O projeto apresentado pela diretoria é ousado e inclui como meta chegar na Champions League, maior competição de futebol do mundo, em sete ou oito anos. Para sustentar e viabilizar o projeto o Rubro-Negro pensa em emprestar atletas que não vêm sendo utilizados pelo profissional. O clube hoje conta com uma base muito acima da média e vitoriosa, mas que não consegue competir com o time principal, ficando muitas vezes de lado. Dessa forma, o clube no exterior serviria para dar rodagem para os garotos além de servir como vitrine para mercados europeus. Como exemplo, no City Football Group aconteceram 25 transferências entre clubes do grupo durante a última década.

Para concluir, o exemplo da saída do atleta Gerson para o Olympique de Marseille em 2021 retrata bem o problema atual da falta de receitas em moeda forte no Clube de Regatas do Flamengo. Nesse âmbito, além da oferta pelo clube francês não ter sido muito atrativa para padrões europeus dado as expectativas de valor de mercado do jogador - EUR25 milhões, ele se mostrou contrário a ida para a Europa, querendo permanecer no Brasil, onde estava vivendo grande fase. Contudo, a proposta foi irrecusável quando convertemos o seu valor em aproximadamente R\$155 milhões, o equivalente a 15,5% da receita total projetada pela diretoria do clube para 2021.

Com o projeto dando certo e mais clubes sendo comprados mundo afora, o grupo composto pelo Flamengo poderá ter mais olheiros em mais lugares que estão assistindo a mais jogos de mais jogadores e coletando melhores dados e informações para permitir tomar melhores decisões de investimento sobre esses jogadores. Ademais, garantir receitas em moeda forte além de outros benefícios parece ser um excelente e inevitável caminho.

c. Rentabilização das redes sociais

Outra forma de rentabilizar melhor a marca do clube é através da melhor monetização dos canais digitais do Rubro-Negro. Segundo o Sports Value, o Flamengo é o clube da América Latina que possui o maior valor de mercado nas redes sociais. O clube está avaliado em US\$31 milhões (na cotação atual cerca de R\$169,26 milhões) considerando Facebook, Instagram, TikTok, Twitter e Youtube.

Segundo o levantamento mensal da IBOPE Repucom, o Clube de Regatas do Flamengo é o clube que possui mais seguidores nas redes sociais no Brasil. Em novembro de 2021, o clube tinha 42,9 milhões, enquanto Corinthians e São Paulo tinham, respectivamente, 26,7 e 17,6 milhões, o que demonstra a força do Flamengo em relação aos seus pares. Nesse contexto, o Rubro-Negro lidera com vasta margem nas 5 redes sociais existentes hoje e a liderança que mais impressiona é no Youtube. Enquanto o Flamengo possui 6,35 milhões de seguidores, Palmeiras, São Paulo e Corinthians possuem aproximadamente 1,6 milhão cada (quase 4 vezes menos).

Pelo alcance e engajamento no canal do Youtube, em 2021 foi acertado um acordo milionário com a empresa de bebidas AMBEV. Os acordos preveem R\$ 15,5 milhões aos cofres rubro negros, com parte destinada à Fla TV. Schmidt (2021) noticiou que “além de R\$500 mil em caso de metas cumpridas e outros R\$10 milhões em projetos de patrocínio incentivado que deverão ser apresentados pelo clube. Ao todo, são R\$26 milhões, com pagamento de R\$13 milhões por ano”. Além dos anúncios nos vídeos do canal, a empresa terá exclusividade de venda de bebidas no Maracanã até 2026. Tais números refletem o tamanho do canal do Flamengo e como isso ainda pode ser rentabilizado conforme amadurece.

Fruto desses números expressivos de seguidores nas redes sociais, a FlaTv, canal do Clube de Regatas do Flamengo no Youtube, está sendo melhor rentabilizada hoje comparando com anos anteriores. Segundo o balanço do clube, foi arrecadado em torno de R\$14 milhões com o Campeonato Carioca de 2021, competição essa que o Rubro-Negro se sagrou campeão e que os canais dos clubes puderam transmitir ao vivo com imagens. Mattos (2021), jornalista especializado em negócios do esporte, na reportagem intitulada “Flamengo prioriza Fla TV e gera empecilho para acerto com Globo pelo Carioca” mostra através de dados a força do canal do Flamengo e do time de marketing uma vez que a arrecadação do Vasco da Gama foi de apenas R\$ 2,8 milhões com a mesma competição.

Com o tremendo sucesso da FlaTv, o Flamengo lançou a FlaTv+ em 2021, o novo canal de

streaming do clube que foi acelerado pelos jogos transmitidos do Campeonato Carioca do ano. Nesse contexto, a FlaTv consiste no canal do Youtube de graça que hoje conta com mais de 100 programas mensais e quase 6,5 milhões de seguidores, apenas atrás de Barcelona e Real Madrid entre os clubes de futebol. Já a FlaTv+ tem como objetivo ser uma plataforma própria paga em que nela existam conteúdos exclusivos, imagens de treino e quando o clube for detentor dos direitos (como no Campeonato Carioca), jogos ao vivo com imagens. Numa comparação simples é possível falar que o primeiro é a Globo e o segundo a GloboPlay. Para efeitos de grandeza do que pode ser essa plataforma de streaming, caso a FlaTv+ tenha 325mil assinantes, que seria 5% da base da FlaTv atual, e seja cobrado R\$10 reais mensais pela assinatura, estaríamos falando de uma receita incremental de R\$39 milhões por ano.

O conteúdo esportivo realmente caminha para ser digital. O modelo de televisão funcionou e ainda funciona para o Brasil, porém não acredito que seja o modelo vencedor do futuro. Fora do Brasil, a Amazon, o Facebook e outros grandes players estão realizando grandes movimentações. Como exemplo, a primeira transmite jogos da National Football League, liga de futebol americano para seus clientes inscritos no programa de fidelidade chamado “Prime” e o segundo está transmitindo jogos da Copa CONMEBOL Libertadores toda 5ª feira em sua plataforma para todos os usuários.

