



Seção de Publicação do artigo: Artigo Original

Valuation de uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF):

Proposta de mensuração do Valor de um clube

Valuation of a Football Joint Stock Company (SAF):

Proposal for measuring the value of a club

Valoración de una Sociedad Anónima Deportiva (SAF):

Propuesta de medición del Valor de un club

Vitor Borges Monteiro

Universidade Federal do Ceará

vitorborges@ufc.br

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo explorar a temática do valuation em uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF), abordando as formas de cisão parcial e total como estratégias para fortalecer clubes de futebol e discutindo aspectos relevantes para a estimativa do valor de um time esportivo. Por meio de dois fluxogramas hipotéticos, ilustramos os processos de cisão em diferentes cenários. Além disso, apresentamos uma proposta de metodologia abrangente, considerando elementos como patrimônio líquido, ativos relevantes, fluxo de receitas descontado e "Valor de Entrada no Mercado", além de atribuir valor percentual ao aspecto imaterial do clube. A análise desses fatores permite uma compreensão mais abrangente do valuation em SAFs e auxilia gestores e investidores na tomada de decisões estratégicas para o desenvolvimento sustentável dos clubes de futebol.

Palavras-chave: Valuation, Sociedade Anônima do Futebol (SAF), Cisão.

Abstract

This paper aims to explore the topic of valuation in a Football Anonymous Society (FAS), addressing partial and total spin-off as strategies to strengthen football clubs and discussing relevant aspects for estimating the value of a sports team. Through two hypothetical flowcharts, we illustrate the spin-off processes in different scenarios. Additionally, we propose a comprehensive methodology, considering elements such as net worth, relevant assets, discounted cash flow, and "Market Entry Value," along with attributing a percentage value to the intangible aspect of the club. Analyzing these factors allows for a more comprehensive understanding of valuation in FASs and assists managers and investors in making strategic decisions for the sustainable

development of football clubs.

Keywords: Valuation, Football Anonymous Society (SAF), Spin-off.

Resumen

El presente trabajo tiene como objetivo explorar la temática del valuation en una Sociedad Anónima del Fútbol (SAF), abordando las formas de escisión parcial y total como estrategias para fortalecer clubes de fútbol y discutiendo aspectos relevantes para la estimación del valor de un equipo deportivo. A través de dos diagramas de flujo hipotéticos, ilustramos los procesos de escisión en diferentes escenarios. Además, presentamos una propuesta de metodología integral, considerando elementos como el patrimonio neto, activos relevantes, flujo de ingresos descontado y "Valor de Entrada al Mercado", además de asignar un valor porcentual al aspecto intangible del club. El análisis de estos factores permite una comprensión más amplia del valuation en SAFs y ayuda a los gestores e inversores en la toma de decisiones estratégicas para el desarrollo sostenible de los clubes de fútbol.

Palabras Clave: Valoración, Sociedad Anónima Desportiva (SAD), Escisión.

Introdução

O cenário do futebol profissional tem passado por uma notável transformação ao longo das últimas décadas, impulsionada por um crescente interesse econômico e uma abordagem empresarial cada vez mais presente. Nesse contexto, a criação e o desenvolvimento de Sociedades Anônimas do Futebol (SAF) têm se destacado como uma das principais estratégias para elevar os clubes a um novo patamar de gestão e sustentabilidade financeira. O presente trabalho tem como objetivo aprofundar a compreensão do processo de valuation de uma SAF, com enfoque na relevância desse modelo de governança para o desenvolvimento do futebol moderno.

Antes de mergulharmos nas complexidades do valuation, é fundamental compreender os principais aspectos relacionados à criação, estruturação e funcionamento das Sociedades Anônimas do Futebol. Esse modelo de gestão pode se apresentar em diferentes formas, tais como SAF de capital aberto e SAF de capital fechado. No Brasil, todas as 25 SAFs criadas até julho de 2023, foram de capital fechado, ou seja, não negociam suas ações em bolsa de valores.

Mas se não tem ações em Bolsa de Valores qual a vantagem de ser sociedade anônima? A sociedade anônima, mesmo de capital fechado, possui diversos importantes instrumentos do mundo corporativo que podem ser úteis no futebol, como a possibilidade de emissão de debêntures e recuperação judicial. Além disso, o modelo associativo não é atraente para investidores, pois além do risco político das eleições os investidores ficam a mercê de contratos particulares sem segurança ou qualquer fiscalização das autoridades financeiras do país.

Além disso, abordaremos os procedimentos de criação, cisão e transformação de clubes em SAF, considerando a legislação vigente e as implicações práticas dessas decisões. Dessa forma, poderemos compreender o papel da governança corporativa no contexto do futebol profissional e como a adoção desse modelo pode impactar a trajetória e a sustentabilidade das instituições esportivas.

Ao explorarmos a transição de um clube esportivo de modelo associativo para uma Sociedade Anônima do Futebol, torna-se relevante analisar os fatores motivadores dessa mudança. Por que um time, muitas vezes enraizado em tradições centenárias, opta por abraçar esta estrutura corporativa? Nesse contexto, abordaremos a importância da profissionalização da gestão, a busca por novas fontes de investimento e receitas, além da necessidade de enfrentar os desafios financeiros inerentes ao universo do futebol moderno.

