



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP

INSTITUTO DE ECONOMIA – IE

DEPARTAMENTO DE TEORIA ECONÔMICA - DTE

**UMA ANÁLISE DA RENTABILIDADE E ENDIVIDAMENTO DOS CLUBES DE
FUTEBOL BRASILEIROS**

MONOGRAFIA

ALUNO: MARCELO MENDONÇA SARTI

ORIENTADOR: PROF. RODRIGO LANNA FRANCO DA SILVEIRA

Campinas, julho de 2016.

MARCELO MENDOÇA SARTI

UMA ANÁLISE DA RENTABILIDADE E ENDIVIDAMENTO DOS CLUBES DE FUTEBOL BRASILEIROS

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Comissão de Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. Rodrigo Lanna Franco da Silveira.

Campinas
2015

AGRADECIMENTOS

Talvez por influência de casa, ou mesmo pela curiosidade que a Economia sempre despertou em mim: confesso que tenho dificuldades em precisar exatamente o que me levou a escolher o curso de Ciências Econômicas para me guiar à vida profissional. Frustrações ao longo do caminho, em minha opinião, sempre existirão. No entanto, não tenho a menor dúvida de que foi uma decisão acertada.

Primeiramente, gostaria de agradecer ao Prof. Dr. Rodrigo Lanna Franco da Silveira, por todo carinho, tempo e dedicação dada a mim para realizar este trabalho de conclusão. Gostaria de dizer que foi um prazer começar, ainda em 2012, um projeto de Iniciação Científica que veio a se transformar na minha Monografia.

Ao resto do corpo docente do Instituto de Economia, uma vez que foram pessoas importantíssimas para minha formação. Em especial, gostaria de agradecer ao Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti, com quem também tive oportunidade de realizar outro projeto de Iniciação Científica.

Também gostaria de fazer homenagem aos funcionários do Instituto, tão fundamentais para todos. Em especial, à Regina Voloch e ao Regis Silva.

Obviamente, não poderia de deixar de lembrar meus pais, Fernando e Ana Rosa. Não só preciso agradecê-los por sempre terem me influenciado a valorizar os estudos e a buscar uma universidade de ponta, mas também por todo carinho e amor que sempre recebi a vida inteira. E aqui vale o agradecimento de caráter duplo, afinal ter sido filho do diretor e da coordenadora durante toda minha graduação não foi fácil (tenho certeza de que ter o filho como aluno também não), mas acredito que conseguimos fazer isso da forma mais harmônica possível!

À minha família, em especial aos meus irmãos Eduardo, Guilherme e Vitor e aos meus padrinhos, Arthur e Lígia, obrigado por todo carinho e afeto. Brigas e desentendimentos fazem parte de qualquer relação saudável, amo muito vocês!

Aos meus amigos da Comunitária, Marcelo, Caio, Daniel, João, Clara, Natália... muito obrigado por estarem comigo, desde sempre!

Aos meus amigos da vida, Daniel, Felipe, Lucas, Gabriel, Victor, João... obrigado pelas saídas, pelas viagens, pelas brincadeiras, pelas bebedeiras (que não foram tantas). Estamos juntos sempre!

Aos meus amigos que a Unicamp me deu, Daniel, João, Luis, Cris, Isabela, Ana Luiza, Erika, Fabi... obrigado pela companhia nas festas de Campinas Hall de quinta à noite, pelos Economíadas, pelos treinos de futebol de Campo na FEF, pelos estudos pré-prova na biblioteca, pelas horas conversando na Atlética... Vocês fizeram minha graduação muito mais proveitosa!

E, por que não, ao São Paulo Futebol Clube, maior motivo da minha paixão por futebol: juntar essa paixão tão intensa com os conhecimentos que adquiri durante minha formação como economista foi extremamente profícuo.

UMA ANÁLISE DA RENTABILIDADE E ENDIVIDAMENTO DOS CLUBES DE FUTEBOL BRASILEIROS

Aluno: Marcelo Mendonça Sarti

Orientador: Rodrigo Lanna Franco da Silveira

Resumo

O futebol vem se tornando um mercado extremamente atrativo e dinâmico na economia brasileira. Esse cenário vem ganhando maior destaque com a realização, no Brasil, dos dois maiores eventos esportivos do mundo – Copa do Mundo de Futebol em 2014 e Olimpíadas em 2016. Destaca-se, neste quadro, um significativo aumento dos investimentos no setor, das receitas das entidades esportivas e dos clubes de futebol nacionais, bem como dos endividamentos destes últimos. Neste cenário, o projeto em questão teve o objetivo de analisar a evolução da estrutura de ativos e de capital, bem como a rentabilidade dos clubes participantes do Campeonato Brasileiro de Futebol, entre os anos de 2009 e 2014, a partir do exame de seus demonstrativos contábeis. Adicionalmente, foram avaliados os fatores determinantes da estrutura de capital dos clubes mediante estimações econométricas, com uso de dados em painel. Concluiu-se que os clubes tendem a ter menor necessidade de endividamento quando conseguem maior rentabilidade e possuem maior quantidade de ativos imobilizados. Além disso, mostrou-se que clubes cariocas são inerentemente mais endividados e que o biênio 2013-2014 foi marcado por aumento no endividamento.

Palavras-chave: clubes de futebol, endividamento, rentabilidade.

AN ANALYSIS OF PROFITABILITY AND DEBT OF BRAZILIAN SOCCER CLUBS

Student: Marcelo Mendonça Sarti

Mentor: Rodrigo Lanna Franco da Silveira

Abstract

Soccer has become an extremely attractive and dynamic market in the Brazilian economy. This scenario has gained greater prominence as Brazil has been chosen to host the two largest sporting events in the world – 2014 FIFA World Cup and 2016 Summer Olympics. As consequence, it is important to mention the significant increase in investments in the sector, revenue of national football clubs, as well as their debts. In this scenario, this thesis aims to analyze the evolution of the capital structure of a group of clubs which takes part of the Brazilian Premiere League, between 2009 and 2014. An important goal is to appraise the behavior of the profitability and debt of those clubs. In addition, there will be an attempt to determine the main variables that frame the capital structure from the clubs. It was concluded that clubs tend to have less need of debt when they get higher profitability and permanent assets. Moreover, it was shown that Rio clubs are inherently more indebted and that the biennium 2013-2014 was marked by an increase in debt in general.

Keywords: soccer clubs, debt, profitability

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Índices a serem utilizados para análise da situação financeira, de endividamento e econômica dos clubes.....	26
Tabela 2. Quantidade do endividamento dos clubes entre 2009 e 2014.....	31
Tabela 3. Qualidade do endividamento dos clubes entre 2009 e 2014.....	32
Tabela 4. Média, mediana, máxima, mínima, amplitude e desvio-padrão das receitas dos clubes no período de 2009 a 2014 (em milhares de reais de janeiro de 2009).....	34
Tabela 5. Média, mediana, máxima, mínima, amplitude e desvio-padrão do retorno sobre o ativo (ROA) dos clubes no período de 2009 a 2014.....	38
Tabela 6. Média, mediana, máxima, mínima, amplitude e desvio-padrão da margem líquida dos clubes no período de 2009 a 2014.....	40
Tabela 7. Média, mediana, máxima, mínima, amplitude e desvio-padrão da margem operacional dos clubes no período de 2009 a 2014.....	42
Tabela 8. Resultados da estimação econométrica.....	43

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Estrutura de capital dos clubes (em R\$ milhares) em 2012	29
Gráfico 2. Estrutura de capital dos clubes (em R\$ milhares) em 2014.....	29
Gráfico 3. Receita dos clubes (em R\$ milhões) entre 2009 e 2014 (a preços de Janeiro/2009).....	33
Gráfico 4. Retorno sobre o ativo (ROA) dos clubes em porcentagem.....	36
Gráfico 5. Margem líquida dos clubes em porcentagem.....	39
Gráfico 6. Margem operacional dos clubes em porcentagem entre 2009 e 2012.....	40