Nesse contexto, o clube investir nas mídias digitais é uma ótima forma de engajar o público mantendo um contato direto com ele. Ao fazer isso ele acaba rentabilizando melhor cada torcedor porque você está mais perto dele, conhece mais ele e consegue vender melhor o produto para ele. Os investimentos hoje na FlaTv, na FlaTv+ e nas demais redes sociais é um dinheiro que será colhido daqui a alguns anos. Contudo, é importantíssimo evidenciar a importância desses investimentos e mostrar que essa deve ser uma estratégia prioritária daqui para frente pelas próximas administrações.

d. Desenvolvimento do Fan Token

Além dessas três formas, o fan token é algo novo e bem interessante. Ele vem junto com a onda dos criptoativos que cada vez estão mais famosos. Sob esse prisma, ele é um deles e dá direito ao torcedor de votar em enquetes como o modelo da braçadeira de capitão a ser utilizada, ganhar recompensas VIP, participar de promoções exclusivas e outros. A 1ª enquete feita pelo fan token do Flamengo deu direito ao detentor do ativo de votar na música que seria estampada na parede do centro de treinamento. Em suma, a sua real função é com que o

engajamento da base de torcedores do clube aumente uma vez que esses irão os donos dos tokens irão participar e opinar de certas decisões que dizem respeito ao clube.

A votação é feita conforme o número de tokens, ou seja, caso um torcedor tenha 1 fan token, ele terá direito a um voto. Em contrapartida, caso um outro torcedor tenha 20 ele votará 20 vezes. Sendo assim, o torcedor tem mais poder de influência conforme ele passa a ter mais tokens.

Nesse contexto, em 2021, através de um caso emblemático vimos a força do fan token. Quando Lionel Messi, melhor jogador do mundo, assinou seu contrato com o Paris Saint-Germain, o clube disse que parte do seu salário seria pago em “fan tokens”. Isso fez com que o ativo triplicasse de valor já que foi garantida a sua credibilidade.

Assim como o clube francês, o Flamengo fechou uma parceria no segundo semestre de 2021 com a Socios.com, empresa que tem 70 entidades esportivas sob contrato incluindo Corinthians e Atlético-MG no Brasil. Em todas as emissões feitas pela empresa, o clube tem direito a uma porcentagem do valor da oferta. À medida que o fan token se valoriza na plataforma porque mais torcedores estão comprando, mais tokens podem ser ofertados novamente para que o clube rentabilize.

Além disso, o clube recebe uma parte da receita de cada negociação de token, assim como a plataforma. Dessa forma, conforme o ativo se valoriza e os torcedores passam a ter incentivo em vendê-lo, mais negociações são feitas e o clube rentabiliza mais. Sendo assim, fazer da plataforma um lugar de mercado de moedas virtuais em que existe especulação do fan token não é ruim para o Clube de Regatas do Flamengo.

Para concluir, de todo valor arrecadado, 50% fica com a plataforma e a outra metade com o clube. Essa é com certeza uma receita que o Flamengo passa a ter nos seus balancetes no futuro e que não existia antes. O acordo do Rubro-Negro com a empresa Socios.com foi firmado até o fim de 2025 e será de no mínimo US\$ 27,25 milhões (cerca de R\$148 milhões na cotação atual).

e. Criação de uma liga dos clubes brasileiros

Por último e mais embrionário, existe a opcionalidade de gerar mais receita a partir da criação de uma liga entre os clubes brasileiros. Nesse contexto, diferente dos outros quatro tópicos

apresentados anteriormente, isso não depende apenas do Rubro-Negro. Ninguém cria um grupo sem a vontade dos outros componentes de participar.

Existe um grande potencial não capturado para o Flamengo com a criação da tão debatida e polêmica liga nacional. Essa nova entidade, que concentraria todos os direitos dos clubes da primeira divisão do Campeonato Brasileiro (popularmente chamada como “Série A”) em um único lugar, seria explorada comercialmente, por um time de profissionais, visando à maximização dos resultados para os seus participantes, assim como ocorre em todos os mercados desenvolvidos (Premier League na Inglaterra, La Liga na Espanha e Ligue 1 na França).

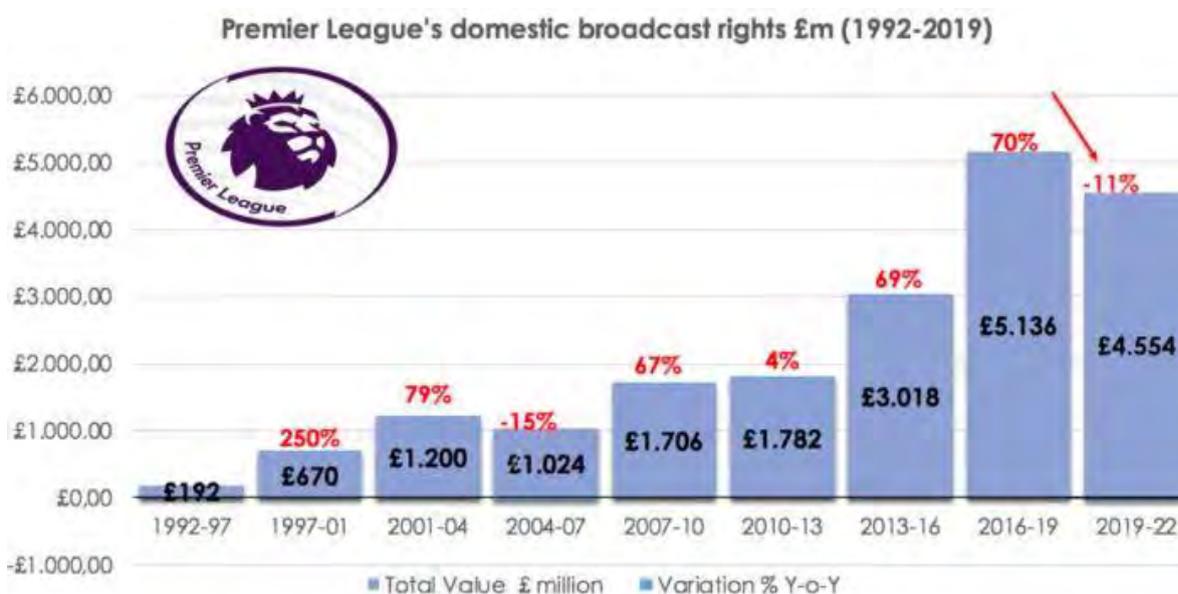
Nesse contexto, desde 2021 existe uma movimentação no Brasil para a criação de uma liga. Capelo e Fernandez (2021), na reportagem intitulada “Clubes ouvem propostas de empresas para liga: promessas de aporte de R\$ 3 bilhões, direitos centralizados e novo Brasileirão” contam um pouco do cenário atual da discussão de uma liga profissional dos clubes no Brasil. Nesse prima, três grupos apresentaram propostas concretas. Uma empresa chamada “Livemode”, a consultoria KPMG e um grupo liderado pelo advogado Flávio Zveiter e pelo ex-executivo da Coca-Cola Ricardo Fort. Todos os projetos surgem com um ponto em comum de que o futebol brasileiro tem suas receitas subdimensionadas e que está muito endividado. Isso seria resolvido a partir da centralização dos direitos televisivos, como trazido anteriormente. A captação seria através de fundos de investimento que investiriam na liga, onde se tornariam sócios dos clubes dentro da liga e participariam dos lucros no longo prazo. Foi dado um valor de captação potencial de aproximadamente R\$3 bilhões. Contudo, as estruturas da liga se divergem entre os projetos apresentados.