No entanto, mesmo com os potenciais vantagens oferecidas pela transição para uma SAF, um dos maiores desafios enfrentados pelos gestores e investidores é o valuation adequado do clube esportivo. Diferentemente de empresas tradicionais, mensurar o valor de um time de futebol requer a consideração de variáveis únicas, como a paixão da torcida, a reputação do clube e as incertezas inerentes ao desempenho esportivo.

Neste trabalho, exploraremos os métodos e as ferramentas utilizadas para estimar o valor de uma SAF, considerando o contexto tanto das sociedades anônimas de capital aberto, sujeitas à governança rígida e transparência financeira, quanto das sociedades de capital fechado, com particularidades e desafios específicos.

Por fim, examinaremos como as avaliações de empresas do mundo empresarial podem servir como referência para o valuation de um time de futebol, e como os aspectos singulares desse setor exigem abordagens adaptadas.

Com a presente pesquisa, almejamos contribuir para o entendimento mais aprofundado do valuation de uma Sociedade Anônima do Futebol, evidenciando sua relevância para a evolução do futebol moderno e os desafios inerentes à mensuração do valor em um cenário esportivo em constante transformação.

O autor desta pesquisa possui outros relevantes trabalhos na economia do futebol: (Monteiro, 2021) alertou as dificuldades que o esporte possui para avançar em termos de gestão, principalmente no que se refere aos aspectos legais, trabalhistas e produtos financeiros que contemplem a concepção de atleta ativo-financeiro; (Monteiro & Pereira, 2022) mostraram que tecnologias também são usadas na gestão do esporte de forma mais ampla, ao implementarem uma metodologia de credit scoring na gestão de um programa sócio-torcedor; Já (Monteiro, 2023) propôs um indicador de eficiência na gestão do futebol utilizando informações dos departamentos de scouting e fisiologia.

Revisão de Literatura

O futebol profissional, ao longo dos anos, evoluiu de um esporte movido pela paixão para um setor altamente lucrativo, repleto de desafios e oportunidades. A transição de clubes de futebol tradicionais para uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF) emerge como uma estratégia promissora para enfrentar os dilemas financeiros e de gestão enfrentados pelas instituições esportivas. Esta revisão de literatura busca examinar os principais estudos e pesquisas que abordam o tema do valuation de SAF, bem como analisar a importância desse modelo de governança no cenário esportivo contemporâneo.

Segundo o Senador Rodrigo Pacheco em 2021, em matéria assinada pelo Portal Hoje em Dia, a criação da Sociedade Anônima do Futebol pode representar uma opção viável para o cenário do futebol no Brasil. Essa iniciativa poderia se apresentar como uma solução para diversos clubes que possuem ricas tradições, valores significativos e desejam reter talentos no país, desde que haja uma administração eficiente, voltada para práticas empresariais e profissionalizadas.

A transição de clubes de futebol tradicionais, muitos dos quais ainda operavam sob o modelo associativo, para o formato corporativo das SAFs tem sido um tema de crescente interesse na literatura acadêmica e no setor esportivo. Trabalhos como o de (Cardoso et al., 2022) exploram a dinâmica por trás dessa transformação, ressaltando a motivação dos clubes para adotar uma SAF, com ênfase na profissionalização da gestão, na busca por investimentos e na otimização de receitas, discutindo pontos relevantes da lei tais como: Principais regras de governança corporativa; o Re-Fut, sistema especial de arrecadação de tributos federais; dedução de Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ); o Financiamento da SAF (debêntures-fut); Recuperação Judicial e Sucessão de obrigações, conforme adaptação no quadro abaixo:

Quadro 1: Aspectos Relevantes da Lei 14.193/2021 – Sociedade Anônima do Futebol

Itens relevantes	Descrição
Tipos de SAF	<p>Art. 2º A Sociedade Anônima do Futebol pode ser constituída:</p> <p>I - pela transformação do clube ou pessoa jurídica original em Sociedade Anônima do Futebol;</p> <p>II - pela cisão do departamento de futebol do clube ou pessoa jurídica original e transferência do seu patrimônio relacionado à atividade futebol;</p> <p>III - pela iniciativa de pessoa natural ou jurídica ou de fundo de investimento.</p>
Governança Corporativa	<p>Art. 2º § 6º Depende de aprovação prévia do clube ou pessoa jurídica original, que é titular de ações ordinárias da classe A, qualquer alteração no estatuto da Sociedade Anônima do Futebol para modificar, restringir ou subtrair os direitos conferidos por essa classe de ações, ou para extinguir a ação ordinária da classe A.</p> <p>Art. 4º O acionista controlador da Sociedade Anônima do Futebol, individual ou integrante de acordo de controle, não poderá deter participação, direta ou indireta, em outra Sociedade Anônima do Futebol.</p> <p>Art. 5º Na Sociedade Anônima do Futebol, o conselho de administração e o conselho fiscal são órgãos de existência obrigatória e funcionamento permanente.</p>
Tributação Específica do Futebol (TEF)	<p>Art. 31. A Sociedade Anônima do Futebol regularmente constituída nos termos desta Lei fica sujeita ao Regime de Tributação Específica do Futebol (TEF). (IRPJ, PIS, COFINS)</p> <p>Art. 32. Nos 5 (cinco) primeiros anos-calendário da constituição da Sociedade Anônima do Futebol ficará ela sujeita ao pagamento mensal e unificado dos tributos referidos no § 1º do art. 31 desta Lei, à alíquota de 5% (cinco por cento) das receitas mensais recebidas.</p> <p>§ 2º A partir do início do sexto ano-calendário da constituição da Sociedade Anônima do Futebol, o TEF incidirá à alíquota de 4% (quatro por cento) da receita mensal recebida, compreendidos os tributos referidos no § 1º do art. 31 desta Lei, inclusive as receitas relativas à cessão dos direitos desportivos dos atletas.</p>
Debentures-Fut	<p>Art. 26. A Sociedade Anônima do Futebol poderá emitir debêntures, que serão denominadas “debêntures-fut”, com as seguintes características</p>
Recuperação Judicial	<p>Art. 25. O clube, ao optar pela alternativa do inciso II do caput do art. 13 desta Lei, e por exercer atividade econômica, é admitido como parte legítima para requerer a recuperação judicial ou extrajudicial, submetendo-se à Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005.</p>
Obrigações	<p>Art. 9º A Sociedade Anônima do Futebol não responde pelas obrigações do clube ou pessoa jurídica original que a constituiu, anteriores ou posteriores à data de sua constituição, exceto quanto às atividades específicas do seu objeto social, e responde pelas obrigações que lhe forem transferidas conforme disposto no § 2º do art. 2º desta Lei, cujo pagamento aos credores se limitará à forma estabelecida no art. 10 desta Lei.</p>
PDE	<p>Art. 28. A Sociedade Anônima do Futebol deverá instituir Programa de Desenvolvimento Educacional e Social (PDE), para, em convênio com instituição pública de ensino, promover medidas em prol do desenvolvimento da educação, por meio do futebol, e do futebol, por meio da educação.</p> <p>Art. 30. É autorizado à Sociedade Anônima do Futebol e ao clube ou pessoa jurídica original captar recursos incentivados em todas as esferas de governo, inclusive os provenientes da Lei nº 11.438, de 29 de dezembro de 2006.</p>

