



Universidade de Brasília – UnB

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas –
FACE

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais – CCA

Bacharelado em Ciências Contábeis

AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO DE UM CLUBE DE FUTEBOL:

Clube de Regatas do Flamengo

Tiago de Freitas Gomes

Brasília

2015

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo
Reitor da Universidade de Brasília

Professora Doutora Sônia Nair Bão
Vice-Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Mauro Luiz Rabel
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor Jaime Martins de Santana
Decano de Pesquisa e Pós-Graduação

Professor Doutor Roberto de Goes Ellery Junior
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas**

Professor Doutor José Antônio de França
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professora Doutora Diana Vaz de Lima
Coordenadora de Graduação do Curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professor Doutor Marcelo Driemeyer Wilbert
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Noturno

TIAGO DE FREITAS GOMES

**AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO DE UM CLUBE DE FUTEBOL:
Clube de Regatas do Flamengo**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília como requisito para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva.

Brasília
2015

Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas –
FACE
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais – CCA
Bacharelado em Ciências Contábeis

TIAGO DE FREITAS GOMES

**AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO DE UM CLUBE DE FUTEBOL:
Clube de Regatas do Flamengo**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília como requisito para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva – Orientador
CCA/FACE/UnB

Prof. Dr. _____ – Membro
CCA/FACE/UnB

Prof. Dr. _____ – Membro
CCA/FACE/UnB

Brasília, _____ de _____ de 2015.

AGRADECIMENTOS

Agradeço muito a Deus, sem o Senhor não teria sido possível a construção deste trabalho.

Aos meus pais, por todos os ensinamentos concedidos.

Ao Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva, pelos incentivos e ensinamentos concedidos durante a elaboração desta pesquisa.

Aos amigos que me ajudaram ao longo da realização deste trabalho: Mariana Duda, Bárbara Veras, Cristina Rocha, Giordano Brunno e Danielle Costa.

Ao Emerson Gonçalves, pela boa vontade.

Ao Alexandre Rangel, pelas informações compartilhadas.

E a todos aqueles que acreditaram e torceram pelo meu sucesso: familiares e amigos.

“Seja quem você for, seja qual for à posição social que você tenha na vida, a mais alta ou a mais baixa social, tenha sempre como meta muita força, muita determinação e sempre faça tudo com muito amor e com muita fé em Deus que um dia você chega lá. De alguma maneira você chega lá”.

Ayrton Senna da Silva

RESUMO

O processo de avaliação de empresas geralmente é aplicado em entidades com fins lucrativos dos setores industriais e serviços. No entanto, algumas outras modalidades de negócios vêm se apresentando como boas áreas de análise, como é o caso dos clubes de futebol, que nos últimos anos alguns clubes de futebol no Brasil avançaram em relação ao modelo de gestão e transparência, além de seu considerável potencial de geração de retornos aos seus investidores. Isso possibilitou o interesse desta pesquisa, que tem como objetivo o cálculo do valor do Clube de Regatas do Flamengo. A metodologia consistiu em uma abordagem quali-quantitativa. Considera-se na abordagem qualitativa um estudo e caracterização do ambiente no qual a empresa está inserida. Para a análise quantitativa, foram analisados dados históricos dos resultados financeiros do clube. O método financeiro utilizado para o cálculo do clube é o Fluxo de Caixa Descontado. Por esse método, o valor justo de uma empresa é igual à riqueza gerada em sua atividade principal, descontada por uma taxa de desconto – *Weighted Average Cost of Capital*. O valor justo do Clube de Regatas do Flamengo é de 177 milhões.

Palavras-chave: Futebol. Flamengo. Avaliação de empresas. Fluxo de Caixa Descontado.

ABSTRACT

The company assessment process is generally applied to for-profit entities and industry services. However, some other forms of business has been presented as good areas of analysis, such as football clubs, which in recent years some football clubs in Brazil have advanced in relation to the management and transparency model, as well as its considerable potential to generate returns to its investors. This enabled the interest of this research, which aims to calculate the value of the Clube de Regatas do Flamengo. The methodology consisted of a qualitative and quantitative approach. It is considered the qualitative approach a study and characterization of the environment in which the company operates. For quantitative analysis, historical data of the financial results of the club were analyzed. The financial method used for calculating the club is the Discounted Cash Flow. By this method, the fair value of a company is equal to the wealth generated in its core business, discounted by a discount rate – *Weighted Average Cost of Capital*. The fair value of the Clube de Regatas do Flamengo is 177 million.

Keywords: Soccer. Flamengo. Valuation companies. Discounted Cash Flow .

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Força da marca Clube de Regatas do Flamengo.....	18
Gráfico 2 – Receitas do Clube de Regatas do Flamengo.....	19

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Receita com direitos de transmissão por clubes.....	17
Tabela 2 – Os clubes de futebol mais valiosos do Brasil (em R\$).....	23
Tabela 3 – Variáveis utilizadas para projeção de crescimento em 2016.....	28
Tabela 4 – Receita bruta de futebol do Clube de Regatas do Flamengo (em R\$).....	30
Tabela 5 – Receita bruta de futebol do Clube de Regatas do Flamengo (em R\$).....	30
Tabela 6 – Fluxo de Caixa Livre 2015 (em R\$).....	31

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CBF	-	Confederação Brasileira de Futebol
EUA	-	Estados Unidos da América
FCL	-	Fluxo de Caixa Live
FDC	-	Fluxo de Caixa Descontado
MP	-	Medida Provisória
N.	-	Número
PPV	-	<i>Pay Per View</i>
WACC	-	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1 DEFINIÇÕES DE FUTEBOL	15
<i>2.1.2 Mercado do futebol.....</i>	<i>15</i>
<i>2.1.3 Clube de Regatas do Flamengo.....</i>	<i>17</i>
2.2 AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS EM EMPRESA	19
<i>2.2.1 Modelo de avaliação de empresas com base em Fluxos de Caixa.....</i>	<i>20</i>
<i>2.2.2 Métodos de avaliação de empresas</i>	<i>20</i>
<i>2.2.3 Fluxo de Caixa Descontado</i>	<i>21</i>
3 METODOLOGIA.....	22
3.1 TIPO DA PESQUISA	22
3.2 MÉTODO DA PESQUISA	22
<i>3.2.1 O universo da pesquisa.....</i>	<i>22</i>
<i>3.2.2 Coleta, análise e tratamento dos dados.....</i>	<i>23</i>
3.2.3.1 Projeção de crescimento do Clube de Regatas do Flamengo em 2016	26
4 ESTUDO DE CASO	29
4.1 PROJEÇÃO DE CRESCIMENTO EM 2016.....	29
4.2 CRESCIMENTO NA PERPETUIDADE.....	29
4.3 RECEITA PROJETADA	29
4.4 PROJEÇÃO DE FLUXO DE CAIXA LIVRE.....	30
4.5 ESTIMATIVA DE CUSTO DE CAPITAL	31
4.6 CÁLCULO DO WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL PELA INTERAÇÃO	33
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	34
REFERÊNCIAS	36

1 INTRODUÇÃO

O futebol é uma modalidade esportiva que mobiliza uma grande quantidade de pessoas em diferentes partes do mundo. O futebol é uma paixão de diferentes classes sociais, com regras simples e adaptações muito simples. No Brasil o futebol é muito mais do que um esporte, comprova-se tamanho patriotismo em épocas de Copa do Mundo, conforme (EFDEPORTES.COM, 2011).

Segundo Somoggi (*apud* CALVOSO, 2013), por ser uma paixão nacional, existem clubes de futebol de diferentes regiões, com histórias particulares e ídolos distintos, o que proporciona à nação uma rica diversidade de clubes de futebol. Por ser um esporte tão amado e defendido, abre espaço aos clubes de futebol para que eles auferam receitas com isto, possibilitando patrocínios, cotas de transmissão de jogos nas emissoras de rádio e televisão, entre outras possibilidades de contribuição do próprio torcedor para a história do clube.