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Origens e aplicações de recursos de uma empresa.....	19
Figura 2. Enfoque do lucro operacional.....	21
Figura 3. A estrutura de capital segundo a teoria de MM.....	22
Figura 4. Como fazer uma análise de desempenho econômico-financeiro?.....	25

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	12
A IMPORTÂNCIA DO FUTEBOL E UMA INTRODUÇÃO A NOÇÕES	
BÁSICAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL.....	16
METODOLOGIA E ANÁLISE DE RESULTADOS.....	25
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	45
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	46

INTRODUÇÃO

Não seria exagero algum afirmar que uma das atividades que mais marca culturalmente o Brasil é o futebol. Tal esporte é amplamente difundido em todas as classes sociais da sociedade, atingindo ricos e pobres, jovens e idosos, homens e mulheres. Jogos importantes arrastam grandes multidões aos estádios ou são acompanhados por milhões através da mídia. Dia de jogo da seleção nacional em Copa do Mundo é considerado por muitos até como feriado. Vitórias são comemoradas com grandes festas, enquanto derrotas são acompanhadas de profundo lamento. Definitivamente, trata-se de uma verdadeira paixão nacional. De fato, o futebol é uma atividade esportiva de âmbito e importância global. A título de ilustração, há mais países filiados à FIFA (Federação Internacional de Futebol), entidade máxima que regula o futebol internacionalmente, que países integrantes da ONU (Organização das Nações Unidas).

Sua grandiosidade, porém, não se limita meramente a uma análise desportiva, sendo possível avaliá-la sob diferentes óticas: social, política e econômica. É justamente sobre essa última que o presente projeto se propõe a analisar. O futebol brasileiro vem se tornando um mercado extremamente atrativo. Conforme estudo realizado pela BDO RCS Auditores Independentes (2015), somente no ano de 2014, os times brasileiros¹ arrecadaram cerca de R\$ 3,217 bilhões. Numa comparação com as receitas auferidas em 2010, tem-se um incremento de 79%. Considerando que, de acordo com o IBGE (Instituto Brasileiro de Geociências e Estatística), a inflação acumulada no país entre janeiro de 2011 e dezembro de 2014 foi de cerca de 25%, observa-se ganhos reais bastante significativos.

Trata-se, entretanto, de uma queda de 2%, em termos nominais, em relação a 2013, quando as receitas foram de R\$ 3,270 bilhões. Porém, isso é facilmente justificado pela atenção de patrocinadores na Copa do Mundo FIFA realizada no país. Outra medida interessante para comparação é não levar em consideração o montante somado a partir de transferências de atletas, uma vez que se trata de uma fonte de receita bastante instável. Desse modo, a receita agregada de 2014 chegou a R\$ 2,783 bilhões contra R\$ 2,559 bilhões no ano anterior (variação positiva de 9%).

¹ Atlético-MG, Atlético-PR, Avaí, Bahia, Botafogo, Coritiba, Corinthians, Criciúma, Cruzeiro, Figueirense, Flamengo, Fluminense, Goiás, Grêmio, Internacional, Joinville, Náutico, Palmeiras, Ponte Preta, Santos, São Paulo, Sport, Vasco da Gama e Vitória

Historicamente, a grande fonte de receita dos clubes era com transferências internacionais. Embora financeiramente interessante, isso prejudicou e ainda prejudica veementemente o nível das competições nacionais, uma vez que os melhores jogadores, tentados por salários altos internacionais, são vendidos para times europeus para que os clubes possam fechar os balanços positivamente. É necessário que os clubes busquem cada vez mais desenvolver suas fontes de receita e, quando possível, criar novas.

Isso se mostrou ainda mais evidente nos últimos anos. Além de destinos mais tradicionais, como os clubes europeus, muitos jogadores brasileiros têm buscado mercados alternativos cujos salários se assemelham àqueles pagos na Europa e, portanto, superiores aos oferecidos no Brasil. Como exemplos de mercados alternativos, é possível citar o norte-americano, o árabe e, principalmente, o chinês.

O fenômeno recente do futebol na China merece destaque: por conta de incentivos do governo, que deseja, em médio prazo, transformar o país em potência futebolística, diversos empresários têm investido quantidades faraônicas em clubes de futebol. Assim, tem-se realizado gastos com centros de treinamento e desenvolvimento de categorias de base, assim como aquisição de jogadores renomados. De acordo com o site *Transfermarkt*, apenas na janela de transferência do inverno europeu, os clubes da *Chinese Super League* (primeira divisão de futebol no país) despenderam cerca de € 400 milhões com transferências de atletas.

Esse ímpeto chinês por bons jogadores, somado à recente desvalorização da moeda brasileira atingiu fortemente o futebol brasileiro e, especialmente, o Campeão Brasileiro de 2015, o Corinthians. O clube paulista perdeu quatro jogadores titulares para clubes chineses (Gil, Jádson, Renato Augusto e Ralf). Além disso, outros destaques brasileiros que atuavam no país ou no exterior também migraram à China, como Luís Fabiano, Ramires, Geuvânio e Ramires. Ainda segundo o site *Transfermarkt*, há 42 jogadores brasileiros atuando no país do Oriente.

Com a manutenção de atletas de qualidade e a chegada (ou retorno) de outros, possíveis graças ao significativo incremento de receitas, o nível de qualidade do Campeonato Brasileiro tenderia a aumentar. Em consequência, são atraídos maiores público aos estádios, evidência em mídia e volumes de patrocínio, incitando maior atenção nacional e internacional ao campeonato.

1.1. Problema

O futebol moderno assemelha-se a qualquer atividade empresarial. A estrutura de um clube de futebol pode ser comparada a uma empresa. Embora nem todos os clubes tenham como finalidade a geração de lucro, suas receitas devem ser compatíveis com as despesas de custeio e investimento (PEREIRA ET AL., 2004). Os custos e despesas envolvem remunerações aos atletas e profissionais da área esportiva, saúde, administrativa, financeira, compra de insumos e matérias-primas, serviços especializados etc. Além disso, são necessários elevados recursos para a realização de investimentos na aquisição e/ou formação de atletas, na construção, arrendamento e/ou manutenção das praças esportivas (estádios) e centros de treinamento, entre outros.

Como toda atividade empresarial, as decisões de investimento e de financiamento são estratégicas para a prosperidade do negócio (SANTOS ET AL., 2009; FAMÁ & GRAVA, 2000).

O padrão de financiamento - modalidade (recursos próprios e financiamento de terceiros), custo e prazo - certamente condiciona as possibilidades de gastos, sobretudo dos investimentos. Além disso, as decisões de investimentos são determinadas pelos riscos envolvidos e retornos esperados (ASSAF NETO, 2010; BRITO ET AL., 2007). Esse conjunto de decisões deve estabelecer a atratividade econômica, no intuito de promover a continuidade e valorização do clube.

Nesse sentido, qual a importância do padrão de financiamento e do investimento para o desempenho esportivo e competitivo dos clubes de futebol? É possível associar o desempenho a diferentes estruturas de capital e de ativos?

Neste contexto, o presente trabalho tem o objetivo de analisar a evolução da estrutura de capital, bem como a rentabilidade dos clubes participantes do Campeonato Brasileiro de Futebol, entre os anos de 2009 e 2014. Como objetivo específico, verificar-se-ão os fatores determinantes da estrutura de capital dos clubes.

A pesquisa sobre esta temática se justifica pela importância do futebol para a economia brasileira e de sua positiva transformação nos últimos anos. Além de ser considerado um entretenimento, tal atividade vem se tornando uma atraente oportunidade de negócio. Esse cenário vem ganhando ainda mais destaque com a realização, no Brasil, dos dois maiores eventos esportivos do mundo: Copa do Mundo de Futebol em 2014 e Olimpíadas em 2016, quando todos os olhares da mídia esportiva

estarão apontados para o País. Destaca-se, neste quadro, um significativo aumento dos investimentos no setor, das receitas das entidades esportivas e dos clubes de futebol nacionais, bem como do endividamento destes últimos. Neste sentido, diante de tais aspectos, ganham relevância estudos que buscam analisar a gestão financeira das entidades desportivas, avaliando as suas decisões de investimento e endividamento.