O valor destravado já seria enorme somente pela gestão profissional dos direitos, que permite a otimização do valor potencial através de um processo competitivo. Contudo, a disrupção do mercado de mídia só fortalece esse ponto. Sob esse prisma, no passado recente havia apenas duas janelas de venda de direitos, com a TV aberta e a TV por assinatura. Enquanto isso, nos dias atuais esses players estão se multiplicando e ficando cada vez mais complexos, especialmente depois da consolidação do mercado de banda larga no país.

Essa mudança no hábito de consumo do esporte só é possível devido ao acesso de internet mais democratizado no Brasil. Em (BRASIL..., 2021), uma pesquisa promovida pelo Comitê Gestor da Internet do Brasil revelou que no ano passado o país chegou a 152 milhões de pessoas com acesso à internet - um aumento de 7% em relação a 2019. Dessa forma, 81% da

população com mais de 10 anos têm internet em casa. Sendo assim, mais opções de transmissão de direitos esportivos se tornam viáveis. Por isso, além dos antigos e conhecidos competidores da TV aberta e TV por assinatura, agora temos mídias digitais/sociais (Facebook, Instagram, YouTube, TikTok, Twitch, Kwai), serviços de SVOD - sigla que em inglês significa “Subscription Video on Demand”- (Amazon Prime, HBO Max, Star+, GloboPlay) e marcas se interessando por conteúdo (como AMBEV comprando direito da NBA).

Nesse âmbito, a gestão de um processo de concorrência desses direitos não é simples. Ela exige um conhecimento profundo do mercado e uma experiência única em processos semelhantes. No final, se bem conduzido, permite que o valor dos direitos se aproximem do seu potencial. A Premier League talvez seja o melhor exemplo desse sucesso, a partir de uma gestão profissional. Isso fica evidente a partir do Siddharth (2021) e que pode ser visto na foto abaixo onde é nítido a explosão dos valores de direitos ao longo do tempo como consequência da criação da liga no ano de 1992.



Sendo assim, a partir desses cinco exemplos, fica claro que o crescimento de receita do Clube de Regatas do Flamengo depende apenas da boa execução das futuras direções. Nesse contexto, oportunidades claras não faltam e todas elas já foram feitas por clubes estrangeiros. Não existe o risco de “first mover”, termo técnico usado para se referir a empresas que sofrem desvantagens por terem aderido a alguma inovação primeiro. Sendo assim, o Rubro-Negro

não precisará inovar, apenas precisará copiar os projetos que deram certo e são rentáveis em outras instituições esportivas no exterior.

Por isso, durante o valuation feito do clube a premissa de crescimento de receita de 15% ao ano foi adotada. Eu acredito que o Flamengo pode continuar crescendo receita, seguindo os passos de gestão profissional de 2013 a 2020 em que apresentou crescimento anual de receita médio de aproximadamente 16%.

IX. O valuation

A palavra *valuation* significa “avaliação” na tradução livre. Nesse contexto, achar o valor intrínseco de um ativo sendo ele uma empresa ou um clube de futebol pode ser feito através de alguns métodos. Os principais métodos usados no mercado financeiro para precificar um ativo são o fluxo de caixa descontado e a análise por múltiplos.

a. Valuation no futebol

Grafietti (2020), consultor de gestão e finanças do esporte e economista, na reportagem intitulada “Quanto vale um clube de futebol? Os cálculos e as idiossincrasias do negócio da bola.” disse em relação a definir valor para um clube de futebol que “nada é tão simples quanto parece”. Nesse âmbito, no caso de uma empresa, você sabe quanto é sua receita, quanto é sua dívida e como elas deveriam se comportar ao longo do tempo, ou seja, os números são de certa forma previsíveis. Então, em linhas gerais, o valuation de uma empresa é obtido com os valores atingidos a partir de premissas. Depois dos números encontrados, é feito um fluxo de caixa projetado em 5 ou 10 anos que é trazido a valor presente por uma taxa de desconto. Tal método será melhor abordado no decorrer do capítulo.

Entretanto, no caso do futebol existem alguns problemas. Entre eles, os clubes não são abundantes em lucro e a geração em caixa é bem errática, com alternância de anos de lucro e anos de prejuízo. Nesse contexto, as receitas dos clubes de futebol são muito imprevisíveis. Isso porque eles existem para ganhar campeonatos e não para dar lucro. Por isso, ao analisar balancetes de clubes europeus que possuem acionistas (donos) não existe uma tendência de pagamentos de dividendos ao longo do tempo. Assim, na prática, quando um grupo ou empresa compra um clube de futebol o ganho será realizado quando o ativo for vendido.

Dois exemplos que mostram a despadronização das receitas são as receitas oriundas das premiações de competições e das vendas de jogadores. Em relação à primeira, nas competições de mata-mata em que cada dupla de clubes disputa um certo número de partidas entre si, até que um deles seja considerado vencedor e o outro é eliminado, a premiação varia muito dependendo da classificação final do clube. Estimar em que fase o seu time será eliminado é muito difícil, porque em um jogo decisivo riscos de cauda podem vir a acontecer, como uma falha grotesca do goleiro e, dessa forma, você ser desclassificado em uma etapa que não era esperada tudo mais constante. Já na venda de jogadores, é muito difícil projetar quanto um jogador promissor e valorizado aos 17 anos irá valer quando fizer 20 anos e for vendido para a Europa. Adolescentes e crianças têm curvas de maturação muito diferentes, alguns amadurecendo e chegando ao pico de valorização mais cedo e outros mais tarde.

Além do problema nas receitas, o investimento do clube não tem desempenho garantido. Enquanto uma empresa que possui fábricas compra uma máquina que faz uma determinada quantidade de um produto por um tempo de vida, um clube quando compra os direitos econômicos de um jogador ele não sabe se quanto ele trará de receitas oriundas de patrocínio ou de premiações de competições durante o tempo de contrato.

Por isso, cheguei a conclusão que muitos aspectos dificultam os tipos de valuation tradicionais como fluxo de caixa descontado ou análise por múltiplos de receita e EBITDA (sigla já explicada no trabalho).