Assim sendo, as principais formas dos clubes de futebol para auferir receitas, são: cotas de televisão, patrocínio, bilheteria, repasse de direitos federativos. Segundo Mará (2015), em 2014 as maiores receitas de clubes de futebol no Brasil em 2014, foram do Clube de Regatas do Flamengo, Sport Clube Corinthians Paulista, São Paulo Futebol Clube, Sociedade Esportiva Palmeiras, respectivamente. Entretanto o clube que mostrou diferencial do ponto de vista de gestão financeira foi o Clube de Regatas do Flamengo, sendo que de acordo com Somoggi (*apud* VENANCIO, 2014), este foi o único clube de futebol no Brasil a reduzir o seu nível de endividamento.

O Brasil é um país que possui um grande potencial de rentabilidade quando o assunto é futebol. Uma das grandes razões é o fato de os clubes de futebol no Brasil exportarem uma grande quantidade de jogadores. Segundo Reis (2015), o volume de transferências de jogadores vinculados a clubes brasileiros para o exterior cresceu 5% em relação a 2014, o país continua sendo o maior mercado exportador do mundo.

Apesar dos clubes de futebol ser altamente rentáveis, auferirem receitas em cifras milionárias anualmente, deve-se destacar os fatores negativos que os influenciam nas questões financeiras. Dentre os fatores que influenciam a evolução financeira dos clubes brasileiros negativamente são: falta de profissionalização das gestões de instituições que utilizam o futebol como meio e fim para obterem lucro, necessitando de uma reflexão para a sua instauração no país. Alguns fatores são marcantes na atual conjuntura do futebol brasileiro: escândalos de corrupção, problemas de gestão, necessidade de adequação de um novo

calendário, formação de atletas na base dos clubes nacionais, criação de liga independente da Confederação Brasileira de Futebol (CBF), e divisão das cotas de televisão.

De acordo com Pires (2009 *apud* SANTOS, 2011), as organizações esportivas, em forma de clubes de futebol, são vistas e usadas como um sistema político e como instrumento para obtenção de interesses pessoais. Em muitos casos, pessoas com estes interesses pessoais acabam permanecendo por longos períodos a frente dos clubes, o que representa um fator de comprometimento do desempenho econômico dos clubes de futebol.

O clube de futebol deve ser visto como uma empresa. Uma empresa possui a finalidade de gerar retornos aos investidores, a partir do estabelecimento de uma taxa de crescimento. De acordo com Kfourri (2012), os clubes de futebol no Brasil possuem gestões viciadas e ultrapassadas. Mocsányi (2005 *apud* SANTOS, 2011) exemplifica que a qualificação de gestores esportivos, com devida formação na área de atuação, contribui para a eficiência do desempenho das funções necessárias para o cargo.

Na atualidade, destaca-se a forma de gerenciamento adotada no Clube de Regatas do Flamengo. Segundo Balassiano (2015), o Clube de Regatas do Flamengo mudou o seu modelo de gestão nos últimos anos, adotando medidas de contenção de gastos e pagamento de dívidas, agindo com profissionalismo e transparência. Conforme o jornal *O Lance* (FURONI, 2015), a gestão atual do Clube de Regatas do Flamengo ganhou o título de melhor gestão de clubes em 2014 e o bicampeonato de clube mais transparente do Brasil, prêmio distribuído pelo Business *FC*.

Tais fatores contribuem para o desempenho do clube de futebol no quesito de força financeira e de gestão, além de colaborar com o prestígio do time. Segundo a empresa de auditoria BDOBrazil (2014), o Clube de Regatas do Flamengo, possui a marca mais valiosa do futebol brasileiro, avaliado em cerca de 347 milhões de reais.

Diante deste contexto, a presente pesquisa tem como objetivo o cálculo do valor do Clube de Regatas do Flamengo, utilizando o Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

Existem poucos estudos que aborde a avaliação de investimentos em clubes de futebol, a pesquisa possui originalidade ao assunto utilizando fontes que tratem de forma geral a avaliação de empresas já que o Clube de Regatas do Flamengo trata-se de uma entidade sem fins lucrativos.

Este trabalho foi organizado em cinco capítulos, quais sejam: o primeiro, composto por introdução; o segundo tem-se a revisão de literatura acerca do futebol e de modelos de avaliação de investimentos em empresas; o terceiro, constituído pela metodologia de pesquisa; o quarto envolve o estudo de caso; e, o quinto, descritas as considerações finais,

com a conclusão e fechamento da pesquisa, bem como sugestão de temas para novas pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Definições de futebol

O futebol, assim como outras modalidades esportivas, é uma atividade de prestação de serviços, intangível, uma partida de futebol é realizada em curto espaço de tempo, gerando sensações e juízos subjetivos aos fãs do esporte. Segundo Amorim Filho (2009 apud KFOURI, 2012), o futebol é um grande negócio, apresentando crescimento contínuo e altos valores de receitas com patrocínio, salários de atletas e rendas de jogos divulgados amplamente nos meios de comunicação.

2.1.2 Mercado do futebol

O futebol é uma modalidade esportiva que sensibiliza grande parte das pessoas em todo o mundo. Essa paixão dos torcedores, trabalhada de forma eficaz pelos departamentos de marketing dos clubes de futebol, potencializa ganhos de receitas (AMORIM FILHO, 2009 apud KFOURI, 2012).

Nos últimos anos aconteceram grandes transformações nas organizações esportivas. Busca-se aprimoramento na parte gerencial dos clubes, Segundo Amorim Filho (2009), espera-se uma modernização na gestão dos clubes de futebol no Brasil, possibilitando avanços relacionados ao entendimento social e econômico que o futebol possui.

Amorim Filho (2009 apud KFOURI, 2012) exemplifica que com diversas oportunidades, as entidades estão procurando formas de auferir ganhos com o futebol, o que rende mais dinheiro aos clubes de futebol. Um exemplo é a seguradora alemã Allianz que dispendeu cerca de 300 milhões de reais para batizar o novo estádio do Palmeiras para os próximos 20 anos.

Todavia, espera-se que haja uma revitalização dos clubes brasileiros, com avanços relacionados à gestão. Os clubes de uma maneira geral ainda possuem muitas dívidas. Segundo Somoggi (apud MARÁ, 2015), mesmo que se resolva a questão fiscal, não se resolverá a gestão. Com a aprovação da Medida Provisória (MP) n. 671/2015, a qual trata do refinanciamento dos clubes de futebol no Brasil, espera-se que os clubes consigam controlar suas finanças. Em contraposição ao futebol brasileiro, o dos Estados Unidos da América (EUA) é um negócio rentável. Segundo Mattos (2014), os empresários brasileiros já controlam três times de futebol nos Estados Unidos da América. O investimento nacional

crece no país norte-americano, enquanto há escassez de recursos financeiros no futebol brasileiro. Conforme Silva (apud MATTOS, 2014), o futebol nos EUA ainda não é um grande negócio e o que leva os brasileiros para lá é o potencial de crescimento, visto que há grande quantidade de interessados pelo esporte e poucos clubes.

Consideramos que o futebol profissional brasileiro não apresenta uma opção com significativo retorno no investimento, a não ser que você esteja disposto a sujar as mãos e não seguir todas as regras do jogo (MATTOS, 2014).

Geralmente os clubes brasileiros são associações sem fins lucrativos, não geram lucros a um investidor, como é o caso das grandes corporações. No entanto, há mecenas que alocam capitais em clubes de futebol, investem em contratações de jogadores, estrutura física, mas o retorno não é garantido.

O principal campeonato de clubes disputado no Brasil é o Brasileirão, sendo divididos em quatro divisões (séries A, B, C e D). A principal divisão do futebol brasileiro é a série A. A fórmula de disputa da competição é por pontos corridos, sendo 20 clubes que realizam jogos de ida e volta (uma partida em casa num dos turnos e outra fora de casa, no outro turno) e o clube que somar mais pontos é o campeão. As três posições seguintes conseguem vaga na Copa Libertadores da América, junto com o campeão, e os quatro últimos na classificação são rebaixados para a segunda divisão, série B.

Na atualidade, a maior fonte de receitas dos clubes brasileiros são os valores auferidos pelo contrato junto a Rede Globo de Televisão pelos direitos de transmissão das partidas dos clubes. Há discussões em relação ao formato de distribuição do dinheiro aos clubes pela televisão; a divisão atual é feita considerando a popularidade dos clubes e o número de adesões dos torcedores dos respectivos clubes ao pacote *Pay Per View* (PPV) da televisão por assinatura. Alguns clubes são reféns dessa divisão, pois necessitam de adiantamentos para suprir necessidades de caixa. No momento atual os clubes brasileiros que obtêm maiores receitas com cotas de televisão são: Clube de Regatas do Flamengo e Sport Club Corinthians Paulista.