Fonte: Elaboração Própria (Para mais detalhes, consultar diretamente a Lei).

O valuation de clubes de futebol é uma questão complexa e delicada, com diferentes abordagens para estimar o valor dessas instituições. (Coutinho & Cerqueira, 2022) observam que o valor de mercado dos clubes brasileiros está significativamente inferior aos padrões internacionais. Eles destacam que a aquisição de 90% de um clube expressivo, como o Cruzeiro ou o Botafogo, custou aos investidores menos de 70 milhões de euros, um montante inferior ao das transações envolvendo jogadores profissionais, como Aurélien Tchouameni, do Monaco FC, cuja janela de transferência europeia de 2022 estima em 80 milhões de euros. Essa quantia também supera o investimento realizado por Ronaldo e Textor para adquirir ações da SAF (Sociedade Anônima do Futebol) do Cruzeiro e do Botafogo, respectivamente.

Desta forma, é relevante a mensuração do valor de clubes de futebol que optam pelo modelo SAF de capital fechado. Nesse contexto, estudos como (Rainha, 2018) mostram a avaliação das ações do Sporting Clube de Portugal (Sporting SAD - Sociedade Anônima Desportiva). Utilizou-se o método Discounted Cash Flow tendo-se optado pela abordagem dos Free Cash Flow to Firm (FCFF). De forma a obter uma recomendação mais robusta e sustentada, a avaliação foi complementada com uma metodologia de avaliação relativa, o Método dos Múltiplos. O resultado obtido foi a subvalorização das ações uma vez que o preço histórico da ação é de 0,62€ e o target price obtido foi de 0,92€ (FCFF), apresentando um upside potencial de 47,96% que leva a uma recomendação final de compra de ações da Sporting SAD. Este resultado foi ainda reforçado pela avaliação relativa.

Nos modelos tradicionais de Valuation, através de Fluxo de Caixa Descontado (DCF), existem três importantes abordagens segundo (Imam et al, 2008): o Free Cash Flow to Equity (FCFE), o Free Cash Flow to Firm (FCFF) e o Adjusted Present Value (APV). Além disso existe a análise relativa, ou comparativa, por múltiplos, a fórmula do múltiplo de uma empresa é igual valor de mercado / variável, que pode ser usada EBITDA, PL, etc. Como visto por (Rainha, 2018), esses métodos são perfeitamente aplicáveis para ações de clubes de capital aberto.

O problema refere-se ao cálculo do Valuation para clubes de capital fechado, (Markham, 2013) ressalta a importância de metodologias flexíveis e adaptáveis para avaliar as peculiaridades do mercado de clubes de futebol, onde as informações financeiras podem ser mais escassas e os aspectos emocionais desempenham um papel significativo. Por exemplo, o autor apresenta um modelo multivariado original para avaliar os clubes da English Premier League (EPL). Antes de desenvolver o modelo, avaliou outros métodos de valoração, e os resultados mostraram que o modelo proposto é o único método universalmente aplicável e confiável para avaliar os clubes da EPL.

Para (Phillip & Krasner, 2010) a grande maioria das pesquisas acadêmicas relacionadas à valoração de clubes tem origem na América do Norte. A capacidade de uma franquia esportiva de gerar lucro no futuro determina, em última instância, sua valoração. No mercado dos EUA, há três principais aspectos a serem considerados: a liga, o estádio e o mercado. As principais considerações de receita da liga são: receita de transmissão, política de compartilhamento de receita de

mercadorias e teto salarial dos jogadores. As questões principais relacionadas ao estádio referem-se à capacidade, camarotes corporativos, patrocínio e publicidade. Por fim, as características demográficas do mercado também precisam ser consideradas para fins de valoração, incluindo o tamanho do mercado e a presença corporativa na região.