CAPÍTULO 1

A IMPORTÂNCIA DO FUTEBOL E UMA INTRODUÇÃO A NOÇÕES BÁSICAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

Este capítulo tem por finalidade, como primeira finalidade, revisitar a importância histórica-social do futebol na formação da cultura brasileira para, num segundo momento, chegar à atual relevância econômico-financeira do esporte.

Numa segunda parte do presente capítulo, pretende-se apresentar conceitos primordiais sobre estrutura de capital, a fim de estabelecer uma plataforma teórica que sustente as análises econômico-financeiras do capítulo seguinte.

1. IMPORTÂNCIA DO FUTEBOL

Os países apresentam certas características específicas que conformam o que chamamos de identidade nacional. O caso do Brasil não é diferente. E, sem qualquer dúvida, o futebol está inserido nesse sentido. É uma das poucas atividades culturais que abrange quase todo o espectro da população. Há amantes desse esporte entre ricos e pobres, crianças e idosos, brancos e negros. Segundo pesquisa do IBOPE (Instituto Brasileiro de Opinião Pública e Estatística), realizada em julho de 2012, para a maioria da população (77%), o futebol é a maior paixão nacional. O interesse da população por tal esporte é notável e apresenta, inclusive, características de fanatismo. Isso é notado não apenas pela torcida aos clubes, mas também, em forma de afinidade pela seleção nacional. Assim, o futebol se consolida como símbolo para o País, devido ao seu grande apelo popular.

Entretanto, a trajetória do esporte no País nem sempre foi marcada por esse caráter popular, como aponta SILVA (2010). A atividade futebolística foi trazida para o Brasil no último quartel do século XIX, a partir de jovens pertencentes às classes mais altas da sociedade, os quais viajavam ao continente europeu para estudar. Nesse período de *Belle Époque*, os países europeus, sobretudo Inglaterra e França, exerciam grande influência sobre a elite brasileira. Foi justamente desse primeiro país que esses jovens importaram o chamado *foot-ball*. Assim, nas primeiras décadas, esse novo esporte era apenas praticado de forma recreativa pela classe mais abastada do País.

Esse aspecto começou a se transformar a partir da década de 1920. Nessa época, devido a circunstâncias de conflitos e guerras, passou-se a adotar como modelo ideal

(tanto nacional quanto internacionalmente) o homem forte e sadio. Nesse sentido, a prática de esportes e, portanto, do futebol, passou a ser mais valorizada. A esse crescimento da importância do futebol, soma-se a intervenção estatal: o governo do Estado Novo enxergou na prática futebolística um instrumento de fortalecimento do sentimento nacionalista: o sucesso da seleção nacional apontaria, concomitantemente, para o sucesso da nação. Como resultado disso, grandes estádios, como Maracanã e Pacaembu, foram construídos, nessa época, com dinheiro público. Era o governo assumindo o futebol como identidade nacional.

Paixão, política e interesse do Estado levaram o País a ser uma das maiores referências na atividade esportiva em questão. Além de a seleção nacional ser a única a participar de todas as Copas do Mundo, é a detentora da maior quantidade de títulos mundiais.

Sendo algo grandioso, o futebol brasileiro pode, desse modo, incitar grandes oportunidades econômicas. O mercado dos clubes nacionais tem se mostrado cada vez mais atrativo. Seguindo os passos dos países europeus, em que o futebol-negócio já é plenamente consolidado, os clubes brasileiros caminham no sentido de aproveitar o imenso mercado consumidor que os torcedores lhe proporcionam.

A paixão da torcida pelos seus respectivos clubes é capaz de proporcionar esse mercado consumidor. É um caso de fidelidade atípica: os torcedores não trocam de time (MAYER, 2010). Entretanto, como qualquer consumidor, deseja-se um produto de qualidade. Isso significa estádios mais confortáveis, produtos licenciados e, obviamente, bons times, capazes de conquistar títulos. Por conta disso, os clubes de futebol cada vez mais apontam para uma tendência de organização, transformando-se em verdadeiras empresas.

2. INTRODUÇÃO A NOÇÕES BÁSICAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

O futebol moderno, como já foi observado, possui várias características de uma atividade empresarial. A estrutura de um grande clube de futebol pode ser comparada com a de uma empresa. Assim como as empresas, os clubes de futebol têm, por lei, a obrigação de divulgar seus balanços financeiros. Isso se apresenta de maneira clara no artigo 46-A da Lei 9615, o **Estatuto de Defesa do Torcedor**, para as agremiações esportivas:

“I – elaborar suas demonstrações financeiras, separadamente por atividade econômica, de modo distinto das atividades recreativas e sociais, nos termos da lei e de acordo com os padrões e critérios estabelecidos pelo Conselho Federal de Contabilidade, e, após terem sido submetidas a auditoria independente, providenciar sua publicação, até o último dia útil do mês de abril do ano subsequente, por período não inferior a 3 (três) meses, em sítio eletrônico próprio e da respectiva entidade de administração ou liga desportiva;

Desse modo, tendo os balanços dos clubes disponíveis, é possível fazer análises quanto à estrutura de capital dos clubes, isto é, de que forma se compõe suas fontes de financiamento, utilizando-se de capital de terceiros e/ou capital próprio. Em outras palavras, se os ativos são financiados principalmente por recursos levantados pela própria empresa ou são conseguidos via empréstimos.

Nesta seção, será feito, primeiramente, uma elaboração dos conceitos de estrutura de capital, seguida pelas teorias de determinantes da estrutura de capital em uma empresa. Por fim, serão apresentadas as particularidades na determinação na estrutura de um clube de futebol.

2.1. Conceitos gerais: o que é uma estrutura de capital?

Para financiar suas atividades, uma empresa precisa de recursos, os quais são conseguidos de duas maneiras: capital próprio e/ou de terceiros. O primeiro pode ser obtido, por exemplo, a partir do capital dos sócios ou com o reinvestimento dos lucros obtidos com a atividade. Já o segundo pode ter origem da obtenção de empréstimos bancários, emissão de títulos, entre outras opções. A composição dessas fontes de financiamento se denota como estrutura de capital. Isso é ilustrado na Figura 1.

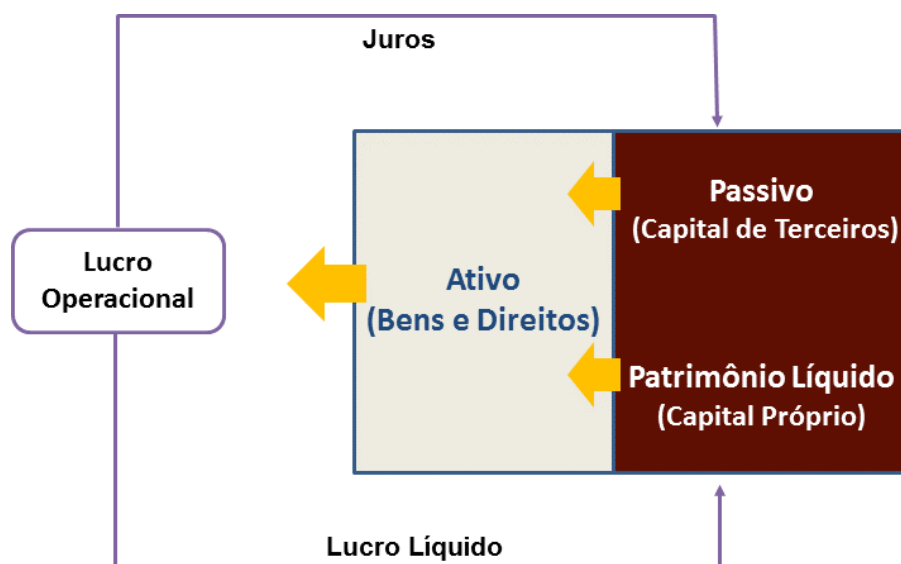


Figura 1. Origens e aplicações de recursos de uma empresa

O capital de terceiros também é conhecido como passivo exigível, dado que representa uma obrigação que pode ser paga no período máximo de um ano (recebendo o nome de passivo circulante) ou após um ano (caracterizando como um passivo não circulante). Quando este passivo exigível é baseado em um empréstimo, financiamento e/ou emissão de um título, existe um custo atrelado à sua obtenção, denominado de juros.