Sob esse prisma, qualquer para fazer uma análise de fluxo de caixa descontada é preciso fazer uma projeção dos números financeiros de um clube de futebol. Contudo, fazer esse passo é um grande teste de adivinhação com palpites infundados. Prova disso é o gráfico abaixo obtido de um estudo de Cesar Grafietti, já citado nesta monografia. Quando tentamos analisar as transações e avaliações de clubes de futebol sob métricas tradicionais de valuation vemos que não existe uma padrão uma vez que a dispersão dos pontos é muito clara.

Enterprise Value (Valor de Mercado + Dívida) vs Múltiplo de Receitas (em MM de €)



b. Fluxo de Caixa Descontado

O método do fluxo de caixa descontado consiste em quantificar a capacidade de um ativo gerar caixa no longo prazo, ou seja, o valor dele nada mais é que seu fluxo de caixa ao longo do tempo trazido a valor presente por uma taxa de desconto ótima. Nesse contexto, a taxa a ser descontada é definida baseado no risco associado ao ativo. Além disso, o número de anos do fluxo de caixa a serem projetados é importante para o resultado final do valuation por esse método. (Damodaran, 2007), um especialista em finanças corporativas e referência mundial quando o assunto é valuation, mostra nesta fórmula como é utilizado esse método.

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Nesta fórmula: n é número de anos projetados;

CF_t é o fluxo de caixa em cada ano t;

r é a taxa de desconto que incorpora o risco do fluxo do ativo.

Nesse contexto, um fluxo de caixa pode ser feito de duas maneiras. Uma se chama fluxo de caixa para a firma (FCFF em inglês) e a outra fluxo de caixa para o acionista (FCFE em inglês). De forma resumida, na primeira, a conta do fluxo de caixa não inclui o custo da

dívida, porque é colocado no custo de capital chamado “WACC” - em inglês significa “Weighted average cost of capital”. Junto do custo da dívida, no WACC é definida a alavancagem ótima da companhia. Enquanto isso, na outra forma de cálculo chamada de fluxo de caixa para o acionista é colocada a dívida no fluxo de caixa (ou pagando dívida ou puxando mais dívida) e junto dela é atribuído um custo. No final, os dois resultados tendem a dar no mesmo uma vez que nas duas formas a dívida é contemplada (na primeira, ela está presente na taxa de desconto WACC e na segunda ela está presente no próprio fluxo de caixa).

Para fazer a avaliação do Clube de Regatas do Flamengo foi utilizado o fluxo de caixa para o acionista. No modelo as principais premissas são uma receita que cresce 15% ao ano pelos próximos 5 anos chegando a um patamar de R\$2 bilhões em 2026, investimentos que são 30% da receita total anual, um endividamento que cresce 30% do total dos investimentos e uma taxa de desconto (K_e) de 13,6% - considero inflação de longo prazo de 5% e juros real junto com um prêmio de investir no Rubro-Negro de 8,2%. Assim, cheguei a um valor na perpetuidade de R\$5,5 bilhões para o clube.

Como dito anteriormente, por não ter achado significativo o resultado, decidi não me aprofundar muito na avaliação do Flamengo por desconto de fluxo de caixa. Acredito que dos três métodos apresentados esse foi o mais falho em virtude da inconsistência dos resultados de um clube de futebol.

c. Análise por múltiplos

O segundo método de análise de múltiplos é mais simples, porém também é falho. Ela consiste em uma análise de valor relativo. Nesse contexto, é feita uma breve análise de ativos “comparáveis” e assim se chega a um múltiplo razoável para o ativo que está sendo precificado. Existem vários múltiplos que podem ser usados dependendo do setor que o ativo se insere. Por exemplo, para empresas de e-commerce é muito comum se usar um múltiplo baseado no valor total transacionado na sua plataforma, popularmente conhecido como EV/GMV (significa valor da firma / valor total transacionado).

No âmbito do futebol, os múltiplos que fariam sentido serem usados são os de receita e EBITDA. Em relação ao primeiro múltiplo, apesar das receitas não serem totalmente recorrentes e algumas de certa forma imprevisíveis, é possível fazer uma análise comparando o histórico de transações e avaliações de clubes de futebol. Sob esse prisma, em média, um

clube de futebol é avaliado por 3 vezes sua receita. Contudo, o múltiplo de EBITDA, usado geralmente para empresas que geram caixa de forma abundante, não se faz ideal para esse cenário de clubes de futebol como previamente abordado. Clubes de futebol muitas vezes têm EBITDA negativo. Por isso, não conseguimos ter muitos “comparáveis” para analisar o Clube de Regatas do Flamengo sob essa ótica.

Sendo assim, aplicando unicamente o múltiplo de receita no Rubro-Negro e partindo do pressuposto que ele deveria valer três vezes a sua receita, como é a média das transações e avaliações na Europa, chegamos a um valor intrínseco para o clube em 2020 de aproximadamente R\$2,3 bilhões, ano que o clube teve receita de R\$756 milhões, conforme mostrado no gráfico apresentado anteriormente. Esse valor é bem próximo do publicado pelo “SportsValue” de R\$ 2,9 bilhões.

Para o ano de 2026, usando a análise de múltiplos depois das projeções de receita feitas por mim, chegaríamos a um valor um pouco maior que R\$6 bilhões, número ligeiramente superior ao obtido pelo método do fluxo de caixa descontado apresentado previamente.

d. Modelo “multivariate” de Tom Markhan

Por último, o modelo pensado e idealizado por Tom Markhan já explicado detalhadamente no capítulo “Revisão de Literatura”, foi aplicado para o Clube de Regatas do Flamengo. Vale lembrar que o que o autor conclui não deixa de ser uma indicação e curiosidade. Não existe nenhuma comprovação empírica de que esse é o modelo correto a ser seguido para clubes brasileiros.

Nesse âmbito, aplicando o modelo e considerando uma capacidade de estádio de 80%, número já atingido pelo Rubro-Negro no ano de 2019 e em outros anos, uma participação nos salários de 43% das receitas totais - conservador por ser um pouco maior do que foi a média do clube nos últimos 10 anos (41,3%), uma receita de aproximadamente R\$2 bilhões e um lucro de pouco mais que R\$500 milhões em 2026, a fórmula resulta em um valor para o Clube de Regatas do Flamengo de R\$4,99 bilhões.

Para fins de comparação, usando essa fórmula desenvolvida por Tom Markhan para o ano de 2019, em que já sabemos os números financeiros e operacionais do clube, o valor fica perto de R\$2,1 bilhões, número um pouco menor do que a SportsValue chegou. Para a empresa, o Clube de Regatas do Flamengo valia em 2020 aproximadamente R\$ 2,9 bilhões. Os valores

exatos podem ser vistos na tabela abaixo de forma detalhada (o ano de 2020 não aparece na tabela por ser um ano de pandemia em que muitos fatores extraordinários aconteceram).