(Markhan, 2013) faz um contraponto com os estudos dos EUA avaliando que a capacidade de um clube gerar receita é crucial para a valoração. Porém, Na English Premier League (EPL), os principais fluxos de receita são a receita de transmissão (52%), patrocínio (24%) e receita de dias de partida (24%). A EPL difere de muitas outras grandes ligas europeias ao distribuir a receita de transmissão de forma mais equitativa entre os clubes, com base em aparições televisivas e desempenho na liga. A receita é ainda mais importante no futebol, já que os clubes que participam de competições europeias devem cumprir as regulamentações de Fair Play Financeiro (FFP) da UEFA. Essas regulamentações foram estabelecidas para incentivar os clubes a operarem dentro de sua capacidade financeira e garantir uma abordagem mais sustentável para suas finanças.

Com base nesse contexto, (Markhan, 2013) sugere uma análise multivariada, levando em consideração sempre a capacidade de gerar receita, como a capacidade do estádio e os percentuais da receita destinados a salários, há uma penalização quando o percentual destinado a salários ultrapassa 50%. Por fim, sua fórmula ideal de valoração é:

Valoração do Clube = $(\text{Receita} + \text{Ativos Líquidos}) \times [(\text{Lucro Líquido} + \text{Receita})/\text{Receita}] \times (\text{Porcentagem de utilização da Capacidade do Estádio}) \div (\text{Porcentagem da Relação entre Salários e Receita})$

Já (Lozano & Gallego, 2011) trouxeram outra problemática para a discussão, a questão de valores ocultados nas demonstrações contábeis dos clubes. Os direitos de transferência de jogadores de futebol são os principais ativos nas Sociedades Anônimas Desportivas (S.A.D.) dos clubes de futebol e são parcialmente reconhecidos como ativos intangíveis imobilizados na contabilidade. Essas deficiências das normas contábeis frequentemente levam a valores contábeis líquidos consideravelmente inferiores aos do mercado de transferências.

Segundo (Tiscine & Dello Strologo, 2016) o valor de uma empresa de futebol não pode ser estimado apenas com base nos resultados financeiros esperados, porque geralmente essas empresas não são lucrativas. Deve ser considerada apenas a receita ou vendas e requer a consideração dos benefícios globais para os acionistas, representados também pelos benefícios privados de controle e benefícios socioemocionais. Apesar disso, encontra uma relação positiva entre valor de mercado e valor contábil.

Já (Zelenkov & Solntsev, 2022) utilizaram um modelo econométrico de dados em painel com efeitos fixos, com dados dos relatórios Forbes de 2005 a 2018, e encontraram que o valor Forbes sempre está subestimado e que as variáveis relevantes estatisticamente significativas são: fluxo de

caixa livre da firma, ativos como estádios, contratos com jovens talentos, quantidade de seguidores nas redes sociais e buscas pelo google.

A literatura acadêmica sobre o tema ainda está em constante evolução, visto que a dinâmica do futebol continua a se transformar. Enquanto alguns autores enfatizam a necessidade de profissional padronização e transparência na avaliação de clubes de futebol, outros destacam a relevância de abordagens mais flexíveis e sensíveis às particularidades desse setor único.

Em resumo, a transição de clubes de futebol tradicionais para uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF) é um fenômeno relevante no cenário esportivo contemporâneo. O valuation de uma SAF representa um desafio significativo, devido às suas especificidades e à complexidade envolvida na mensuração do valor de um time. A literatura existente abrange uma variedade de abordagens e metodologias que buscam enfrentar esses desafios e contribuir para uma compreensão mais profunda do valor de uma SAF no contexto esportivo e empresarial.

Processo de Cisão em uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF)

O processo de cisão é uma estratégia relevante no âmbito das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs), permitindo a reorganização e capitalização das instituições esportivas. Nesta seção, apresentaremos dois fluxogramas hipotéticos para ilustrar diferentes cenários de cisão de uma SAF, abordando a importância do valuation, a capitalização e a transferência de patrimônio da associação para a nova empresa.

Na mudança descrita no primeiro item do artigo 2º da lei 14.193/2021, ocorre a alteração da essência do clube, que deixa de ser uma associação sem fins lucrativos para se tornar uma Sociedade Anônima de Futebol (SAF). Nesse cenário, todos os associados se convertem em acionistas de uma única empresa. No entanto, não são criadas entidades separadas, ou seja, não há a formação de um clube e de uma SAF distintos, sendo o clube transformado em SAF. O resultado dessa transformação é representado da seguinte maneira:



Figura 1: Modelo de Transformação, inciso I do Art 2º da Lei 14.193/2021.
Fonte: Rodrigo Castro, Portal Migalhas, 2021.

A cisão, de acordo com o inciso II do artigo 2º, é a separação do departamento de futebol do clube e transferência do seu patrimônio relacionado à atividade futebol. Os bens e direitos serão transferidos à Sociedade Anônima do Futebol em definitivo ou a termo, conforme estabelecido em contrato e independe de autorização ou consentimento de credores ou partes interessadas, inclusive aqueles de natureza pública. Diz-se que a cisão é total quando há a transferência do patrimônio e parcial quando há um contrato de utilização ou arrendamento.