O capital próprio, por sua vez, é também chamado de passivo não exigível ou patrimônio líquido (PL). O fato de se caracterizar como não exigível advém de sua origem estar nos sócios da empresa. Porém, mesmo que represente o montante de recursos despendido pelos proprietários, este capital também possui um custo, sendo este determinado pela taxa de juros básica da economia adicionado de um prêmio pelo risco do empreendimento.

A partir da relação entre capital próprio e capital de terceiros, obtém-se o custo médio ponderado de capital, também denominado por WACC – *Weight Average Cost of Capital*. A empresa buscará a estrutura de capital que acarrete no menor custo possível, de forma que o retorno do investimento supere tal custo, agregando valor à empresa.

Vale observar que se financiar com dívidas apresenta algumas vantagens: as despesas com juros são dedutíveis para o pagamento do Imposto de Renda. Além disso, caso a empresa tenha bons resultados, não precisa compartilhá-los com os emprestadores, já que eles estão sujeitos a um retorno pré-determinado (BRIGHAM ET AL., 2000). Do mesmo modo, caso haja um resultado negativo (prejuízo), os acionistas

que arcam com as consequências. Como tem menor risco, o credor é remunerado a uma taxa inferior ao custo de capital próprio (ASSAF ET AL., 2008).

Porém, também há desvantagens advindas do uso de capital de terceiros. Quanto maior for a participação da dívida no financiamento da empresa, maior será o risco de uma dificuldade financeira. Sendo assim, os credores passam a exigir uma recompensa maior: as taxas de juros ficam mais altas. Esse aumento pode fazer com que as vantagens já enunciadas sejam perdidas, elevando o custo do capital de terceiros.

Dentro do estudo da estrutura de capital, há uma enorme divergência: questiona-se é possível encontrar certa composição na estrutura de capital que faça com que o WACC atinja seu valor mínimo, situação em que se identificaria a maximização do valor da empresa (ASSAF, 2010). Em geral, identificam-se duas linhas de pensamento que debatem sobre a possibilidade de encontrar esse ponto ótimo: a teoria convencional e a teoria de Modigliani-Miller (MM). Enquanto a primeira argumenta no sentido de aceitar a existência de uma estrutura de capital ótima, a segunda proposta nega-a. Apesar de muitos trabalhos no ramo das Finanças Corporativas, ainda não se chegou a uma ideia definitiva. Os dois próximos pontos do presente trabalho apresentarão cada uma das teorias, elucidando seus principais pontos, assim como suas hipóteses.

2.1.1. Teoria convencional

A teoria convencional, como já foi citado, estabelece que há uma combinação entre capital próprio (PL) e capital de terceiros (P) que minimize o custo médio ponderado de capital (WACC) da empresa – Figura 2. Ou seja, é possível atingir a estrutura ótima de capital, o que levaria à maximização do valor da empresa. Enquanto o custo de capital de terceiros (k_s) é definido basicamente pelas taxas de juros impostas por empréstimos e financiamentos (conhecido também como passivo oneroso), o custo de capital próprio (k_i) é taxa equivalente ao retorno desejado pelos acionistas (SBRAGIA, 2011).

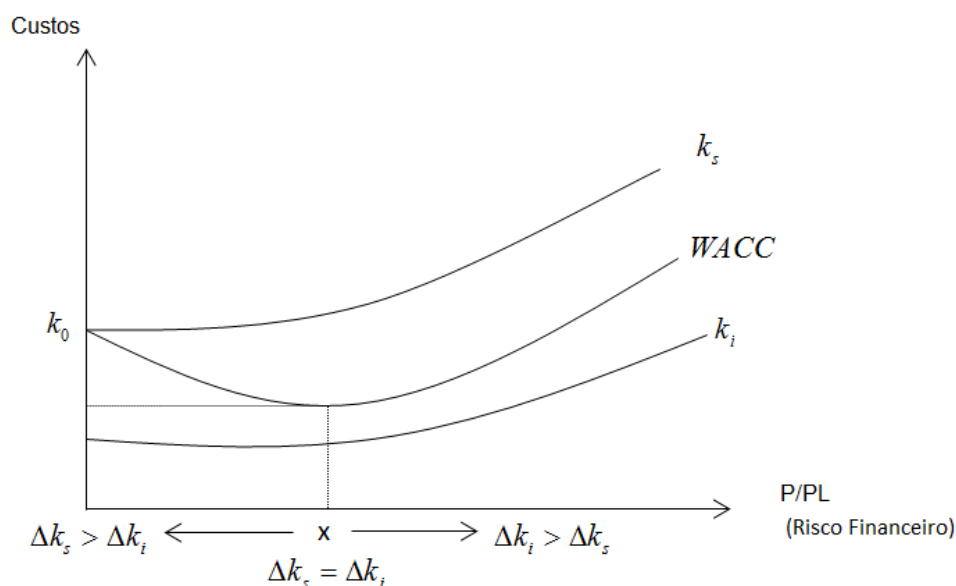


Figura 2. Enfoque do lucro operacional.

Fonte: Assaf Neto (2010)

Observa-se que k_s se eleva mais rapidamente do que k_i , que se mantém relativamente estável, conforme aumenta a participação de capital de terceiro na estrutura de capital. Isso indica que, para níveis mais baixos de endividamento (P/PL), o custo total da empresa tende a cair. A explicação para isso reside no fato de o custo marginal do capital de terceiros (k_i) ser menor do que o custo marginal do capital próprio (k_s). Porém, essa tendência do custo total (WACC) atinge um ponto mínimo x, em que $\Delta k_s = \Delta k_i$. A partir daí, maior endividamento implica maiores custos à empresa. As vantagens do capital de terceiros deixam de ser iminentes, uma vez que os credores acreditam que a empresa apresenta grandes riscos financeiros. Por isso, exigem retornos maiores. Portanto, tem-se, em x, a minimização do custo: é o ponto em que há estrutura ótima de capital. A teoria também afirma que, ao se atingir WACC mínimo, consegue-se, da mesma forma, a maximização do valor da empresa e, portanto, da riqueza dos acionistas.

Vale lembrar que tal teoria parte de alguns pressupostos: presença de uma relativa estabilidade de preços, taxas de juros homogêneas e mercado de capitais eficiente (ASSAF NETO, 2010).

2.1.2. Teoria de Modigliani-Miller (MM) sem impostos

A teoria de Modigliani-Miller se opõe à convencional no sentido que argumenta contrariamente à existência de uma estrutura de capital ótima. Nessa visão, portanto, não se admite que o WACC interfira no valor da empresa. Para os autores, dois bens (ou duas empresas) que são similares apresentam o mesmo valor, independentemente da forma como são financiados (ASSAF NETO ET AL, 2008). O enfoque aqui é dado ao lucro operacional. O que define o valor de uma empresa, ou seja, a atratividade do seu investimento é a expectativa quanto a sua rentabilidade, envolvendo o risco relativo à decisão (ASSAF NETO, 2010).