Club Valuation = (Revenue + Net Assets) x {(Net Profit + Revenue)/Revenue} x (Stadium Capacity %) ÷ (Wage Ratio %)								
Year	2018	2019	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Revenue	516.781	914.041	1.000.000	1.150.000	1.322.500	1.520.875	1.749.006	2.011.357
Net Assets	65.210	128.131	26.814	35.581	47.895	64.138	85.121	111.622
Net Profit	56.835	62.921	112.105	175.340	246.265	324.866	419.663	530.014
Stadium Capacity %	58,3%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Wage Ratio%	44,5%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%
VALUE	847.587	2.070.654	2.122.537	2.539.902	3.021.787	3.575.741	4.227.538	4.986.326

Apesar disso, ao aplicar os números financeiros e operacionais Clube de Regatas do Flamengo neste modelo, algumas inconsistências precisam ser ponderadas. Uma das variáveis mais importantes do modelo é a capacidade do estádio e o quanto ele é ocupado em média durante a temporada. O Rubro-Negro não possui estádio, então o seu retorno a partir dessa operação não é o mesmo do que de outros clubes que tem um estádio próprio.

e. Conclusão

Portanto, através do que foi visto e pontuado anteriormente na análise por fluxo de caixa descontado (b), análise por múltiplos (c) e pelo modelo “multivariate” (d), fica claro que não existe modelo único e perfeito capaz de avaliar um clube de futebol. Sendo assim, acredito que a melhor referência para encontrar o valor intrínseco a um clube é ver o quanto ele gera de receita, sempre atento também ao seu Balanço Patrimonial. Afinal, é assim que clubes mundo afora, como o Wolverhampton - clube que será citado como exemplo em seguida no trabalho - são avaliados quando viram objetos de aquisição de grandes grupos ou empresas.

Cerca de três vezes a receita do clube é o valor médio pago por um clube de futebol. Na Europa, junto dessa conta generalista você pondera alguns fatores como a liga que o clube atua e se ele é classificado com alguma frequência para a Champions League - principal competição de futebol europeia e do mundo. O Flamengo para os padrões latino-americanos de competição se encontra no mais alto escalão, tendo chegado a duas finais da maior competição do continente em três anos.

Sob esse prisma, segundo especialistas como o Grafietti, já citado neste trabalho, existem dois grupos de clubes “compráveis”: os clubes gigantes que são comprados por status e os clubes menores e que precisam de uma mudança de gestão e reestruturação para que se aumente os níveis de receita e conseqüentemente o seu valor.

Em relação ao segundo grupo, existe um exemplo emblemático de compra na Inglaterra. Em 2016, o Wolverhampton, clube que era da 2ª divisão do Campeonato Inglês, apelidada de "EFL Championship", foi comprado por um grupo chinês chamado Fosun (CONGLOMERADO..., 2016). O clube tinha uma receita na ordem de EUR35 milhões e foi comprado por EUR56 milhões. Os chineses colocaram a casa em ordem, pagaram as dívidas e conseguiram subir de divisão. Por estar na Premier League - nome da liga da primeira divisão da Inglaterra e a competição nacional mais valorizada do mundo -, as receitas saltaram. O que era EUR35 milhões no momento da compra (2016) foi para EUR80 milhões de imediato pela diferença da receita com as cotas de TV. Por conseguinte, o grupo em 2019 começou a discutir fazer a venda ou abrir o capital do clube (de 20%), o que avaliaria o clube em EUR385 milhões.

Além do ponto da receita, olhar o Balanço Patrimonial é muito importante. Nele existem Ativos e Passivos. Dentro da linha do segundo está a abertura de Patrimônio Líquido, termo que já foi explicado anteriormente em detalhes. Enquanto isso, na linha dos Ativos você tem, por exemplo, os seus contratos de atletas, os seus imóveis, as suas marcas, as contas a receber, o estádio (no caso do Flamengo não existe essa linha porque ele não possui um estádio próprio como já mencionado no trabalho). O Patrimônio Líquido nada mais é do que "o valor do dono no negócio", ou seja, caso você fosse sócio do clube, quanto você teria de valor e, por fim, o Passivo (excluído o Patrimônio Líquido) é em resumo as dívidas do clube.

Explicado de maneira sucinta a dinâmica desse demonstrativo financeiro, em muitos clubes brasileiros o valor do Patrimônio Líquido não tem registro ou foi contaminado por dívidas e prejuízos. Por isso, é usado um múltiplo de receita para avaliar o valor do clube geralmente. Nesse sentido, é abatido desse valor a dívida que o clube tem e o que sobre é o Patrimônio Líquido.

Um exemplo hipotético é um clube que tem R\$200 de receita e o valor dele é estimado em 3x a sua receita. Sendo assim, seu valor justo é de R\$600. Como a sua dívida é de R\$400, sobram R\$200 de valor para o comprador (ou acionista) que for investir no clube de Patrimônio Líquido. Ou seja, para um clube que vale R\$600, seria preciso pagar R\$200 para

levar o clube além das dívidas que precisam ser quitadas. Por isso, quando o clube é bem administrado, com Patrimônio Líquido positivo e pouca dívida, sobra mais dinheiro para o acionista. O problema é que ao fazer essa conta para muitos clubes brasileiros, como o Botafogo, o valor justo dá resultados negativos. Ou seja, o investidor deveria ser pago para operar o clube e arcar com as suas dívidas passadas.

Assim, fica clara a importância do "gráfico iii." apresentado anteriormente neste trabalho uma vez que reflete a ótima gestão do Clube de Regatas do Flamengo desde 2013. Antes o Patrimônio Líquido do clube era negativo e hoje já é positivo. Comprar o Rubro-Negro não sairia tão barato assim e seguindo a toada de gestão profissional que vimos nos últimos anos ele tende a se valorizar cada vez mais ao longo do tempo.

A partir das 3 análises de valuation feitas pelos métodos de fluxo de caixa descontado, análise de múltiplos e "multivariate" cheguei a conclusão que precisar qual é o valor intrínseco do Clube de Regatas do Flamengo é impossível. Contudo, consegui chegar a uma janela de resultados que se mostrou segura. Sendo assim, acredito que em 2019, o Rubro-Negro deveria valer algo em torno de R\$2 a R\$3 bilhões.