Segundo (Castro, 2021), o ponto relevante que surge dessa estruturação da SAF é o seguinte: a cisão resulta na redução patrimonial do clube e na transferência do patrimônio cindido para a formação do capital da SAF. No entanto, os subscreventes - e titulares das ações - da SAF serão todos os associados do clube, e não a própria SAF. Após a conclusão da operação, os associados passarão a ter, além da condição de associados do clube, a de acionistas da SAF, conforme ilustrado a seguir:

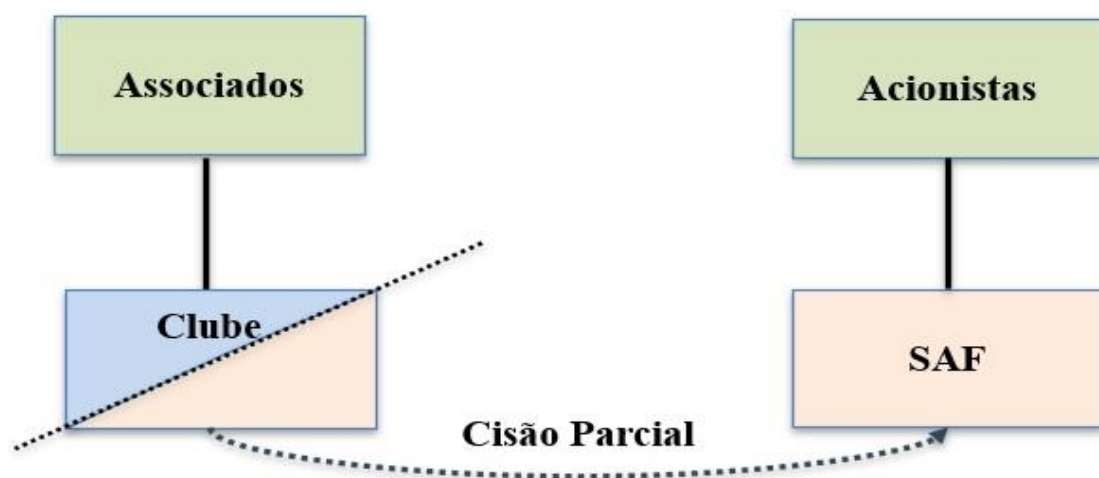


Figura 2: Modelo de Cisão, inciso II do Art 2º da Lei 14.193/2021.
Fonte: Rodrigo Castro, Portal Migalhas, 2021.

Para melhor compreensão do valuation de clubes de futebol no contexto de Sociedades Anônimas do Futebol (SAF), apresentamos no Quadro 2 uma tabela com exemplos de clubes brasileiros e suas características relevantes. O quadro destaca informações como o tipo de SAF adotado (criação, transformação ou cisão), a participação do grupo investidor, o valor atribuído ao clube e o grupo de investidores envolvido em cada caso. Esses exemplos práticos proporcionam uma visão inicial sobre as diversas formas que o valuation pode assumir nesse cenário específico.

Quadro 2: Tipo de SAF, Participação, Valor e Grupo Investidor

Clube	Tipo de SAF	Participação	Valor	Grupo
Clube Atlético Mineiro	Cisão	75%	913 mi	Galo Holding
Esporte Clube Bahia	Cisão	90%	800 mi	Grupo City
América Futebol Clube RN	Cisão	90%	174 mi	Hipe Capital
Cruzeiro Esporte Clube	Cisão	90%	400 mi	Tara Sports
Clube de regatas Vasco da Gama	Cisão	70%	700 mi	777 Partners
Botafogo de Futebol e Regatas	Cisão	90%	410 mi	John Textor
América Futebol Clube MG	Cisão	70%	320 mi	Robert Platek
Coritiba Foot Ball Club	Cisão	90%	1,1 bi	Treecorp Invest.

Fonte: Elaboração própria.

Fluxograma 1: Cisão Parcial com Capitalização Externa

No primeiro cenário hipotético, consideramos uma cisão parcial, na qual a SAF busca a capitalização externa para fortalecer seu departamento de futebol. O valuation da SAF é estimado em 100 milhões. Nessa operação, o departamento de futebol é estimado em 50 milhões e os demais ativos que não irão entrar na cisão também 50 milhões. Um grupo externo, adquire 90% das ações da nova empresa, ou seja, 45 milhões. Os associados antigos compõem 10% da SAF na qualidade de acionistas classe A, conforme prevê a lei, que lhes assegura poder de veto em questões sensíveis, como mudanças de nome e símbolo.

O fluxograma ilustra a separação dos ativos e passivos relacionados ao departamento de futebol, que agora são transferidos para a nova empresa. Entretanto, é importante ressaltar que um patrimônio de 50 milhões não foi vinculado a nova empresa e permanece sob a gestão da associação, ou seja, o CNPJ antigo. Dessa forma, a SAF opta por preservar parte do patrimônio porém possui um menor poder de capitalização.