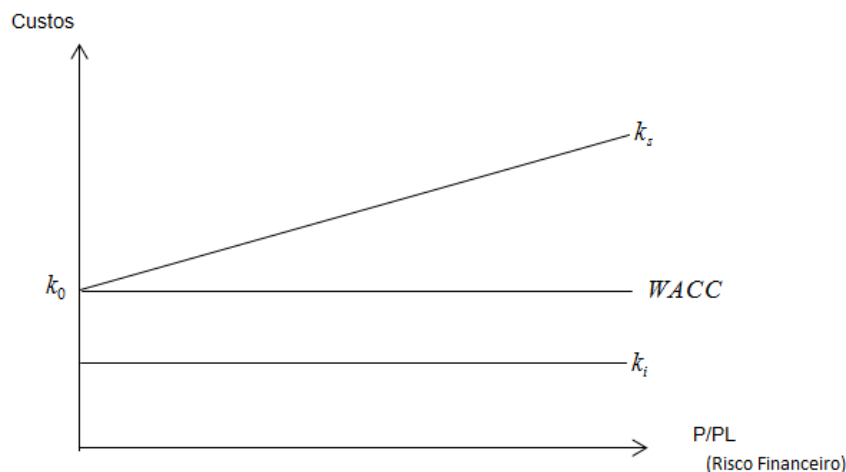


Figura 3. A estrutura de capital segundo a teoria de MM.

Fonte: Assaf Neto (2010)

Abstraindo a existência de impostos e negando a possibilidade de custos de falência, a teoria MM possui duas proposições.

A primeira proposição sugere que o custo total de capital se mantém o mesmo a qualquer nível de alavancagem financeira. Sendo assim, não haveria WACC minimizado, já que permanece constante. De fato, o que influenciaria na formação de valor da empresa não é a forma como ela se financia, mas sim a qualidade de seus ativos. Como já foi observado, o foco aqui está no lado operacional. A proposição pode ser visualizada na Figura 3.

O custo do capital próprio para uma empresa com dívidas é definida pela taxa de retorno em uma situação sem alavancagem, mais um prêmio pelo risco financeiro cujo valor aumenta à medida que cresce o endividamento. Portanto, o retorno que os acionistas desejam é uma função linear e constante do grau de dívidas.

A partir dessas duas proposições, verifica-se um mecanismo compensatório que faz com que o WACC se mantenha constante: ao se alavancar, duas consequências conflitantes ocorrem no custo total de capital. Uma delas é o maior risco financeiro que aumenta a exigência de retorno por parte dos acionistas, o que elevaria o WACC. Por outro lado, como há maior participação de recursos de terceiros, mais baratos, há uma tendência de redução do custo total. De acordo com MM, essas duas frentes se anulam, mantendo WACC constante. Isso confirma a ideia básica da teoria, de que a estrutura de capital de uma empresa não afeta seu custo de capital.

2.1.3. Outras teorias

É importante frisar que as duas teorias mencionadas anteriormente são abordagens genéricas. Há outras teorias quanto à determinação da estrutura de capital de uma empresa. Uma delas foi também elaborada por Modigliani e Miller. Os mesmos pressupostos foram mantidos, porém passou-se a considerar o Imposto de Renda. Devido à dedutibilidade dos juros na aplicação desse tributo, o financiamento via empréstimos se favorece em comparação ao capital próprio. A conclusão, então, aponta para a redução total do custo de capital, ao elevar o endividamento (P/PL). Portanto, conduzir-se-ia a uma maximização do valor da empresa ao elevar as dívidas.

Uma continuação dessa ideia é proposta por Miller (1977) que teve como objetivo responder até qual ponto a empresa deveria se endividar. Conhecida como STT (*Static Trade-Off Theory*). O ponto ótimo seria, então, aquele em que o benefício fiscal da dívida igualasse marginalmente os custos da restrição financeira. Para tal, a empresa realizaria um *trade-off* entre capital próprio e capital de terceiros (SBRAGIA, 2011).

Outro conjunto de ideias é o que forma a *Pecking Order Theory* ou Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento. Essa teoria, proposta por Myers (1984), defende a ideia de que uma empresa sempre prefere financiar a partir de lucros acumulados. Apenas se a urgência de investimento está num patamar elevado em comparação aos lucros, a empresa decide-se por tomar dívidas (BRIGHAM ET AL., 2000). Em último caso, o financiamento é feito a partir da emissão de novas ações. É justamente essa ordem de preferências que caracteriza a hierarquia, proposta no nome.

Entretanto, essa ideia de hierarquização é negada por Ritter (1991) que defende *Equity Market Timing Theory* ou Teoria das Janelas de Oportunidades. O autor defende

que a empresa pode preferir a emissão de novas ações em certos momentos de *Hot Market*, ou seja, situações em que os preços das ações estão sobrevalorizados. Isso ocasionaria em diminuição dos custos de capital próprio.

CAPÍTULO 2 – METODOLOGIA E ANÁLISE DE RESULTADOS

O objetivo central do presente capítulo é apresentar a metodologia utilizada nas análises de avaliação do desempenho econômico-financeiro e de determinação da estrutura de capital dos clubes.

Em seguida, apresentam-se os resultados das análises propostas acima, além de considerações finais a cerca dos determinantes da estrutura de capital dos clubes.

1. Procedimentos Metodológicos

Com o intuito de atender os objetivos do presente trabalho, a análise será realizada em duas partes. Na primeira, o método será baseado na avaliação de desempenho econômico-financeiro e do endividamento dos clubes de futebol brasileiros da série A, entre 2009 e 2014, conforme Figura 1. Neste contexto, utilizar-se-ão indicadores de rentabilidade, lucratividade, situação financeira e endividamento, apresentados na Tabela 1.

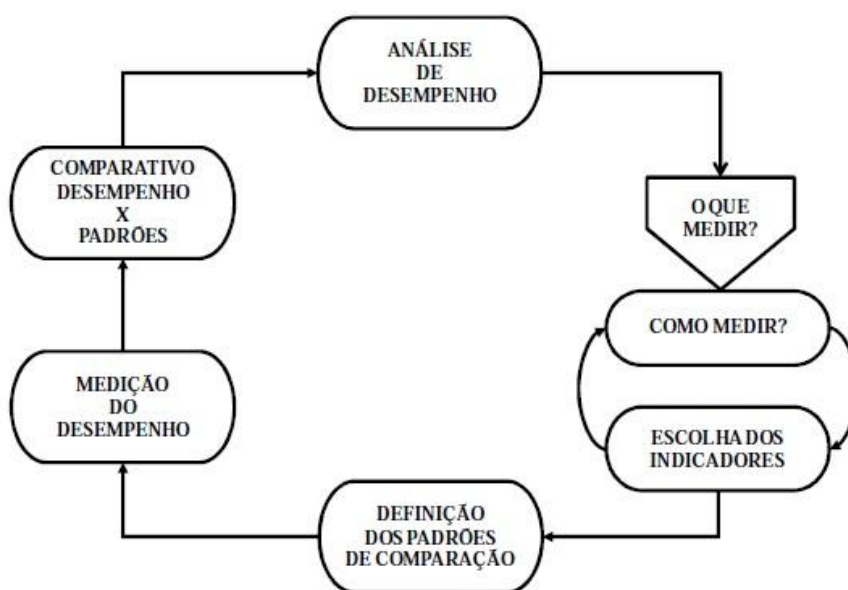


Figura 4. Como fazer uma análise de desempenho econômico-financeiro?

Tabela 1. Índices a serem utilizados para análise da situação financeira, de endividamento e econômica dos clubes.

Grupo	Indicador	Descrição
Liquidez	Índice de Liquidez Corrente (<i>ILC</i>)	$ILC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
Rentabilidade e Lucratividade	Retorno sobre o ativo (<i>ROA</i>)	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo}}$
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (<i>ROE</i>)	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
	Margem operacional	$MgOp = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Receita Líquida}}$
	Margem líquida	$MgL = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$
Endividamento	Quantidade de endividamento	$QtEndv = \frac{\text{Passivo Exigível Total}}{\text{Passivo Exigível Total} + \text{PL}}$
	Qualidade do endividamento	$QlEndv = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Exigível Total}}$
Outros	Giro do ativo	$GAtv = \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}}$
	Imobilização do patrimônio líquido	$ImobPL = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}}$

Para tanto, foram coletados dados referentes ao Balanço Patrimonial (BP) e Demonstrativo de Resultado de Exercícios (DRE), divulgados pelos clubes. Os clubes a serem considerados participaram em pelo menos uma edição do Campeonato Brasileiro de Futebol entre 2009 e 2014. Relevância futebolística e disponibilidade de balanços em seus respectivos endereços na Internet também foram utilizados como critério de seleção.