Tabela 1 – Receita com direitos de transmissão por clubes. (em R\$ Mil).

Clubes	Ano						Total
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Corinthians	29	55	112,5	153,8	102,5	108,7	561,5
Flamengo	44,3	44,4	94,4	104,6	110,9	119,5	518,1
São Paulo	40,4	52,5	70,7	118,5	78,9	84,7	445,7
Palmeiras	38,2	43,3	46,8	73,6	76,3	80,6	358,8
Atlético Mineiro	27,6	29,7	40,4	87,6	71,3	80,4	337
Santos	28	32,2	59,5	89,3	43,4	61,7	314,1
Vasco	Nd	33,6	65,6	57,2	66,1	72,9	295,4
Cruzeiro	30,2	29,2	55,2	52	60,1	66,3	293
Fluminense	27,5	27,1	29,4	53	57,5	61,3	255,8
Internacional	Nd	Nd	50,6	89,1	54,2	58,3	252,2
Grêmio	27,6	27,4	27,9	52	55,4	59,7	250
Botafogo	24,3	24,8	22,1	46,8	46,2	48,6	212,8

Fonte: Gonçalves (2015b).

2.1.3 Clube de Regatas do Flamengo

Segundo UOL (*apud* ROCHA, 2015), O Clube de Regatas do Flamengo, sediado no Rio de Janeiro, é o time mais popular do Brasil, com torcedores em todos os estados do Brasil. A principal modalidade esportiva é o futebol profissional, com conquistas relevantes em campeonatos os quais disputou durante os 120 anos de história.

De acordo com o estatuto divulgado em sítio oficial o Clube de Regatas do Flamengo é uma associação civil, sem fins lucrativos e de utilidade pública.

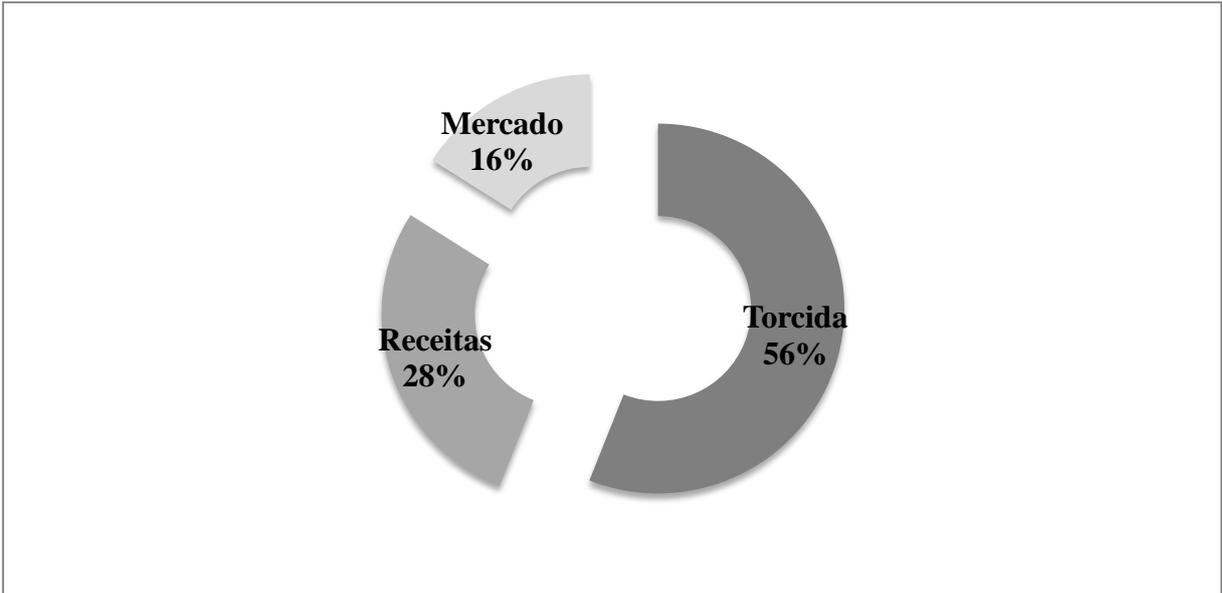


Gráfico 1 – Força da marca Clube de Regatas do Flamengo.

Fonte: BDO Brazil (2014).

O Clube de Regatas do Flamengo é o clube mais popular do futebol brasileiro, segundo Kfoury (2014). Mediante pesquisa realizada pelo LANCE/IBOPE (ESPN.COM, 2014), a entidade é a que possui o maior número de torcedores no Rio de Janeiro. Outra característica relevante do Clube de Regatas do Flamengo é a quantidade de torcedores em todos os estados do Brasil, principalmente no Nordeste, Norte e Centro Oeste. Além da importante força de sua torcida, o clube conseguiu desenvolver as receitas provenientes de sua marca, que se beneficiou do aumento de torcedores em seus jogos nos últimos anos. Conforme balancete divulgado em 30-09-2015, houve aumento das receitas em 5,67%. A distribuição das receitas em 2015 do Clube de Regatas do Flamengo foi dividida em: cotas de televisão, ações de marketing e bilheteria, compensado o baixo rendimento com receitas ligadas a venda de jogadores, conforme consta no relatório trimestral divulgado pelo clube.

Nas últimas décadas a dívida do Clube de Regatas do Flamengo elevou-se substancialmente. Ao assumir o gerenciamento em 2013, Eduardo Bandeira de Melo, atual presidente da instituição, contratou uma empresa de auditoria para a verificação da situação econômica e financeira naquele momento. Ao realizar a consultoria nas contas do Clube de Regatas do Flamengo, a Ernest & Young, verificou que a dívida do clube girava em torno de 800 milhões de reais. Entre as medidas adotadas nos últimos três anos, destacam-se: redução de folha de pagamento, pagamento de impostos junto ao governo, emissão de certidões e amortização da dívida do clube. Segundo Somaggi (2014), a dívida estimada do Clube de Regatas do Flamengo em 2014 era de 697,9 milhões de reais, mediante adoção de medidas de

contenção de gastos. Todavia, há uma diferença relevante na distribuição dos valores de contrato com direitos de televisão, acentuando a partir de 2011, quando ocorreu a eclosão dos clubes ao clube dos 13. Esses negociaram diretamente com a Rede Globo de Televisão contratos individuais, aumentando consideravelmente as receitas.

Na análise do resultado, o Itaú BBA (apud CALDAS, 2015) ressalta que o Flamengo obteve aumento de 20% nas receitas, com destaque para o crescimento com publicidade (50%) e bilheteria (9%), ao mesmo tempo em que conseguiu controlar os custos, que subiram apenas 6% em relação a 2014: "Percebe-se na relação entre folha de pagamento e receitas a forma austera como o Flamengo vem sendo administrado. Mesmo com o salto de receitas, esta relação se manteve inalterada, na casa dos 36%" (ITAÚ BBA apud CALDAS, 2015) (vide Gráfico 2, a seguir).