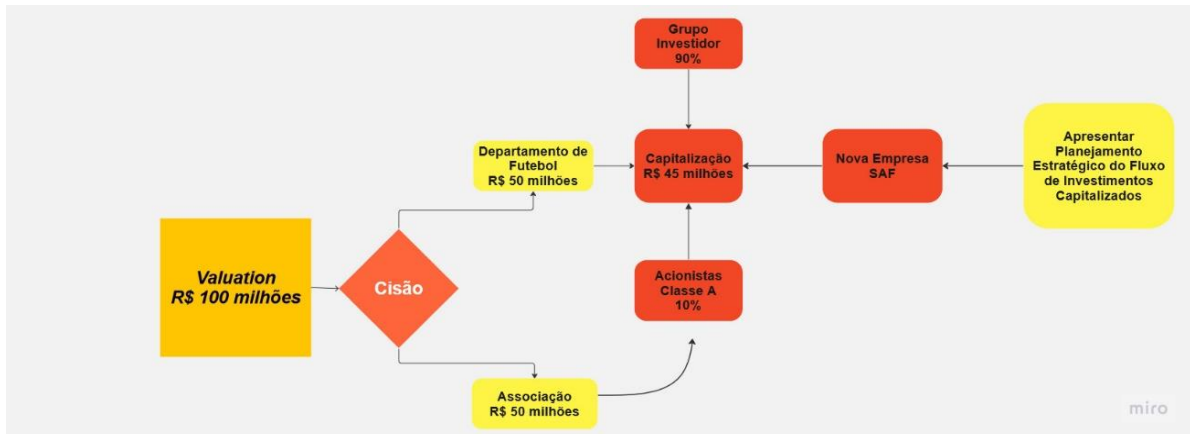


Figura 3: Cisão Parcial com Capitalização Externa. Fonte: Elaboração própria.

Fluxograma 2: Cisão Total com Capitalização Integral do Patrimônio

No segundo cenário hipotético, considera-se uma cisão total, na qual todo o patrimônio da associação é capitalizado na SAF. Nesse exemplo, a totalidade dos ativos e passivos, incluindo o patrimônio de 50 milhões, é transferida para a nova empresa. Assim, a SAF assume a responsabilidade pela gestão de todos os recursos, incluindo o departamento de futebol e os demais ativos da associação.

O fluxograma ilustra a incorporação completa do patrimônio da associação pela SAF. Com a capitalização integral, a nova empresa detém maior poder financeiro e autonomia para aprimorar sua estrutura, expandir sua atuação no mercado e buscar melhores resultados esportivos.

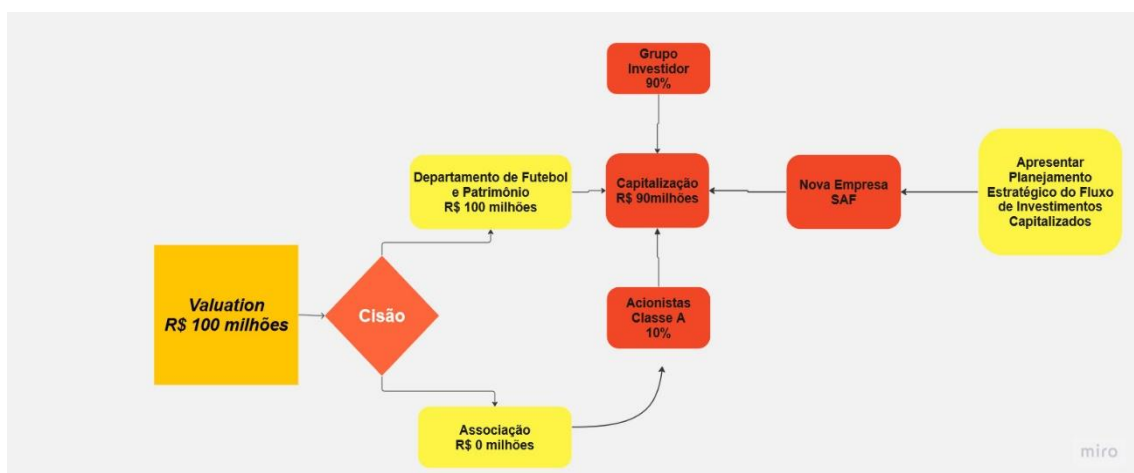


Figura 4: Cisão Total com Capitalização Integral do Patrimônio. Fonte: Elaboração própria.

Importância do Contrato de Cisão

Independentemente do tipo de cisão adotada, é crucial formalizar o processo por meio de um contrato de cisão sólido e bem estruturado. Esse contrato estabelecerá as responsabilidades de ambas as partes envolvidas no processo e garantirá a segurança jurídica da operação.

No contrato de cisão, é essencial destacar algumas cláusulas relevantes, como a responsabilidade sobre as dívidas adquiridas pela SAF. Em caso de falência da nova empresa, os direitos esportivos retornam à Associação, protegendo o patrimônio da associação. Além disso, é importante enfatizar que as dívidas assumidas são de responsabilidade do novo grupo controlador e não dos acionistas classe A, que, no exemplo dado, detêm apenas 10% das ações da SAF.

A clareza dessas disposições contratuais é fundamental para mitigar riscos, garantir a estabilidade financeira e o crescimento sustentável da nova empresa, proporcionando uma gestão mais eficiente e transparente.

Em resumo, a metodologia de cisão em uma Sociedade Anônima do Futebol é uma estratégia valiosa para a reorganização e capitalização de clubes, permitindo uma gestão mais eficiente e uma abordagem mais profissional ao investimento no departamento de futebol. O contrato de cisão desempenha um papel crucial ao estabelecer as obrigações e salvaguardas necessárias, garantindo a viabilidade e o crescimento sustentável da SAF.