Por outro lado, se tratando de 5 anos à frente e partindo de uma receita de R\$1bi em 2021 e chegando ao patamar de R\$2bi em 2026 com tudo dando certo, acredito que o valor do clube deveria aumentar razoavelmente. Nesse contexto, o Flamengo deveria valer algo em torno de R\$5 a R\$6 bilhões. Para que isso aconteça, foi mostrado muitas vertentes novas em que o clube pode atuar além das já existentes em que pode se aprimorar.

X. Comentários Finais

De acordo com o exposto ao longo do trabalho é possível afirmar que a gestão profissional adotada pelo Flamengo desde 2013 foi determinante na sua saúde financeira, na melhoria das suas estruturas físicas, na sua capacidade de montar elencos com jogadores de muita qualidade e, de conseguir aumentar sua competitividade, atingindo resultados positivos nas competições. As consequências de uma gestão profissional, também adotadas por clubes como o Bragantino e o Atlético Paranaense tem servido de modelo e inspiração para os demais clubes brasileiros.

Em geral, investimentos se baseiam em resultados de *valuation*. Da mesma forma, a decisão da adoção de gestão profissional e a possibilidade de investimentos nos clubes também se

beneficiariam do acesso a tais resultados. No entanto, avaliar clubes de futebol mostrou ser bastante complexo uma vez que é um setor desestruturado: os clubes têm diferentes variáveis, como, por exemplo, seus estádios; apresentam balancetes desordenados; e dependem em grande parte de receitas não recorrentes, como premiações de competições e venda de jogadores.

Diante de tais complicadores, mesmo propondo e experimentando diferentes formas de avaliação não foi possível achar um modelo que garantisse um resultado confiável, ou seja, uma forma de calcular o seu valor intrínseco.

À despeito da ausência de um modelo de *valuation* para clubes de futebol em geral, as considerações deste estudo indicam que a profissionalização do clube Flamengo está relacionada não só a sua saúde financeira e a sua competitividade, mas também a um futuro promissor. Uma gestão responsável aliada a uma torcida de cerca de 40 milhões de pessoas parecem constituir um quadro de ganhos potenciais altos e riscos pequenos.

Por fim, o estudo direciona para um potencial crescimento do mercado de futebol brasileiro baseado na adoção de gestões profissionais e/ou na realização de investimentos internacionais. Um modelo de referência eficiente, capaz de avaliar clubes de futebol no Brasil potencializaria e incentivaria essa mudança na estrutura administrativa dos clubes. O exemplo do Clube de Regatas do Flamengo ilustra essa mudança; a realidade do clube testemunha que o modelo de gestão adotado foi, não só positivo, mas o caminho a ser seguido para a sobrevivência no setor.

XI. Referências bibliográficas

ANÁLISE Econômico-Financeira dos Clubes Brasileiros de Futebol. [S. l.], 29 jul. 2020. Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2020/07/Analise-dos-Clubos-Brasileiros-de-Futebol-2020-ItauBBA.pdf>. Acesso em: 7 abr. 2021.

AMADO, Guilherme. América-MG se acerta com bilionário americano para virar clube-empresa. [S. l.], 3 out. 2021. Disponível em: https://www.metropoles.com/colunas/guilherme-amado/america-mg-se-acerta-com-bilionario-americano-para-virar-clube-empresa?utm_source=dlvr.it&utm_medium=twitter. Acesso em: 3 out. 2021.

Apostila “Valuation – Avaliação de Empresas pelo Fluxo de Caixa Descontado”, do curso com mesmo nome lecionado pelo Instituto Brasileiro de Executivos em Finanças do Rio de

Janeiro (IBEF-RJ)

AS FINANÇAS do Flamengo em 2019: se ambições não comprometerem as contas, tudo indica que a hegemonia rubro-negra começou: Rodolfo Landim mudou postura e imagem do clube no mercado, com salários mais altos e muitas contratações, e não há nada que preocupe demais. Desafio agora é consolidar liderança. [S. 1.], 22 abr. 2021. Disponível em: <https://globoesporte.globo.com/blogs/blog-do-rodriigo-capelo/post/2020/06/15/as-financas-do-flamengo-em-2019-se-ambicoes-nao-comprometerem-as-contas-tudo-indica-que-a-hegemonia-rubro-negra-comecou.ghtml>. Acesso em: 15 abr. 2021.

AS FINANÇAS do Vasco em 2020: atormentado por dívidas e guerra política, o gigante ainda gasta mal o pouco dinheiro que arrecada. [S. 1.], 22 jul. 2021. Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-rodriigo-capelo/post/2021/07/22/as-financas-do-vasco-em-2020-atormentado-por-dividas-e-guerra-politica-o-gigante-ainda-gasta-mal-o-pouco-dinheiro-que-arrecada.ghtml>. Acesso em: 22 set. 2021.

Avaliação econômica dos clubes brasileiros 2020. 1 set. 2020. Disponível em: <http://www.sportsvalue.com.br/wp-content/uploads/2020/12/Sports-Value-Valuation-Top-30-clubes-Brasil-Dez-2020.pdf> Acesso em: 14 jun. 2021.

BRASIL tem 152 milhões de pessoas com acesso à internet. [S. 1.], 23 ago. 2021. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2021-08/brasil-tem-152-milhoes-de-pessoas-com-acesso-internet#:~:text=Pesquisa%20promovida%20pelo%20Comit%C3%AA%20Gestor,anos%20t%C3%AAm%20internet%20em%20casa>. Acesso em: 10 nov. 2021.

CAPELO, Rodrigo et al. As finanças do Vasco em 2020: atormentado por dívidas e guerra política, o gigante ainda gasta mal o pouco dinheiro que arrecada: Fim da administração de Alexandre Campello foi marcado por várias crises: financeira, política e esportiva. Endividamento crônico e ineficiência no futebol levaram o clube para a Série B. In: Blog do Rodrigo Capelo. Globoesporte, 22 jul. 2021. Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-rodriigo-capelo/post/2021/07/22/as-financas-do-vasco-em-2020-atormentado-por-dividas-e-guerra-politica-o-gigante-ainda-gasta-mal-o-pouco-dinheiro-que-arrecada.ghtml>. Acesso em: 1 out. 2021.

CAPELO, Rodrigo. Se fair play financeiro que tirou Messi do Barcelona fosse aplicado no

Brasil, só quatro clubes seriam aprovados na primeira divisão. Globoesporte, 11 ago. 2021. Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-rodriigo-capelo/post/2021/08/11/se-fair-play-financeiro-que-tirou-messi-do-barcelona-fosse-aplicado-no-brasil-so-quatro-clubes-seriam-aprovados-na-primeira-divisao.ghtml>. Acesso em: 17 set. 2021.