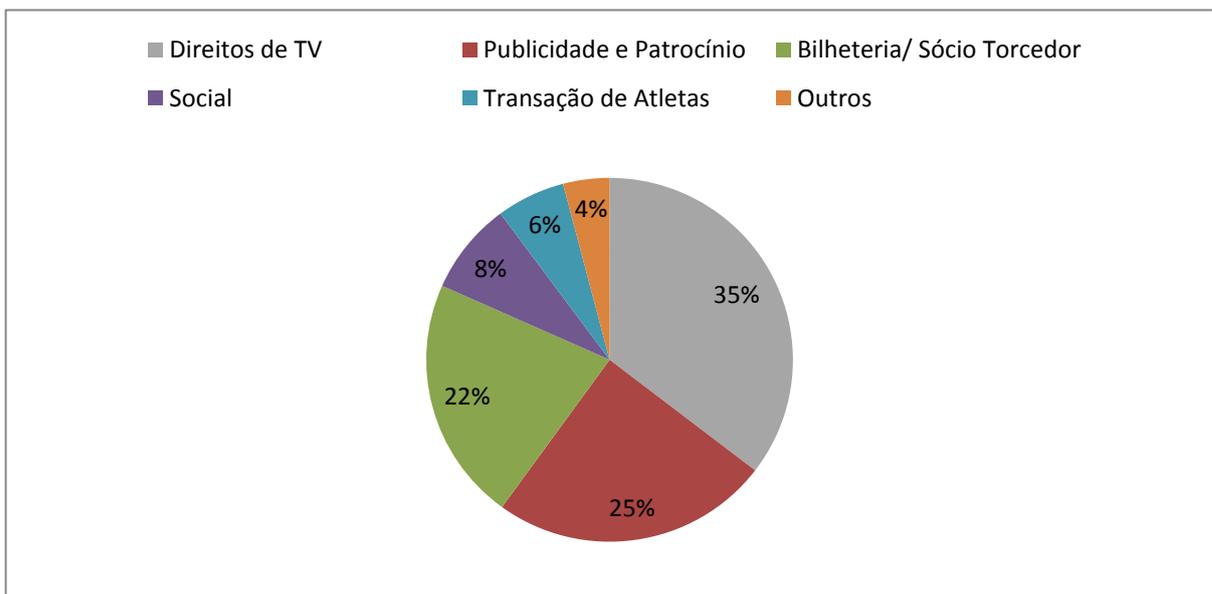


Gráfico 2 – Receitas do Clube de Regatas do Flamengo em percentagem.

Fonte: Do autor.

A seguir serão apresentadas informações sobre avaliação de empresas.

2.2 Avaliação de investimentos em empresa

O valor de uma empresa é o valor presente dos futuros fluxos de caixas gerados pela entidade em sua atividade principal, trazidos a valores presentes. A informação mais crítica na avaliação, especialmente para firmas de alto crescimento, é a taxa de crescimento usada para prever futuras receitas e lucros. Ao estimar uma taxa de crescimento histórica, observa-se a

perspectiva de crescimento de uma entidade, considerando o mercado em que esta está inserida (DAMODARAN, 2002).

Num estudo do relacionamento entre taxas de crescimento passadas e taxas de crescimentos futuras, Little (1960) cunhou a expressão “crescimento desordenado”, porque descobriu poucas evidências de que empresas que cresceram rapidamente em um período continuarão a crescer no período seguinte (DAMODARAN, 2010, p. 287).

Segundo Assaf Neto (2003), o modelo de avaliação de empresas consiste em encontrar o seu valor justo. O autor justifica que o valor justo é considerado em uma transação livre, sem influências e interesses, e as partes têm amplo conhecimento do negócio, agindo de forma independente e interessada na transação. Considerando os riscos inerentes ao mercado de atuação e o valor do dinheiro ao longo do tempo

No processo de examinar a avaliação de uma empresa, também verifica como a alavancagem pode ou não afetar o valor da empresa. Observa-se que com a existência de risco de inadimplência, os impostos, os custos de agência, o aumento da alavancagem pode, às vezes, aumentar o valor da empresa e, muitas vezes, diminuí-lo. Na verdade, discutimos se o conjunto ótimo de financiamentos de uma empresa é aquele que maximiza o seu valor (DAMODARAN, 2002).

Para tanto, faz-se necessário exemplificar o modelo baseado em fluxos de caixa, conforme exposto a seguir.

2.2.1 Modelo de avaliação de empresas com base em Fluxos de Caixa

A partir da estimativa dos fluxos de caixa gerados no futuro é possível a determinação do valor de uma empresa, considerando que esses valores a uma taxa de desconto apropriada ao risco.

Damodaran (2002, p. 2014) exemplifica que “o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa previstos ao longo de uma vida”.

2.2.2 Métodos de avaliação de empresas

Em linhas gerais, segundo Bruni (2013), os métodos empregados para avaliação de empresas podem ser divididos em três grupos:

- 1) Método financeiro: o valor de uma empresa é identificado a partir dos fluxos de caixa

trazidos a valor presente. Neste caso é necessário a aplicação de uma taxa de desconto, esta refere-se ao custo de oportunidade associada à captação de recursos da entidade.

- 2) Avaliação por múltiplos: análise baseada em índices de avaliação, comparando estes aos de outras organizações, que atuem no mesmo mercado.
- 3) Avaliação por opções: consiste em um dos mais novos métodos de avaliação, baseando-se no modelo de Black e Scholes, para contratos financeiros de derivativos, negociados em bolsas de valores.

2.2.3 Fluxo de Caixa Descontado

Dentre os modelos utilizados para avaliação de uma empresa, a pesquisa utilizou-se do Fluxo de Caixa Descontado, nessa abordagem, o valor do ativo é representado, como valor presente de um fluxo de caixa futuro esperado. Segundo Bruni (2013, p. 347): “O método do Fluxo de Caixa Descontado é uma das mais usuais formas de valoração de empresas. Emprega-se o desconto dos fluxos de caixa a valor presente, em operação típica do método do valor presente líquido (VPL)”.

Segundo Damodaran (2010), na avaliação por fluxo de caixa descontado, procura-se estimar o valor intrínseco de um ativo com base em seus fundamentos (DAMODARAN, 2010, p. 12).

3 METODOLOGIA

3.1 Tipo da pesquisa

Esta pesquisa se caracteriza como um estudo de caso, com abordagem qualitativa e quantitativa de caráter descritivo-exploratória. A análise foi realizada a partir de pesquisas documentais e bibliográficas em páginas na internet, artigos especializados e jornais, além dos demonstrativos contábeis e resultados divulgados pelo Clube de Regatas do Flamengo.

No estudo de caso foi aplicado um método financeiro com o objetivo de mensurar o valor de mercado de um clube de futebol. No desenvolver da pesquisa, percebeu-se a carência de pesquisas relacionadas ao tema.

3.2 O método de Pesquisa

Segundo Gil (2010), os estudos de caso requerem a utilização de múltiplas técnicas de coleta de dados, sendo importante para garantir a profundidade necessária ao estudo e a inserção do caso ao seu contexto, bem como para conferir credibilidade aos resultados. De acordo com Yin (2005 *apud* GIL, 2010), os estudos de caso podem ser causais/ exploratórios ou descritivos. A pesquisa possui caráter descritivo, essa abordagem possibilita ao investigador, a descrição de fenômenos atuais dentro de um contexto real.

3.2.1 O universo da pesquisa

O objeto da pesquisa é o Clube de Regatas do Flamengo. Devido ao modelo de transparência adotado pelo clube em relação à divulgação dos resultados financeiros, foi possível a realização da pesquisa. Há empresas como a Deloitte e a BDO que fazem análises dos valores das marcas de clubes de futebol, no entanto não há quase nenhuma abordagem no meio acadêmico sobre este tema. Então o interesse nesse tema surge em meio ao crescimento dos clubes de futebol e a quantidade de dinheiro gerado nessa atividade.

Segundo o estatuto social do Clube de Regatas do Flamengo, a entidade é uma agremiação poliesportiva juridicamente definida como uma associação sem fins lucrativos. Apesar de possuir diversas modalidades de esportes, o Clube de Regatas do Flamengo possui notória repercussão por conta do futebol profissional e valor da marca. Segundo estudo realizado pela empresa de auditoria BDO (2014), o Clube de Regatas do Flamengo

ultrapassou o Sport Clube Corinthians Paulista e tornou-se a marca mais valiosa do futebol brasileiro, devido à postura adotada pela diretoria do clube em relação ao desempenho econômico e financeiro do Clube de Regatas do Flamengo (Tabela 2).

Tabela 2 – Os clubes de futebol mais valiosos do Brasil (em R\$ Mil).

Clube	Receita Total
Flamengo (RJ)	R\$ 347.027
Corinthians (SP)	R\$ 294.440
São Paulo (SP)	R\$ 253.381
Palmeiras (SP)	R\$ 244.109
Cruzeiro (MG)	R\$ 223.162
Grêmio (RS)	R\$ 212.124
Internacional (RS)	R\$ 205.086
Atlético (MG)	R\$ 178.943
Santos (SP)	R\$ 169.938
Botafogo (RJ)	R\$ 163.445

Fonte: BDOBrazil (2014).