Aspectos Relevantes no Valuation de uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF)

O valuation de uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF) é um processo complexo e crucial para estimar o valor real do clube esportivo, considerando suas particularidades e o cenário competitivo em constante mudança. Nesta seção, abordaremos o valuation tradicional utilizado em empresas de capital aberto, bem como uma proposta de metodologia específica para o cálculo do valor de uma SAF, levando em conta aspectos essenciais para o sucesso do empreendimento esportivo.

Empresas de capital aberto normalmente utilizam metodologias como o fluxo de caixa descontado (DCF) e o valuation por múltiplos para estimar seu valor de mercado. O DCF considera o fluxo de caixa futuro projetado da empresa e desconta esses valores para o valor presente, levando em conta a taxa de desconto apropriada. Já o valuation por múltiplos analisa indicadores financeiros da empresa em relação a empresas similares que já estão listadas no mercado de capitais, como o preço/earnings (P/E) ou o preço/valor patrimonial (P/VP).

Como destacado por (Markhan, 2013) essas metodologias, embora amplamente utilizadas no mundo empresarial, podem apresentar limitações ao serem aplicadas a clubes de futebol, devido à natureza única do setor esportivo. O valuation de uma SAF deve levar em conta ativos intangíveis,

como a paixão da torcida, a reputação do clube e o potencial de crescimento esportivo, que muitas vezes não são adequadamente refletidos pelas métricas financeiras tradicionais.

Para (Grafietti *apud* Mattos, 2022), o conceito econômico do futebol, que é uma atividade cuja valorização se dá pelas conquistas, ainda que seja possível bons desempenhos e conquistas pela eficiência do recurso financeiro disponível, ter mais dinheiro é o primeiro caminho para bons desempenhos. Nesse sentido o cálculo do valuation poderia levar em conta três tipos de parâmetros usados no mundo corporativo, por geração de caixa com desconto, receita ou por ativos. O autor mostra que foi adotado a métrica por receita anual como a melhor para o Brasil por ser a mais estável e adaptada à indústria. Além disso destaca que times com receitas superior ao patamar máximo, como Palmeiras, Corinthians e Flamengo, não se enquadram nesse modelo de avaliação. São clubes cujos valores são incalculáveis e deveriam pelo menos ultrapassar em quatro vezes o valor de suas receitas.

O processo de valuation de um clube de futebol é muito complexo. Por se tratar se uma indústria que não produz bem materiais e opera no limite do equilíbrio, o valor está muito associado à competitividade, e conseqüentemente às receitas. Mas trata-se de um parâmetro inicial, que pode ser aumentado ou reduzido de acordo com a estrutura e a mesmo a história. Ter um estádio novo, um CT que é o estado-da-arte, contar com uma história vencedora.

Proposta de Valuation para uma SAF

Considerando a complexidade e as especificidades do futebol profissional, propomos uma metodologia de valuation adaptada ao contexto das Sociedades Anônimas do Futebol, que leve em consideração elementos relevantes para a estimativa precisa do valor do clube.

1. **Patrimônio Líquido e Ativos Relevantes:** O patrimônio líquido da SAF é um componente essencial no cálculo do valor, incluindo ativos tangíveis e intangíveis. Dentre os ativos relevantes, devem ser considerados os contratos com atletas e o valor do centro de treinamento, uma vez que esses elementos são fundamentais para a performance e a competitividade do clube.
2. **Fluxo de Receitas Descontado:** Projetar o fluxo de receitas ao longo de um horizonte de 10 anos é essencial para capturar as potenciais oportunidades de crescimento do clube. As receitas a serem descontadas devem incluir fontes de renda como patrocínios, direitos de transmissão, bilheteria e programas de sócio-torcedor.
3. **Valor de Entrada no Mercado:** É relevante considerar o custo de oportunidade de se criar um time de futebol ao considerar os investimentos caso fosse disputar todas as divisões de acesso até o estágio atual da SAF, caso a instituição estivesse começando do zero.
4. **Valor Imaterial e Marca:** Para refletir a importância do valor intangível e da marca do clube, sugerimos atribuir um valor percentual, como 20%, sobre o valor total dos demais itens do *valuation*. Isso considera a relevância da paixão da torcida, a história e a reputação do clube no mercado esportivo.

Considerações finais

Essa proposta de valuation, ao integrar os elementos financeiros tradicionais com aspectos únicos do futebol profissional, busca fornecer uma visão abrangente e realista do valor de uma SAF. Ao considerar os ativos relevantes, o potencial de receitas futuras e a importância da marca, essa metodologia permite aos gestores, investidores e stakeholders tomar decisões informadas e estratégicas para o desenvolvimento e a sustentabilidade do clube no cenário esportivo e empresarial.

O presente trabalho teve como objetivo explorar a cisão em uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF) e discutir aspectos relevantes no valuation de um clube esportivo. Ao apresentar dois fluxogramas hipotéticos para as formas de cisão parcial e total, além de propor uma metodologia específica para estimar o valor de uma SAF, buscamos compreender as implicações dessa estratégia no cenário esportivo e empresarial.

Através da análise dos fluxogramas, tornou-se evidente que a cisão parcial pode representar uma alternativa para atrair investimentos externos e fortalecer áreas específicas do clube, como o departamento de futebol, mantendo parte do patrimônio sob a gestão da associação. Já a cisão total permite uma capitalização integral do patrimônio, conferindo maior autonomia e poder financeiro à nova empresa.