Na segunda etapa, serão analisadas as possíveis variáveis que determinam as estruturas de capital dos clubes. As ferramentas que possibilitarão essa análise terão como base o modelo proposto por Rajan e Zingales (1995)², existindo algumas particularidades a serem adotadas, dadas as características da amostra. Neste estudo, o endividamento (*END*) será função da rentabilidade sobre o ativo (*ROA*), do tamanho

² O modelo Rajan-Zingales foi criado, em 1995, por Raghuram G. Rajan e Luigi Zingales, da Universidade de Chicago.

(*TAM*), do ativo permanente dos clubes, além de considerar se os clubes são do estado de São Paulo (*SP*) e do estado do Rio de Janeiro (*RJ*) – equação (1).

$$END_{i,t} = \alpha + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 PERM_{i,t} + \beta_4 SP + \beta_5 RJ + \beta_6 ANO + \mu_{i,t}$$

(1)

Sendo μ_{it} o termo errático com média igual a zero e variância constante, em que o índice i indica o clube e t o instante do tempo.

Para a realização desta análise, será utilizada a técnica econométrica de painel, em que é possível avaliar tanto a dimensão temporal (t), quanto espacial (membros do corte transversal, i), em que $t = 6$ anos; $i = 18$ clubes.

As variáveis explicativas do modelo e as relações esperadas entre estas e o endividamento são apresentadas abaixo:

- Rentabilidade sobre o ativo (*ROA*): espera-se que o coeficiente associado a *ROA* seja negativo. Um maior índice de rentabilidade propõe que o clube tenha menor necessidade em se endividar.
- Tamanho (*TAM*): trata-se de uma *proxy* do tamanho do clube, feita a partir do logaritmo natural das receitas auferidas. A relação perante o endividamento deve ser positiva, dado que clubes maiores possuem menor risco de dificuldade financeira, sendo possível um maior uso de dívida. Por outro lado, o coeficiente também pode ser negativo, pois uma maior receita pode levar a uma menor necessidade de captação de capital de terceiros.
- Ativo permanente (*PERM*): espera-se que o coeficiente seja negativo, pois clubes com grande ativo permanente são, normalmente, mais estruturados. Portanto, tendem a necessitar de menor financiamento. Por outro lado, o coeficiente pode ser positivo, dado que, quanto maior o ativo permanente, maior a capacidade do clube em dar garantias para os empréstimos. Essa variável é calculada aplicando-se logaritmo natural ao ativo permanente.
- São Paulo (*SP*): espera-se que o coeficiente seja negativo, uma vez que o estado de São Paulo, o mais rico do Brasil, deva existir times com menor necessidade de endividamento. Esta variável é representada por uma

dummy. Dá-se valor 1 para times paulistas (excluindo a Ponte Preta) e valor 0 para os demais.

- Rio de Janeiro (*RJ*): espera-se que o coeficiente seja positivo, uma vez que os clubes cariocas, em geral, não possuem boa administração financeira. Esta variável é representada por uma *dummy*. Dá-se valor 1 para times cariocas e valor 0 para os demais.
- Anos 2013 e 2014 (*ANO*): espera-se que o coeficiente seja positivo, uma vez que o biênio 2013-2014 foi marcado por uma forte desaceleração econômica no país. Há de se esperar menor capacidade por parte dos clubes de obter recursos próprios, forçando-os, portanto, a endividar mais. Esta variável é representada por uma *dummy*. Dá-se valor 1 para variáveis observadas anos 2013 e 2014 e valor 0 para as demais.

2. Análise dos indicadores econômico-financeiros

A análise dos resultados parciais do projeto seguirá três etapas. A primeira apresenta um balanço geral a respeito da estrutura e evolução dos ativos e das receitas dos clubes entre 2012 e 2014. A segunda e terceira etapas avaliarão, respectivamente, o endividamento e a rentabilidade dos clubes.

2.1. Análise do endividamento

Uma análise bastante interessante é a respeito da forma como os clubes financiam seus ativos. Como já mencionado anteriormente, é possível custear as atividades de duas formas: utilizando-se de recursos próprios ou de terceiros. Os Gráficos 2 e 3 mostram, respectivamente, como os times financiaram suas atividades em 2012 e em 2014. Os recursos próprios então estão sob a titulação de Patrimônio Líquido, enquanto os capitais de terceiros estão divididos entre Passivo Circulantes (PC) e Exigível a Longo Prazo (ELP). A diferença entre essas duas formas de dívidas está quanto aos seus vencimentos: a primeira é num período curto (no máximo, um ano). Já a segunda, em mais de um ano.