3.2.2 Coleta, análise e tratamento dos dados.

O estudo de caso foi conduzido através de coleta de dados, por análise de documentos. Conforme Gil (2010), a consulta de fontes documentais é imprescindível em qualquer estudo de caso. a análise baseou-se nos demonstrativos e relatórios financeiros divulgados pelo Clube de Regatas do Flamengo em seu sítio oficial (2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015). Dados divulgados por empresas especializadas em estudos sobre avaliação de valor de clubes de futebol e relatórios elaborados pela empresa de auditoria e consultoria Ernest Young. Ao assumir a gerencia do Clube de Regatas do Flamengo em 2013, a diretoria contratou essa empresa para verificar a realidade econômica e financeira da entidade sem fins lucrativos.

A presente pesquisa propõe-se a apresentar uma metodologia de análises de dados quantitativos, geralmente denominada de análise de conteúdo, com o objetivo de avaliar os dados coletados. Essa foi realizada por meio de uma pesquisa documental, análises de obras de autores consagrados, blogs respeitados sobre avaliação de investimentos e a obtenção de informações na mídia nacional sobre a entidade Clube de Regatas do Flamengo. As informações coletadas em mídia nacional foram retiradas de jornais e revistas eletrônicas

disponibilizadas na internet. Com a finalidade de comparar os resultados obtidos com os da BDO BRAZIL, empresa especializada em estudos sobre avaliação de marcas de clubes de futebol, foi utilizada o método de Fluxo de Caixa Descontado, esse é o método é o mais usual neste tipo de pesquisa.

A aplicação do método foi realizada em etapas, a primeira etapa foi a projeção dos fluxos de caixa livres do clube, a partir dos resultados operacionais, a escala temporal utilizada foi de 2008 a 2015 (Quadro 1). Consequinte, projetou-se uma taxa de crescimento para as receitas do Clube de Regatas do Flamengo em 2016, considerando que a partir de 2017 o crescimento do clube se torna constante, a taxa estimada foi elaborada com base em 3 variáveis relevantes a obtenção de receitas ao clube.

Quadro 1 – Fluxo de Caixa Livre 2015.

Descrição
Resultado Operacional das Depreciações Financeiras e Contingências
Reversão de Provisão para Contingências
(-) Contingências
(-) Receita Financeira e Outras
Resultado Operacional
(-) Despesa Financeira
Resultado não operacional
Superávit/Déficit
(-) Despesa de Depreciação/Amortização
(-) Provisão para Contingências
Lucro Antes da Despesa Financeira
Despesa de Depreciação
FC Livre

Fonte: Do autor.

A segunda etapa consistiu em calcular a estimativa de custo de capital da entidade. Os passos seguintes envolvem o cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital e o desconto a valor presente de todos os fluxos. O custo de capital resulta da média ponderada de diferentes fontes de recursos, calculados após a tributação, dividido em custo de capital próprio e capital de terceiro. Para o cálculo dos custos de capitais de terceiros foi considerado o custo da dívida da entidade em relação a taxa de captação recorridas no mercado. Para os capitais próprios foi considerado um prêmio pelo tempo, expresso em taxa livre de risco, mais o prêmio pelo risco,

apresentados em relação a um beta, adotando como referência para o valor do beta dados fornecidos por Damodaran (2010).

Após obtenção dos valores de custo das fontes individuais, houve a necessidade de ponderá-los pelos volumes de financiamentos. A ponderação dos custos pelos volumes resultou no custo médio ponderado de capital. O resultado do custo médio ponderado de capital originou-se da média ponderada dos custos individuais de capitais de terceiros e próprios, dividindo pelo total de financiamento da empresa.

Considerando o custo da dívida ao mercado e utilizando da iteração, calculou-se o valor do Clube de Regatas do Flamengo. Segundo Damodaran (2010), a expressão do valor de uma entidade, apurado pelo fluxo de caixa descontado é a seguinte:

$$Valor = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{FC_j}{(1+i_j)^j} \quad (1)$$

Onde:

FC = Fluxo de Caixa projetado da entidade, do momento j; e

i = taxa de desconto no momento j.

Em razão da dificuldade de fazer estimativas do fluxo de caixa e da taxa de desconto é comum fazer as seguintes suposições

$$FC_1 = FC_2 = FC_3 = \dots = FC_{\infty}$$

$$i_1 = i_2 = i_3 \dots = i_{\infty}$$

Com isto a expressão pode ser reescrever a equação (1) como sendo

$$Valor = \frac{FC}{i}$$

que corresponde a expressão de valor de fluxo de caixa em perpetuidade.

A expressão (1) também pode ser apresentada da seguinte forma:

$$Valor = \sum_{j=1}^k \frac{FC_j}{(1+i_j)^j} + \left(\frac{FC_{k+1}}{i_{k+1}} \times \sum_{j=1}^k \frac{1}{(1+i_j)^j} \right) \quad (2)$$

Sendo que a expressão (2) é obtida através da fórmula (1), sendo conhecida como “dois estágios” por envolver a estimativa do fluxo de caixa até um determinado momento k e

deste até o infinito. Esta expressão é comumente utilizada pela facilidade do seu cálculo. Quando menor o valor de k da expressão (2) mais fácil será as operações envolvidas no cálculo do valor da entidade. Uma forma de cálculo do valor em continuidade (a segunda parte da expressão (2)) é dividir o fluxo de caixa pela taxa de juros menos uma taxa de crescimento deste fluxo em perpetuidade.

Assim a partir das expressões apresentadas anteriormente, faz-se necessário fazer estimativas para as seguintes variáveis (1) fluxo de caixa da entidade; (2) taxa de desconto do fluxo; (3) taxa de crescimento em perpetuidade. O modelo de cálculo assumiu dois estágios, sendo o primeiro entre os anos 2015 e 2016.

Assim a expressão (2) pode ser reescrita da seguinte forma:

$$Valor = \sum_{j=1}^k \frac{FC_j}{(1+i_j)^n} + \frac{FC_{k+1}}{\frac{i_k - g}{(1+i_j)^j}} \quad (3)$$

Onde:

n = período de fluxo de caixa durante crescimento acelerado;

j = término do período de crescimento acelerado; e

g = taxa de crescimento estável, após o período de crescimento acelerado.

O primeiro termo representa o valor presente dos fluxos de caixa no período explícito na projeção. O segundo termo o valor explícito em perpetuidade. Neste caso, espera-se que a empresa cresça a uma taxa constante, sendo FC_{k+1} o nível normatizado dos fluxos de caixa no primeiro ano após o período explícito de projeção.

3.2.3.1 Projeção de crescimento do Clube de Regatas do Flamengo em 2016

Para determinação de uma taxa estimada de crescimento das receitas para o ano de 2016, foi utilizado o cálculo da variação dos resultados das macro receitas: cotas de televisão e *Broadcasting*, Programa Sócio Torcedor e *Matchday* e *Commercial*, encontradas nos demonstrativos contábeis de 2014 e no orçamento projetado de 2015 do Clube de Regatas do Flamengo. A estimativa de crescimento encontrada para o ano de 2016 foi de 14,12 %. A partir de 2017, o clube alcança uma taxa de crescimento estável, conforme expressão (3).

a) Cotas de Televisão e *Broadcasting*

De acordo com Gonçalves (2015a), direitos de transmissão e broadcasting, são receitas auferidas pelos clubes de futebol nas transmissões dos jogos de emissoras de televisão. Elas incluem também a internet e a telefonia e mais a televisão paga por assinatura de campeonatos, *Pay Per View* (PPV) e as transmissões internacionais. Segundo Rangel (*apud* SANTOS, 2014), o futuro das receitas de *broadcasting* do Clube de Regatas do Flamengo, tende a se afastar da transmissão da televisão (seja aberta ou cabo) e migrar para os serviços de PPV e *Streaming* (venda de serviços: *Play*, *Itunes*, *Google Play* e outras plataformas digitais), com potencial maior que da transmissão de televisão atual.

b) Programa Sócio Torcedor e *Matchday*

De acordo com Gonçalves (2012), *Matchday* compreende as receitas com bilheteria, inclusive carnês de temporada e programas do tipo Sócio Torcedor. Segundo Avancini (2003 *apud* GONÇALVES, 2015a), a partir da necessidade do aumento de outras fontes de receitas os clubes começaram a trabalhar o lado emocional do torcedor, destacando a importância em se associar ao clube. Foram realizadas campanhas em programas esportivos, trabalhos de boca a boca, fidelização da carteira de forma intensa e premiação aos sócios com vantagens e benefícios que o torcedor comum não tem acesso. O programa Sócio Torcedor representa para o clube uma boa fonte de renda todo mês, possibilitando um trabalho de longo prazo.

c) *Commercial*

Segundo Gonçalves (2015a), *commercial* compreende todas as receitas originadas pelo marketing e também *licensing*, que são receitas auferidas mediante a venda de produtos com sua marca.