Ao discutir o valuation de uma SAF, identificamos que a aplicação das metodologias tradicionais utilizadas em empresas de capital aberto pode apresentar limitações quando aplicadas ao contexto do futebol profissional. Para superar esses desafios, propusemos uma metodologia mais abrangente, que considera elementos como o patrimônio líquido, ativos relevantes (contratos com atletas e centro de treinamento), fluxo de receitas descontado (incluindo patrocínios e sócio-torcedor) ao longo de um horizonte de 10 anos e o "Valor de Entrada no Mercado" (custo para criar um time e disputar todas as divisões de acesso até o estágio atual da SAF). Além disso, atribuímos um valor percentual sobre o valor de marca ou valor imaterial para refletir a paixão da torcida, história e reputação do clube.

É inegável que o valuation de uma SAF representa um desafio complexo, devido às particularidades do futebol profissional e à relevância dos ativos intangíveis envolvidos. No entanto, por meio de uma metodologia abrangente e adaptada, os gestores, investidores e stakeholders podem tomar decisões informadas e estratégicas para o desenvolvimento sustentável e o sucesso do clube no mercado esportivo.

Em suma, a cisão em uma SAF e o cálculo adequado do valuation são processos cruciais para aprofundar a profissionalização do futebol e buscar soluções financeiras e de gestão para os desafios enfrentados pelos clubes. O conhecimento desses elementos permite aos gestores adotarem estratégias mais sólidas e planejadas, alinhadas aos objetivos de crescimento e fortalecimento da

instituição esportiva, garantindo assim um futuro promissor no cenário esportivo em constante evolução.

Referências Bibliográficas

- Castro, R. R. M. (2021, 25 de agosto). As 4 vias de constituição da Sociedade Anônima do Futebol (SAF). *Portal Migalhas*. <https://www.migalhas.com.br/coluna/meio-de-campo/350653/as-4-vias-de-constituicao-da-sociedade-anonima-do-futebol-saf>
- Cardoso, C. P., et al. (2022). A criação da sociedade anônima do futebol e a aplicação da Lei 11.101/2005. *Revista Ilustração*, 3(1).
- Coutinho Filho, J. E., Cerqueira, C. M. F., & Medeiros, H. S. F. (2022). *Sociedade Anônima do Futebol: Teoria e Prática*. Freitas Bastos.
- Imam, S., Barker, R., & Clubb, C. (2008). The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts. *European Accounting Review*, 17(3), 503–535.
- Lemos, A. (2021). Como vai funcionar a Sociedade Anônima de Futebol. *Painel Opinião CONJUR*. <https://www.conjur.com.br/2021-mai-18/arthur-lemos-funcionar-sociedade-anonima-futebol>
- Markham, T. (2013). What is the optimal method to value a football club? *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=2238265>
- Martín Lozano, F. J., & Carrasco Gallego, A. (2011). Deficits of accounting in the valuation of rights to exploit the performance of professional players in football clubs. A case study. *Journal of Management Control*, 22, 335-357.
- Mattos, R. (2022, 18 de outubro). Quanto pode valer seu clube de futebol se for vendido como SAF? *Portal UOL*. <https://www.uol.com.br/esporte/futebol/colunas/rodrigo-mattos/2022/10/18/quanto-pode-valer-seu-clube-de-futebol-se-for-vendido-como-saf.htm>
- Monteiro, V. B., & Pereira, P. L. V. (2022). Análise da inadimplência em um programa sócio-torcedor: o uso do credit scoring como ferramenta de gestão esportiva. *PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review*, 11(1), 145-174.
- Monteiro, V. B. (2021). Um ensaio sobre os reflexos da Lei Pelé na gestão financeira dos clubes de futebol. *Revista de Gestão e Negócio do Esporte*, 6(1), 102-120.
- Monteiro, V. B. (2023). Indicadores de Eficiência, Eficácia e Efetividade para o futebol: Uma proposta combinando aspectos físicos e técnicos. *Revista Intercontinental de Gestão Desportiva*. <https://doi.org/10.51995/2237-3373.v12i4e110055>
- Pacheco, R. (s.d.). Governo federal sanciona projeto de lei que permite criação de Sociedade Anônima do Futebol. *Hoje em Dia*. Recuperado de

<https://www.hojeemdia.com.br/esportes/governo-federal-sanciona-projeto-de-lei-que-permite-criar-a-3o-de-sociedade-anima-do-futebol-1.849221>

Phillips, J., & Krasner, J. (2010). Professional sports: the next evolution in value creation. In Rosner, S. & Shropshire, K. L. (Eds.), *The Business of Sports* (2nd Edition). Jones & Bartlett Learning.

Rainha, B. D. P. (2018). Equity research-Sporting Clube de Portugal–Futebol, SAD. Tese de Doutorado, Instituto Superior de Economia e Gestão.

Tiscini, R., & Dello Strologo, A. (2016). What drives the value of football clubs: An approach based on private and socio-emotional benefits. *Corporate Ownership and Control*, 14(1), 673-683.

Zelenkov, Y. A., & Solntsev, I. V. (2022). Predicting the value of professional sport clubs. A study of European soccer, 2005–2018. *Journal of the New Economic Association*, 56(4), 28-46.

Recebido em: Maio, 2024.

Aprovado em: Junho, 2024.

A **Revista de Gestão e Negócios do Esporte** utiliza o [Open Journal Systems](#) (versão 3.3.0.9), sistema open source, preservando assim, a integridade dos artigos em ambiente de acesso aberto.