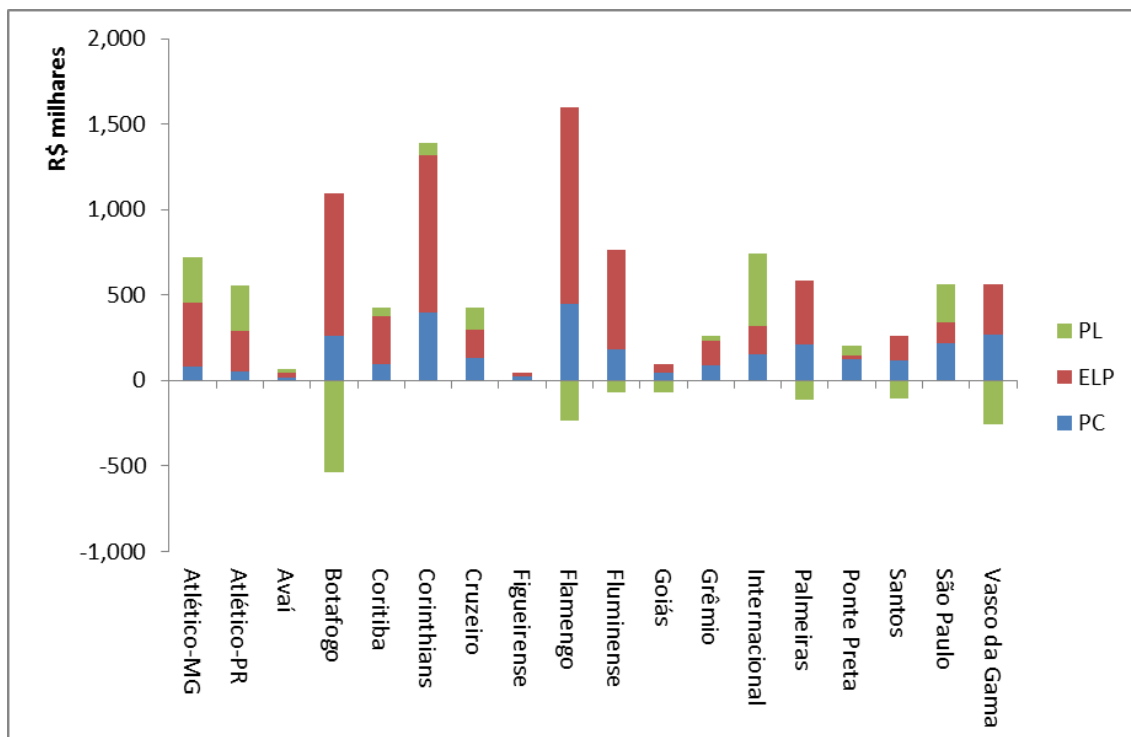


Gráfico 1. Estrutura de capital dos clubes (em R\$ milhares) em 2012

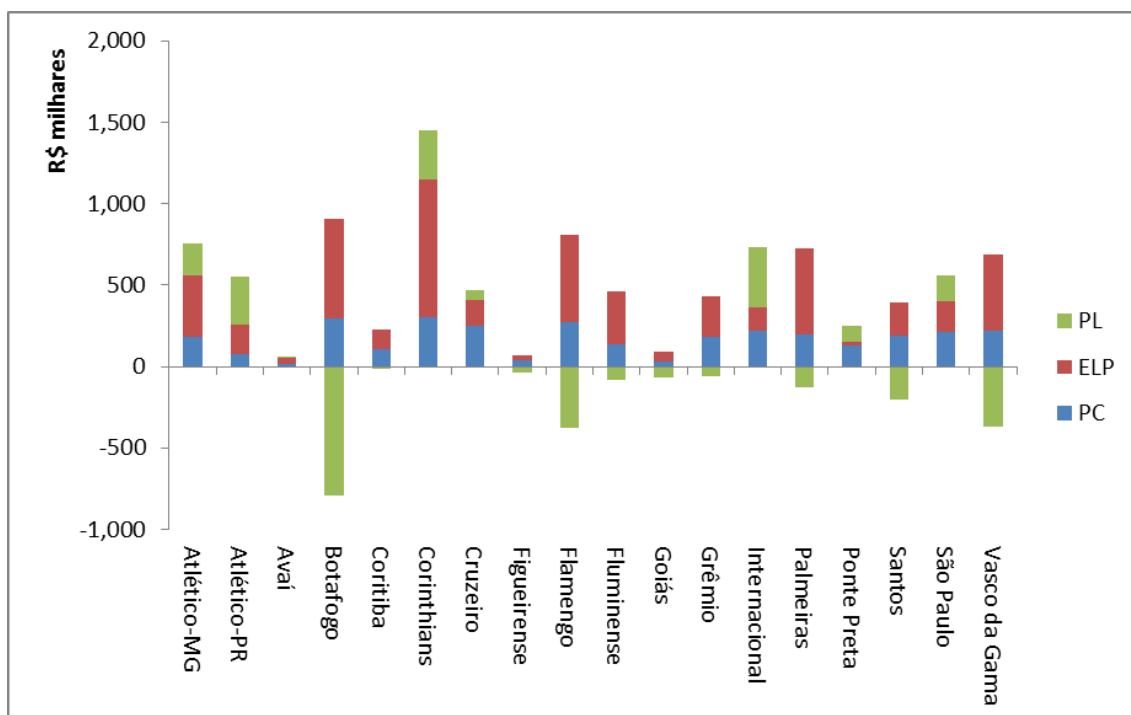


Gráfico 2. Estrutura de capital dos clubes (em R\$ milhares) em 2014

Primeiramente, é necessário apontar que há times cujo Patrimônio Líquido está em nível negativo, o que implica dívida bastante alta. Essa situação é frequentemente chamada de “passivo a descoberto”. Significa que mesmo se o clube desejar vender todo

seu ativo para arcar com seu passivo, não conseguiria cumprir com suas obrigações. Em 2012, eram Botafogo, Figueirense, Flamengo, Fluminense, Goiás, Palmeiras, Santos e Vasco da Gama. Dois anos depois, devido a prejuízos acumulados, o Coritiba também passou a ter passivo a descoberto, além dos clubes citados acima, que também mantiveram tal situação. Percebe-se que a tendência dos clubes brasileiros é de financiar por recursos de terceiros, uma vez que vários fazem baixo uso dos recursos próprios. Entre os clubes arrolados, em 2014, a única exceção é o Internacional cujo Patrimônio Líquido excede a soma de seus passivos circulante e não circulante.

A análise da estrutura de capital pode ser desdobrada para o estudo do endividamento, uma vez que a dívida é uma das formas de financiar a atividade. Nesta seção, dois índices quanto ao nível de endividamento serão usados: quantidade e qualidade da dívida. O primeiro índice é interpretado da seguinte maneira: a cada \$1 usado para financiar a atividade, quanto teve origem em passivo exigível? Por outro lado, o índice de qualidade da dívida é definido a partir da comparação entre a quantidade de dívidas de curto e de longo-prazo. Um prazo de vencimento curto implica em menor tempo para conseguir se organizar a ponto de arcar com as obrigações. Portanto, dívidas de longo prazo são preferíveis. O índice de qualidade indica quanto há de obrigações de curto prazo a cada \$1 de passivo exigível. As Tabelas 3 e 4 demonstram, respectivamente, a quantidade e a qualidade do endividamento dos clubes entre 2009 e 2014.

Tabela 2. Quantidade do endividamento dos clubes entre 2009 e 2014

Clubes	Quantidade					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Atlético-MG	0,7795	0,5032	0,5742	0,6309	0,6924	0,7419
Atlético-PR	0,2326	0,3161	0,5282	0,5261	0,5327	0,4599
Avaí	0,9176	0,9481	0,9856	0,6525	0,8135	0,9629
Botafogo	5,1748	4,3775	2,5440	1,9576	6,4236	8,0303
Coritiba	0,9964	1,2027	0,7332	0,8810	0,8760	1,0781
Corinthians	0,8376	0,8560	0,9109	0,9462	0,9408	0,7891
Cruzeiro	0,9148	0,9395	0,9950	0,7022	0,7698	0,8718
Figueirense	0,4699	0,7142	0,9754	1,1903	1,6718	1,9235
Flamengo	1,2977	1,2815	0,8504	1,1745	2,1606	1,8818
Fluminense	1,1780	1,1015	1,1921	1,1053	1,1841	1,2202
Grêmio	0,9906	0,8917	0,9959	0,8889	1,0940	1,1604
Goiás	3,1379	3,9367	4,5013	3,9671	4,2831	3,5496
Internacional	0,9798	0,3405	0,4183	0,4286	0,4685	0,4923
Ponte Preta	1,6294	2,8198	3,3507	0,6937	0,6727	0,6055
Palmeiras	0,8398	1,3773	1,2306	1,2306	1,2747	1,2147
Santos	2,1166	1,8598	1,6492	1,6656	1,7516	2,0922
São Paulo	0,3871	0,4405	0,5468	0,6047	0,5583	0,7247
Vasco da Gama	2,0402	2,1869	2,0936	1,8445	2,1676	2,1410
Média	1,3845	1,4496	1,3931	1,1717	1,5742	1,6633
Mediana	0,9852	1,0248	0,9903	0,9176	1,0174	1,1192

Tabela 3. Qualidade do endividamento dos clubes entre 2009 e 2014

Clubes	Qualidade					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Atlético-MG	0,0905	0,2504	0,2819	0,1743	0,3342	0,3223
Atlético-PR	0,4820	0,4499	0,2777	0,1867	0,2707	0,3067
Avaí	0,2070	0,3457	0,3735	0,4164	0,2972	0,2386
Botafogo	0,2060	0,2129	0,2842	0,2398	0,3246	0,3283
Coritiba	0,4218	0,5828	0,5657	0,2555	0,4335	0,4649
Corinthians	0,5113	0,5113	0,4202	0,3027	0,2544	0,2657
Cruzeiro	0,5357	0,5159	0,5733	0,4487	0,5778	0,6177
Figueirense	0,4127	0,4464	0,7065	0,5855	0,6623	0,5439
Flamengo	0,4383	0,4904	0,4121	0,2807	0,2689	0,3396
Fluminense	0,4125	0,4530	0,2591	0,2359	0,3403	0,2885
Grêmio	0,4201	0,4141	0,4608	0,3699	0,5376	0,4232
Goiás	0,5433	0,5559	0,5294	0,4857	0,5773	0,3731
Internacional	0,4352	0,4755	0,5252	0,4761	0,5790	0,6017
Ponte Preta	0,9619	0,9628	0,9544	0,8874	0,9593	0,8532
Palmeiras	0,5591	0,5816	0,3589	0,3589	0,6174	0,2720
Santos	0,4744	0,4015	0,4983	0,4519	0,5658	0,4887
São Paulo	0,5892	0,4922	0,4584	0,6315	0,5982	0,5268
Vasco da Gama	0,2972	0,3513	0,4036	0,4765	0,2885	0,3223
Média	0,4444	0,4719	0,4635	0,4036	0,4715	0,4210
Mediana	0,4368	0,4642	0,4393	0,3931	0,4855	0,3563

Verifica-se que muitos times têm um índice de quantidade de dívidas superior a 1, indicando passivo a descoberto, como salientado anteriormente. Isso mostra um caráter crônico do futebol brasileiro: os times se endividam demasiadamente. Como é uma atividade que não busca fielmente o lucro, mas sim o sucesso esportivo, os administradores dos clubes geralmente investem de maneira desenfreada, sem ter todas as garantias de que, no futuro, terão condições de arcar com os compromissos. É uma visão extremamente curtoprazista que não leva em conta um planejamento saudável. Como mostra a Tabela 3, poucos clubes buscam equilíbrio entre uso de recursos próprios e de terceiros. A maioria deles apresenta índice próximo ou superior a 1 (um).