Os valores históricos e previstos encontram-se na Tabela 3.

Tabela 3 – Variáveis utilizadas para projeção de crescimento em 2016.

Descrição	Ano		Variação (2014-2015)
	2014	2015	
Cotas de Televisão e <i>Broadcasting</i>	R\$ 115.076.620,00	R\$ 124.495.191,00	7,57%
Programa Sócio Torcedor e <i>Matchday</i>	R\$ 70.457.912,00	RN\$ 86.029.320,00	18,10%
Commercial	R\$ 83.746.695,00	R\$ 100.527.266,00	16,69%
MÉDIA			14,12%

Fonte: Do autor.

4 ESTUDO DE CASO

Assim a partir das expressões apresentadas anteriormente, faz-se necessário fazer estimativas para as seguintes variáveis (1) fluxo de caixa da entidade; (2) taxa de desconto do fluxo; (3) taxa de crescimento em perpetuidade.

4.1 Projeção de crescimento em 2016

Para determinação de uma taxa estimada de crescimento das receitas para o ano de 2016, foi utilizado o cálculo da variação dos resultados das macro receitas: Cotas de Televisão e *Broadcasting*, Programa Sócio Torcedor e *Matchday* e *Commercial*, encontradas nos demonstrativos contábeis de 2014 e no orçamento projetado de 2015 do Clube de Regatas do Flamengo. A estimativa de crescimento estimada para o ano de 2016 foi de 14,12 %. A partir de 2017, o clube alcança uma taxa de crescimento estável de 5,24%. Este valor foi considerado a partir da razão entre o Fluxo de Caixa Livre de 2016 por a taxa de desconto dividido pela taxa de crescimento projetada para 2016.

4.2 Crescimento na perpetuidade

Após o ano de 2017, foi estimada uma perpetuidade conforme a expressão (3), com crescimento constante, conforme as características do segmento de esportes. Dentre as causas para esse crescimento constante pode-se citar: interesse da população por outros esportes, crescimento de outras modalidades esportivas, consolidação da empresa ou clube de futebol no mercado, baixo crescimento do país, medidas contrárias as atuais adotadas por futuras gestões do Clube de Regatas do Flamengo, concorrência de clubes de outros países.

4.3 Receita projetada

Com a estimativa de crescimento de 14,12% para o valor da receita bruta de futebol do Clube de Regatas do Flamengo para o ano de 2016 é projetado em R\$416 milhões, conforme Tabela 4, a seguir.

Tabela 4 – Receita bruta de futebol do Clube de Regatas do Flamengo (em R\$).

Descrição	Orçamento – 2015	Receitas Projetadas – 2016
Receita de Futebol	R\$ 364.999.783,00	R\$ 416.537.752,36
Patrocínio e Publicidade	R\$ 92.700.599,00	R\$ 105.789.923,58
Patrocínio Incentivado	R\$ 29.222.084,00	R\$ 33.348.242,26
Cotas de Televisão	R\$ 124.495.191,00	R\$ 142.073.911,97
Social e Amador	R\$ 14.725.923,00	R\$ 16.805.223,33
Bilheteria/Estádio	R\$ 49.050.120,00	R\$ 55.975.996,94
Transferência de Jogador	R\$ 10.000.000,00	R\$ 11.412.000,00
Programa Nação Rubro Negra	R\$ 36.979.200,00	R\$ 42.200.663,04
Outras Receitas	R\$ 7.826.667,00	R\$ 8.931.792,38

Fonte: Do autor.

4.4 Projeção de Fluxo de Caixa Livre

A Tabela 5, a seguir, apresenta a série histórica do Fluxo de Caixa Livre (FCL) da entidade, de 2008 a 2015. Em razão da quebra estrutural ocorrida em 2013, optou-se por utilizar somente a última observação, ou seja, o dado de 2015 do orçamento da entidade, para fazer estimativa para 2016.

Tabela 5 – Receita bruta de futebol do Clube de Regatas do Flamengo (em R\$).

Ano	Fluxos Projetados até o Horizonte de Projeção
2008	R\$ 22.084.599,00
2009	-R\$9.449.124,00
2010	R\$ 6.619.463,00
2011	-R\$ 18.409.995,00
2012	-R\$ 80.059.013,00
2013	-R\$ 28.023.320,00
2014	R\$ 60.287.053,00
2015	R\$ 96.911.143,00
2016	R\$ 110.594.996,39

Fonte: Do autor.

O valor de 2015 foi obtido conforme a Tabela 6, expressa a seguir.

Tabela 6 – Fluxo de Caixa Livre 2015 (em R\$).

Descrição	Ano 2015
Resultado Operacional	R\$ 147.168.754,00
(-) Despesa Financeira	-R\$ 42.000.000,00
Resultado Não Operacional	R\$
Superávit/Déficit	-R\$ 105.168.754,00
(-) Despesa de Depreciação/Amortização	-R\$ 13.775.509,00
(-) Provisão para Contingências	-R\$
Lucro Antes da Despesa Financeira	R\$ 91.393.245,00
Despesa de Depreciação	R\$ 5.517.898,00
Fluxo de Caixa Livre	R\$ 96.911.143,00

Fonte: Do autor.

Considerando:

$$\text{FCL 2016} = \text{FCL2015} \times (1+g) = \text{R\$}110.594.996,36 \text{ milhões}$$

$$\text{FCL 2017} = \text{FCL2016} \times (1+g)^2 = \text{R\$}114.032.004,48 \text{ milhões}$$

$$\text{FCL em } \alpha = \text{R\$}114.032.004,48 \text{ milhões}$$

4.5 Estimativa de custo de capital

Utilizou-se o *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) como taxa de desconto do fluxo, conforme constante das equações (1) a (3). A expressão do WACC é dada na expressão (4).

$$i = p_d \times K_d + p_e \times K_e \quad (4)$$

Onde:

pd = peso da dívida;

Kd = custo da dívida;

pe = peso do capital próprio; e

Ke = custo do capital próprio.

O cálculo do custo de capital próprio foi considerado da seguinte forma:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \text{Beta} + \text{Risco Brasil} \quad (5)$$

Onde:

R_f = Taxa livre de risco;

β = Beta da empresa;

R_m = retorno esperado sobre o índice de mercado,

$(R_m - R_f)$ = prêmio para ações e Risco Brasil = adaptação do CAPM aos países emergentes.

a) Custo de capital próprio

Para o Clube de Regatas do Flamengo, a taxa livre de risco a ser utilizada é de 2,61% ao ano ao considerar os juros pagos sobre os papéis emitidos pelo Tesouro do Governo dos Estados Unidos. O Beta foi estimado, segundo Damodaran (2010), ao considerar a média dos Betas dos clubes internacionais: Juventus = 0,483, Ajax = 0,482, Arsenal Holdings = 0,572 e Borussia Dortmund = 0,915, com média de 0,613. O risco Brasil adotado foi a Selic = 3,76. Considerando o prêmio de risco do mercado a partir dos valores de ações divulgados pela bolsa de valores dos Estados Unidos NASDAQ = 0,542 em torno de 6%.

$$K_e = 2,61\% + (6\% - 2,61\%) \times 0,613 + 3,76$$

$$k_e = 8,44\%$$

b) Custo de capital de terceiro

No caso do Clube de Regatas do Flamengo, segundo Seda (2015), a taxa de captação a qual o clube recorreu ao mercado é uma taxa efetiva de 1,82% a.m. Os empréstimos foram solicitados para que não houvesse necessidade de caixa até o final de 2015, usando o contrato de com a Adidas como garantia. Uma taxa de 1,82 % a.m. de custo da dívida corresponde a uma taxa anual de 24,16% ou $[(1,0182)^{12}] - 1$. Este valor é o do custo da dívida anual. Os clubes pagam impostos mediante alíquota de 5 % sobre qualquer ganho, segundo a Lei 9.532/1997.