CAPELO, Rodrigo; FERNANDEZ, Martín. Clubes ouvem propostas de empresas para liga: promessas de aporte de R\$ 3 bilhões, direitos centralizados e novo Brasileiro: O ge obteve detalhes exclusivos e inéditos das apresentações feitas a dirigentes por profissionais e companhias que gostariam de operar a liga de clubes. Há três grupos nesta "concorrência". [S. l.], 29 jun. 2021. Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-rodriigo-capelo/post/2021/06/29/clubes-ouvem-propostas-de-empresas-para-liga-promessas-de-aporte-de-r-3-bilhoes-direitos-centralizados-e-novo-brasileirao.ghtml>. Acesso em: 2 nov. 2021.

Carp, S. (2020, January 27). How City Football Group is redefining soccer club ownership . Retrieved from SportsProMedia: <https://www.sportspromedia.com/from-the-magazine/manchester-city-football-group-clubs-silver-lake-sapphire-tech-interview>.

CONGLOMERADO chinês Fosun compra clube inglês Wolverhampton Wanderers. [S. l.], 23 jul. 2016. Disponível em: <https://www.terra.com.br/esportes/futebol/conglomerado-chines-fosun-compra-clube-ingles-wolverhampton-wanderers,3490b58218a52b9841c73e4d404b04369g6rv2ew.html>. Acesso em: 13 out. 2021.

COSTA, K. ANÁLISE DO DESEMPENHO DO CLUBE DE REGATAS DO FLAMENGO ATRAVÉS DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS. Monografia (curso de Ciências Contábeis), FACULDADE DOCTUM. Juiz de Fora. p. 40. 2019.

DAMODARAN, A. Avaliação de Empresas. 2 ed. São Paulo: Pearson, 2007.

DAMODARAN, A., Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2012.

ECONOMIA Brasileira: O futebol movimenta milhões de forma indireta. [S. l.], 14 fev. 2020. Disponível em: <https://www.jornalcontabil.com.br/economia-brasileira-o-futebol-movimenta-milhoes-de-forma-indireta/#:~:text=Um%20estudo%20idealizado%20pela%20CBF,milh%C3%B5es%20s%C3%A3o%20de%20efeitos%20indiretos>. Acesso em: 17 abr. 2021.

ESTUDO aponta que 40% dos brasileiros têm interesse em futebol; um quarto frequenta estádios. [S. l.], 19 jul. 2017. Disponível em: http://www.espn.com.br/noticia/711689_estudo-aponta-que-40-dos-brasileiros-tem-interesse-em-futebol-um-quarto-frequenta-estadios.

Acesso em: 15 abr. 2021.

ESTUDO aponta virada histórica na gestão financeira do Flamengo. [S. l.], 23 jan. 2015. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/esportes/estudo-aponta-virada-historica-na-gestao-financiera-do-flamengo-15136976>. Acesso em: 7 abr. 2021.

FUTEBOL é 'maior paixão' para 77% dos brasileiros, aponta pesquisa Ibope. [S. l.], 17 dez. 2012. Disponível em: <http://g1.globo.com/brasil/noticia/2012/12/futebol-e-maior-paixao-para-77-dos-brasileiros-aponta-pesquisa-ibope.html>. Acesso em: 14 abr. 2021.

GRAFIETTI, Cesar. Quanto vale um clube de futebol? Os cálculos e as idiossincrasias do negócio da bola. [S. l.], 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-idiossincrasias-do-negocio-da-bola/amp/?amp_js_v=a6&_gsa=1&usqp=mq331AQKKAFQArABIICAw%3D%3D#aoh=16371515677341&referrer=https%3A%2F%2Fwww.google.com&_tf=Fonte%3A%20%251%24s&share=https%3A%2F%2Fwww.infomoney.com.br%2Fcolunistas%2Fcesar-grafietti%2Fquanto-vale-um-clube-de-futebol-os-calculos-e-as-idiossincrasias-do-negocio-da-bola%2F](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-idiossincrasias-do-negocio-da-bola/amp/?amp_js_v=a6&_gsa=1&usqp=mq331AQKKAFQArABIICAw%3D%3D#aoh=16371515677341&referrer=https%3A%2F%2Fwww.google.com&_tf=Fonte%3A%20%251%24s&share=https%3A%2F%2Fwww.infomoney.com.br%2Fcolunistas%2Fcesar-grafietti%2Fquanto-vale-um-clube-de-futebol-os-calculos-e-as-idiossincrasias-do-negocio-da-bola%2F). Acesso em: 1 nov. 2021.

INSIDE CITY FOOTBALL GROUP'S MULTI-OWNERSHIP STRATEGY WHERE 1+1=3. [S. l.], 5 dez. 2019. Disponível em: <https://worldfootballsummit.com/inside-city-football-groups-multi-ownership-strategy-meaning-113/>. Acesso em: 1 nov. 2021.

INVESTIDOR brasileiro, bilionário russo excêntrico... quem pode assumir o Paraná?. [S. l.], 9 jan. 2020. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/esportes/parana-clube/bilionario-russo-excentrico-investidor-brasileiro-quem-assumira-o-parana/>. Acesso em: 22 set. 2021.

IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C. Curso de Contabilidade para Não Contadores, 8 ed. Textos e Exercícios; São Paulo: Atlas, 2017

JARDIM, Lauro. Estádio do Atlético MG: 'Naming rights' até para camarotes. [S. l.], 17 nov. 2021. Disponível em: <https://blogs.oglobo.globo.com/lauro-jardim/post/estadio-do-atletico->

mg-naming-rights-ate-para-camarotes.html. Acesso em: 17 nov. 2021.

JONES, Rory. New Orleans Saints secure US\$138m Superdome naming rights deal with Caesars: 20-year contract the first such deal with a gambling firm in the US.. [S. 1.], 23 jul. 2021. Disponível em: <https://www.sportspromedia.com/news/new-orleans-saints-nfl-superdome-naming-rights-caesars-casino-worth/>. Acesso em: 29 nov. 2021.

Maidment, P. (2007) Soccer Team Valuations. Forbes.com. Acesso em: 7 abr. 2021

MAN City: City Football Group sell £389m stake to American private equity firm: The investment, for a stake of around 10 per cent, values the holding company at £3.73 billion. [S. 1.], 27 nov. 2019. Disponível em: <https://www.independent.co.uk/sport/football/premier-league/manchester-city-sale-ownership-value-silver-lake-khaldoon-al-mubarak-a9219341.html>. Acesso em: 14 nov. 2021.

MARKHAM, Tom. What is the optimal method to value a football club?. ICMA Centre, [S. 1.], p. -, 1 jan. 2013.