$$\text{Custo da dívida} = 24,16\%$$

$$K_d = (1 - \text{Alíquota de IR}) \times K_d \text{ Bruto}$$

$$K_d = 0,95 \times 24,16\% = 22,95\%$$

4.6 Cálculo do *Weighted Average Cost of Capital* pela iteração

Utilizando a expressão (4) apresentanda anteriormente e considerando o Balancete e resultados divulgados pelo Clube de Regatas do Flamengo em 30-09-2015, utilizou-se: Capital Próprio = 236974 mil, negativo, e Capital Terceiro = 679945:

$$i = 8,44\% * \frac{236974}{\%442971} + 24,16\% * \frac{679945}{\%442971} \cong 41,60\%$$

Segundo Silva (2009), um problema desta opção é que se deve utilizar o valor de mercado como critério para ponderação do custo de capital. E aqui temos um problema, pois deseja o WACC justamente para determinar o valor de mercado. Em geral, os laudos de avaliação utilizam o valor contábil do patrimônio líquido e do capital de terceiros para fazer a ponderação do WACC. Uma forma de resolver este problema é utilizar a iteração. Inicialmente usados o valor contábil para determinar o valor do WACC. Com este WACC contábil, calcula-se o valor da empresa. Este valor irá possibilitar a determinação de um novo WACC, que por sua vez permite calcular um novo valor. O processo segue diversas vezes, mas em geral os valores encontrados tendem a se aproximar.

$$Valor = R\$30.108.280,58$$

Como o valor de capital de terceiros é de R\$679.945,00, temos agora o valor estimado de patrimônio líquido, usando o WACC contábil de R\$29.428.335,60. Com estes valores podemos calcular um novo WACC:

$$i = 8,44\% * \frac{679945}{\%30108280,60} + 24,16\% * \frac{29428335,60}{\%30108280,60} \cong 23,80\%$$

Observa-se que inicialmente o WACC era de 41,60%, mas encontrou-se um WACC agora de 23,80%, a diferença é muito grande, mas usando um novo custo de capital temos:

$$Valor = R\$176.876.683,04$$

O valor da entidade é de R\$177 milhões.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Depois das devidas análises e avaliação, o presente estudo permitiu alcançar o objetivo geral traçado. Em resumo, esta pesquisa procurou estimar o valor justo de uma equipe de futebol: Clube de Regatas do Flamengo, através dos demonstrativos contábeis e resultados financeiros divulgados pela entidade em sítio eletrônico. Percebeu-se através da análise do balancete trimestral, divulgado pelo clube em 30-09-2015, um percentual de crescimento das receitas de 5,67% em relação ao mesmo período no ano anterior, influenciado principalmente pelos ganhos auferidos com cotas de televisão.

Projetou-se o crescimento das receitas em 14,12% para 2016, a partir da média de três macros receitas do Clube de Regatas do Flamengo: cotas de televisão e *broadcasting*, programa sócio torcedor e comercial. Para o alcance do objetivo desta pesquisa, foi necessário um estudo sobre o ambiente no qual o objeto da pesquisa está inserido.

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) foi utilizado como ferramenta para o cálculo do valor do clube. Considerando que este método possui limitações em relação a sua aplicação, visto que este possui um caráter de subjetividade na determinação das variáveis e cenários econômicos que podem influenciar no resultado do valor da empresa. A aplicação do método realizou-se por etapas no estudo de caso, tendo sido necessário a realização das estimativas para o fluxo de caixa da entidade, taxa de desconto do fluxo e taxa de perpetuidade. Percebe-se com a projeção dos fluxos que o clube vem conseguindo obter saldos operacionais positivos, ou seja, a entidade consegue gerar recursos suficientes para arcar com os compromissos assumidos com os financiadores. Para a taxa de perpetuidade, considera-se que a partir de 2017 o clube irá atingir um crescimento constante de 5,24%.

Para a determinação do custo de capital, utilizou-se o WACC como taxa de desconto do fluxo. Adotou-se a variação dos retornos do tesouro dos Estados Unidos como referência para a taxa livre de risco. Para o prêmio pelo risco considerou a variação da bolsa de valores no mercado americano. Adotou-se o nível de risco sistemático com base em Damodaran (2010), a partir de média aritmética dos coeficientes betas de quatro clubes de futebol do exterior. No entanto, devido ao grau de incerteza no ambiente econômico brasileiro, fez-se necessário adotar um prêmio risco Brasil e esta pesquisa adotou a taxa Selic como referência.

Baseando no WACC contábil, foi necessário está-lo a valor de mercado, utilizando do método da iteração para o cálculo do valor do clube de futebol. Encontrou-se um valor justo do clube de 177 milhões de reais.

Comparando o valor justo encontrado com o divulgado pela BDO BRAZIL, percebe-se uma grande diferença. No entanto, pela subjetividade das escolhas das variáveis para o cálculo do método Fluxo de Caixa Descontado, exemplifica esta diferença. Outro ponto relevante na análise é o alto valor encontrado para o custo de capital de próprio.

Desta forma, o cenário do Clube de Regatas do Flamengo é otimista para os próximos anos, sustentado pelos seguintes elementos: maior torcida do Brasil, maior valor auferido com cotas de televisão, refinanciamento das dívidas, aumento na arrecadação com bilheterias e programa sócio torcedor, redução do endividamento.

Como sugestão de agenda de pesquisa, sugere-se a avaliação de outros clubes de futebol, e de maneira análoga, realizar a avaliação para clubes de futebol dos Estados Unidos, por ser um mercado de futebol ainda em expansão.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BALASSIANO, Flavio. A vitória do novo modelo de gestão do Flamengo. In: **Blog Bala na Cesta**, 25 de março de 2014. Disponível em: <<http://balanacesta.blogosfera.uol.com.br/2014/03/25/a-vitoria-do-novo-modelo-de-gestao-do-flamengo/>>. Acesso em: 21 out. 2015.

BDO Brazil. 2014. Disponível em: <<http://www.bdobrazil.com.br/pt/publicacoes.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

BRUNI, Adriano Leal. **Avaliação de investimentos**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013. Série Finanças na Prática.

CALDAS, Allan. Estudo aponta o Flamengo como o clube com maior lucro do país em 2015. In: **O Globo**, Esportes, 28 de agosto de 2015. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/esportes/estudo-aponta-flamengo-como-clube-com-maior-lucro-do-pais-em-2015-17310753>>. Acesso em: 21 out. 2015.

DAMODARAN, Aswath. **A face oculta da avaliação**: avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia. São Paulo: Makron Books, 2002.

_____. **Avaliação de investimento**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 2. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

Gil, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GONÇALVES, Emerson. 30 maiores clubes de futebol do mundo por faturamento e suas dívidas. In: **Globoesporte.com**, Olhar Crônico Esportivo, 10 de julho de 2012. Disponível em: <<http://globoesporte.globo.com/platb/olharcronicoesportivo/2012/07/10/30-maiores-clubes-de-futebol-do-mundo-por-faturamento-e-suas-dividas/>>. Acesso em: 21 out. 2015.

_____. Estudo da BDO Brasil aponta Flamengo como a marca de clube mais valiosa no Brasil. In: **Globoesporte.com**, Olhar Crônico Esportivo, 13 de junho de 2015a. Disponível em: <<http://globoesporte.globo.com/blogs/especial-blog/olhar-cronico-esportivo/post/estudo-da-bdo-brasil-aponta-flamengo-como-marca-de-clube-mais-valiosa-no-brasil.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

_____. Evolução das receitas dos direitos de transmissão e como ela é composta no Flamengo. In: **Globoesporte.com**, Olhar Crônico Esportivo, 07 de maio de 2015b. Disponível em: <<http://globoesporte.globo.com/blogs/especial-blog/olhar-cronico-esportivo/post/evolucao-das-receitas-dos-direitos-de-transmissao.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

FURONI, Evandro. Antes sinônimo de bagunça, Flamengo vira exemplo de gestão. In: **Terra**, Flamengo, 12 de maio de 2015. Disponível em: <<http://esportes.terra.com.br/flamengo/antes-sinonimo-de-bagunca-flamengo-vira-exemplo-de-gestao%2c3da0e64b65d90f102f8f94376fcb0e28zqndRCRD.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

KFOURI, Juca. A gestão de clubes de futebol – Regulação, modernização e desafios para o esporte no Brasil. In: **Blog do Juca Kfour**, 21 de julho de 2012. Disponível em: <<http://blogdojuca.uol.com.br/2012/07/a-gestao-de-clubes-de-futebol-regulacao-modernizacao-e-desafios-para-o-esporte-no-brasil/>>. Acesso em: 21 out. 2015.

_____. A torcida do Flamengo e as classes sociais. In: **Blog do Juca Kfour**, 10 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://blogdojuca.uol.com.br/2014/02/a-torcida-do-flamengo-e-as-classes-sociais/>>. Acesso em: 21 out. 2015.

MARÁ, Marcio. Fla lidera ranking de receitas e é único dos grandes a reduzir dívida; veja lista. In: **G1**, Futebol, 03 de maio de 2015. Disponível em: <<http://globoesporte.globo.com/futebol/noticia/2015/05/fla-lidera-ranking-de-receitas-e-e-unico-dos-grandes-reduzir-divida-veja-lista.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

MATTOS, Rodrigo. Por que brasileiros preferem investir no futebol dos EUA do que no Brasil? In: **Blog do Rodrigo Mattos**, 19 de dezembro de 2014. Disponível em: <<http://rodrigomattos.blogosfera.uol.com.br/2014/12/19/por-que-brasileiros-preferem-investir-no-futebol-dos-eua-do-que-no-brasil/?mobile>>. Acesso em: 21 out. 2015.

O USO do WACC. In: Avaliação de Empresas – *Blog* que trata de avaliação de empresas, **Blog**, 11 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://avaliacaodeempresas.blogspot.com.br/2009/12/o-uso-do-wacc.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

PESQUISA Lance!-Ibope: torcida do São Paulo diminui, e a do Fla segue a maior. In: **ESPN.com**, 27 de agosto de 2014. Disponível em: <http://espn.uol.com.br/noticia/435567_pesquisa-lance-ibope-torcida-do-sao-paulo-diminui-e-a-do-fla-segue-a-maior>. Acesso em: 21 out. 2015.

REIS, Rafael. Brasil aumenta venda de jogadores de futebol e é o país que mais exporta. In: **Folha de São Paulo**, Esporte, 28 de janeiro de 2015. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/esporte/2015/01/1581742-brasil-amplia-exportacoes-de-jogadores-e-lidera-mercado-em-2014.shtml>>. Acesso em: 21 out. 2015.

SANTOS, Anderson. A Globo e o futuro do futebol brasileiro. **Revista Rever**, 06 de agosto de 2014. Disponível em: <<http://revistarever.com/2014/08/06/a-globo-e-o-futuro-do-futebol-brasileiro/>>. Acesso em: 21 out. 2015.

SANTOS, Thiago Seixas dos. Gestão dos clubes de futebol no Brasil: críticas e reflexões. **EFDeportes.com – Revista Digital**, Buenos Aires, a. 16, n. 159, ago. 2011. Disponível em: <<http://www.efdeportes.com/efd159/gestao-dos-clubes-de-futebol-no-brasil.htm>>. Acesso em: 21 out. 2015.

SEDA, Vicente. Fla aprova R\$ 18,2 mi em empréstimos e pagará quase tudo após fim de mandato. In: **G1**, Bastidores FC, 14 de maio de 2015. Disponível em: <<http://globoesporte.globo.com/blogs/especial-blog/bastidores-fc/post/fla-aprova-r-182-mi-em-emprestimos-e-pagara-quase-tudo-apos-fim-de-mandato.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

VENANCIO, Pedro. Flamengo reduz dívidas, mas segue na liderança entre os clubes brasileiros. In: **GloboEsporte.com**, 06 de maio de 2014. Disponível em: <<http://globoesporte.globo.com/futebol/noticia/2014/05/flamengo-reduz-dividas-mas-segue-na-lideranca-entre-os-clubes-brasileiros.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

Bibliografia consultada:

AVALIAÇÃO de Empresas no Brasil: Análise da premissa Risco Brasil. In: **10º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade – Desafios e Tendências da Normatização Contábil**, São Paulo, 25 e 26 de julho de 2013. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos132013/379.pdf>>. Acesso em: 21 out. 2015.

CLUBES beneficiados deverão aderir a programa de modernização. In: **Câmara dos Deputados**, Esportes, 07 de julho de 2015. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/camaranoticias/noticias/ESPORTES/491870-CLUBES-BENEFICIADOS-DEVERAO-ADERIR-A-PROGRAMA-DE-MODERNIZACAO.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: valuation**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

ESTUDO de banco: Fla terá maior lucro de 2015; Corinthians, o maior prejuízo. In: **ESPN.com**, 09 de fevereiro de 2015. Disponível em: <http://espn.uol.com.br/noticia/482956_estudo-de-banco-fla-tera-maior-lucro-de-2015-corinthians-o-maior-prejuizo>. Acesso em: 21 out. 2015.

ESTUDO sobre finanças dos clubes brasileiros aponta situação de risco. In: **GloboEsporte.com**, Futebol, 02 de outubro de 2014. Disponível em: <<http://globoesporte.globo.com/futebol/noticia/2014/10/estudo-sobre-financas-dos-clubes-brasileiros-aponta-situacao-de-risco.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

FERNANDES, Luciane Alves. **Proposição de um modelo de avaliação de empresas do setor de alimentos no Brasil**. 2008. Tese (Doutorado em Agronegócios) – Programa de Pós-Graduação em Agronegócios, Centro de Pesquisas em Agronegócios, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

FERNANDEZ, Martín. Calendário de 2016 da CBF mantém Séries A e B por pontos corridos. In: **GloboEsporte.com**, Bastidores FC, 25 de agosto de 2015. Disponível em: <<http://globoesporte.globo.com/blogs/especial-blog/bastidores-fc/post/calendario-de-2016-da-cbf-mantem-series-e-b-por-pontos-corridos.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

GASPARETTO, Thadeu Miranda. O futebol como negócio: uma comparação financeira com outros segmentos. **Rev. Bras. Ciênc. Esporte**, Porto Alegre, v. 35, n. 4, p. 825-845, out./dez. 2013. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rbce/v35n4/03.pdf>>. Acesso em: 21 out. 2015.

GONÇALVES, Emerson. Desequilíbrio marca o futebol brasileiro em 2013. In: **Globoesporte.com**, Olhar Crônico Esportivo, 06 de maio de 2014. Disponível em: <<http://globoesporte.globo.com/blogs/especial-blog/olhar-cronico-esportivo/post/desequilibrio-marca-o-futebol-brasileiro-em-2013.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

KFOURI, Juca. Pesquisa “Lance!/Ibope”: Fla na frente, Corinthians diminui distância. In: **Blog do Juca Kfour**, 20 de abril de 2015. Disponível em: <<http://blogdojuca.uol.com.br/2015/04/pesquisa-lanceibope-fla-na-frente-corinthians-diminui-distancia/>>. Acesso em: 21 out. 2015.

MARTINS, Rodrigo. “Os clubes só podem gastar o que arrecadam”. In: **Carta Capital**, Sociedade, 19 de maio de 2015. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/blogs/cartas-da-esplanada/2015-exemplo-das-nossas-familias-os-clubes-so-podem-gastar-o-que-arrecadam2015-6647.html>>. Acesso em: 21 out. 2015.

MÜLLER, Aderbal N.; TELÓ, Admir Roque. Modelos de avaliação de empresas. **Rev. FAE**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 97-112, maio/dez. 2003. Disponível em: <http://oscar.renno.nom.br/Projetos/08_AderbalEVA.pdf>. Acesso em: 21 out. 2015.

PADOVANI, Ileana Raymundo; MAZIERO, Jéssica Ariádne; VIEIRA, Lorena Barbosa; MEDEIROS, Maria Cristiana de. **Valuation – Avaliação de empresas**: Marfrig Alimentos S/A – Promissão – SP. 2011. 102f. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Curso de Ciências Contábeis, Centro Universitário Católico Salesiano Auxilium, Lins, SP, 2011.

WASSERMANN, Rogerio. O Brasil é o país do futebol? In: **BBC Brasil**, 12 de junho de 2013. Disponível em: <http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2013/06/130611_brasil_pais_do_futebol_rw>. Acesso em: 21 out. 2015.