MARQUETTO et al. Conhecendo o comportamento de torcedores em relação ao amor à marca de clubes de futebol. Brazilian Business Review, v. 14, n. 3, p. 272 – 287, mai.-jun. 2017.

MATOS, Rodrigo. Flamengo bate meta de premiações e prevê receita de R\$ 1 bi no ano, 1 out. 2021. Disponível em: <https://www.uol.com.br/esporte/futebol/colunas/rodrigo-mattos/2021/10/01/flamengo-bate-meta-de-premiacoes-e-preve-receita-de-r-1-bi-no-ano.htm>. Acesso em: 1 out. 2021.

MATTOS, Rodrigo. Flamengo prioriza Fla TV e gera empecilho para acerto com Globo pelo Carioca. [S. 1.], 23 set. 2021. Disponível em: <https://www.uol.com.br/esporte/futebol/colunas/rodrigo-mattos/2021/09/23/flamengo-prioriza-fla-tv-e-gera-empecilho-para-acerto-com-globo-por-carioca.htm>. Acesso em: 8 nov. 2021.

MERCADO DE CONSUMO DO FUTEBOL BRASILEIRO. [S. 1.], 1 set. 2016. Disponível em: https://www.spcbrasil.org.br/wpimprensa/wp-content/uploads/2016/09/Analise_Consumo_Futebol-1.pdf. Acesso em: 14 abr. 2021.

Multivariate Model - An Optimal Method for Valuing Football Clubs?. [S. l.], 18 mar. 2020. Disponível em: <https://www.aranca.com/knowledge-library/articles/investment-research/multivariate-model-an-optimal-method-for-valuing-football-clubs>. Acesso em: 15 jun. 2021.

NAZI, R. M.; DREWS, M. L. P. Olho no Lance – Uma análise da produção científica sobre futebol em periódicos brasileiros de Administração e Ciências Contábeis. Revista de Gestão e Negócios do Esporte. v. 2, n.2, p. 119-125, Nov/2017

OBAYA, Manolo. City Football Group: strategy in the football industry. [S. l.], 4 maio 2020. Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/city-football-group-strategy-industry-manolo-obaya/>. Acesso em: 27 out. 2021.

RAFAEL Menin vê potencial para Atlético faturar R\$ 100 mi por ano com Arena: Grêmio e Internacional faturam, por ano, cerca de R\$ 80 milhões com seus estádios. [S. l.], 22 maio 2021. Disponível em: https://www.mg.superesportes.com.br/app/noticias/futebol/atletico-mg/2021/05/22/noticia_atletico_mg,3916721/rafael-menin-ve-potencial-para-atletico-faturar-r-100-mi-por-ano-com-arena.shtml. Acesso em: 1 nov. 2021.

REPORT: Wolves owner Fosun looking to sell 20% minority stake: Chinese company's tender document for investors values English soccer club at UK£350m.. [S. l.], 16 set. 2019. Disponível em: <https://www.sportspromedia.com/news/wolves-owner-fosun-minority-stake-sale-investment/>. Acesso em: 19 out. 2021.

REVENUE from stadium naming rights in the German football Bundesliga in 2019/20 (in million euros)*. In: Revenue from stadium naming rights in the German football Bundesliga in 2019/20 (in million euros)*. [S. l.], 16 ago. 2019. Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/282934/german-bundesliga-stadium-naming-rights-revenue/>. Acesso em: 10 nov. 2021.

ROCHA, J. ANÁLISE DO VALOR DA MARCA BASEADO NO ESPECTADOR ESPORTIVO DO CLUBE DE REGATAS DO FLAMENGO. Monografia (curso de Administração), Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Natal. p. 96. 2018.

SANTOS, F. R. O valor das torcidas de futebol: o customer equity dos clubes a partir dos resultados de bilheteria no campeonato brasileiro. 188 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná,

Curitiba, 2008

SAUERBRONN, J. F. R.; AYROSA, E. T. Valores de consumo: explorando a prática e o consumo de esportes. *Revista Interdisciplinar de Marketing*. v.3, n.1, p. 5-21, Jan-Jun/2004.

SCHMIDT, Felipe. Flamengo acerta renovação com empresa de bebidas; patrocínio do Maracanã pode render R\$ 27,5 milhões: Clube tem acordo com a Ambev por dois contratos diferentes, no valor total de R\$ 53,5 milhões. Conselho Deliberativo irá votar na próxima quinta-feira. [S. l.], 1 nov. 2021. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/flamengo-acerta-renovacao-com-empresa-de-bebidas-e-exclusividade-no-maracana-pode-render-r-275-milhoes.ghtml>. Acesso em: 2 nov. 2021.

SERGIO, Santana. S/A: Botafogo fecha parceria com a XP para buscar investidores no exterior visando clube-empresa: Com o objetivo de levantar fundos para profissionalizar departamento de futebol, Botafogo fecha acordo com empresa que buscará investidor interessado no mercado. [S. l.], 28 out. 2021. Disponível em: <https://www.lance.com.br/botafogo/fecha-parceria-com-para-buscar-investidores-visando-clube-empresa.html>. Acesso em: 10 nov. 2021.

SIDDHARTH, Muruga. History Of Premier League UK TV Rights Deals Since 1992 To 2021. [S. l.], 15 abr. 2021. Disponível em: <https://www.sportingfree.com/football/history-of-premier-league-uk-tv-rights-deals/>. Acesso em: 14 nov. 2021.

SOCCER'S Financial Crisis Could Transform Leagues Forever. [S. l.], 2 abr. 2021. Disponível em: <https://foreignpolicy.com/2021/04/02/english-soccer-football-financial-crisis-leagues-project-big-picture/>. Acesso em: 21 abr. 2021.

SPORT: what could be the long-term effects of coronavirus?. [S. l.], 14 abr. 2021. Disponível em: <https://www.economicsobservatory.com/sport-what-could-be-long-term-effects-coronavirus>. Acesso em: 14 abr. 2021.

TRANSPARÊNCIA do Clube de Regatas do Flamengo. [S. l.], 21 abr. 2021. Disponível em: <https://www.flamengo.com.br/transparencia>. Acesso em: 22 abr. 2021.

‘IT’S thoroughly complex’: How City Football Group is redefining soccer club ownership: Now valued at US\$4.8 billion, City Football Group and its global network of eight clubs has

no direct comparison in the world of soccer. Omar Berrada, CFG's chief operating officer, explains how a commitment to doing things differently has seen the company come to represent a sports organisation of the future.. [S. 1.], 27 jan. 2020. Disponível em: <https://www.sportspromedia.com/insights/features/from-the-magazine/manchester-city-football-group-clubs-silver-lake-sapphire-tech-interview/>. Acesso em: 5 nov. 2021.