A exercício de ilustração, o índice a essa magnitude implica que, a cada \$1 de endividamento, o clube dispõe \$1 de recursos próprios.

É importante notar que, durante os anos analisados, os clubes observaram piora nesse índice, uma vez que, na média, a quantidade de endividamento avançou de 1,39 em 2009 para 1,66 em 2014. As únicas exceções são Internacional e Ponte Preta que conseguiram reduzir significadamente seus índices, enquanto o restante obteve piora ou estabilização na quantidade de endividamento.

No que tange à qualidade da dívida, percebe-se que o índice gravitaciona ao redor de 0,45. Isso significa que, a cada \$1 de dívida, \$0,45 deve ser quitada num período curto de tempo. É uma folga financeira baixa, pois se trata de um valor significativo do total. Porém, isso é característico da atividade futebolística. Uma parte importante dos gastos dos clubes ocorre em pequenos intervalos, como os salários de jogadores e comissão técnica. Isso implica uma necessidade constante de entrada e saída de dinheiro.

2.2. Análise das receitas

Quanto ao nível de receitas, verifica-se que, de modo geral, os clubes conseguiram incrementos, dentro do período em questão. O Gráfico 1 ilustra as variações.

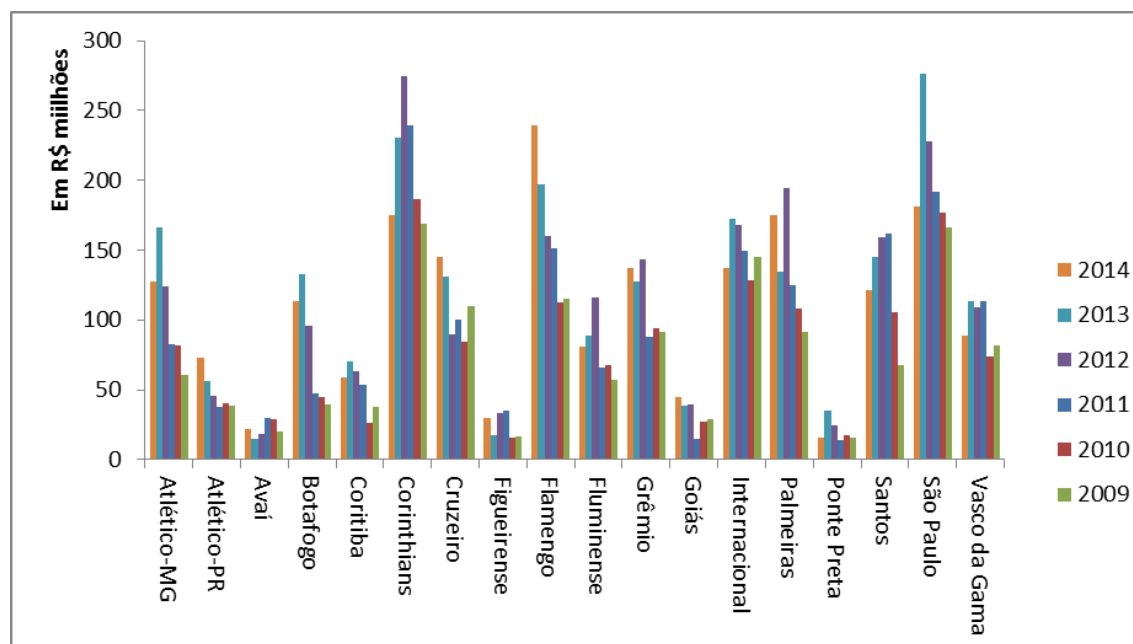


Gráfico 3. Receita dos clubes (em R\$ milhões) entre 2009 e 2014 (a preços de Janeiro/2009)

A fim de aguçar a precisão da análise, esta seção (2.1) se difere das outras, uma vez que considerou o efeito inflacionário. Assim, todos os valores estão descontados a variações anuais do IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), a partir do nível de preços de janeiro de 2009.

No agregado, é possível identificar um enorme crescimento durante esses anos. Enquanto as receitas somavam R\$ 1,271 bilhão em 2009, meia década (2014) depois avançou para 1,967 bilhões, aumento de 55% em termos reais. É importante apontar que o ápice do período ocorreu em 2013, quando os clubes obtiveram R\$ 2,149 bilhões em receitas.

Um ponto importante a ser destacado é a presença de eventos “*one-offs*”, ou seja, não recorrentes, que modificam o panorama geral de evolução das receitas. O mais significativo é o caso do São Paulo FC em 2013 cujo volume de receitas foi R\$ 276 milhões. No entanto, desse total, R\$ 66 milhões (ou 24%) foram auferidos apenas com a venda do jogador Lucas ao Paris Saint German, da França. A efeito de comparação, entre 2009 e 2014, a receita anual do clube foi de R\$ 249 milhões. Outro exemplo de “one-off” é o Corinthians em 2012, quando a receita total auferida foi de R\$ 275 milhões, *vis-à-vis* a uma média de R\$ 212 milhões no período. O evento não recorrente em questão foi as conquistas da Libertadores e do Mundial de Clubes da FIFA. Os anos não recorrentes estão sinalizados na Tabela 2:

Tabela 4. Média, mediana, máxima, mínima, amplitude e desvio-padrão das receitas dos clubes no período de 2009 a 2014 (em milhares de reais de janeiro de 2009)

Clubes	Receita					
	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Amplitude	DP
Atlético-MG	107.098	103.268	166.437	60.460	105.977	35.747
Atlético-PR	48.598	43.246	73.108	37.611	35.497	12.588
Avaí	22.303	20.913	29.554	14.621	14.933	5.405
Botafogo	79.095	71.822	133.207	39.870	93.338	36.684
Coritiba	51.644	56.280	70.037	26.563	43.474	15.048
Corinthians	212.483	208.325	274.699	168.758	105.940	38.540
Cruzeiro	110.162	105.210	145.466	84.125	61.341	21.861
Figueirense	24.675	23.908	34.725	15.340	19.385	8.085
Flamengo	162.637	155.462	239.355	112.701	126.654	44.658

Fluminense	79.444	74.359	116.214	56.827	59.387	19.480
Grêmio	113.455	110.684	143.472	87.707	55.765	23.038
Goiás	32.348	33.863	44.822	14.600	30.221	9.977
Internacional	150.237	147.559	172.165	128.679	43.486	15.549
Palmeiras	138.143	129.779	194.581	91.573	103.009	35.990
Ponte Preta	20.299	16.693	34.728	13.936	20.792	7.244
Santos	126.920	133.315	161.500	67.792	93.708	33.050
São Paulo	203.592	186.623	276.422	166.533	109.889	37.900
Vasco da Gama	96.865	99.078	113.878	74.266	39.611	15.853

2.3. Análise da rentabilidade

Como já foi mencionado previamente, o objetivo crucial de um clube de futebol, ao contrário de uma empresa, não é lucro, mas sim formar uma equipe competitiva a fim de ser vitoriosa nos campeonatos que disputa. Consequentemente, as taxas de retorno não são significativas. Por muitas vezes, inclusive, são negativas. O Gráfico 4 mostra a taxa de retorno sobre o ativo (do inglês Return on Assets – ROA). O ROA médio entre os clubes (considerando apenas os anos em questão) foi -11%.

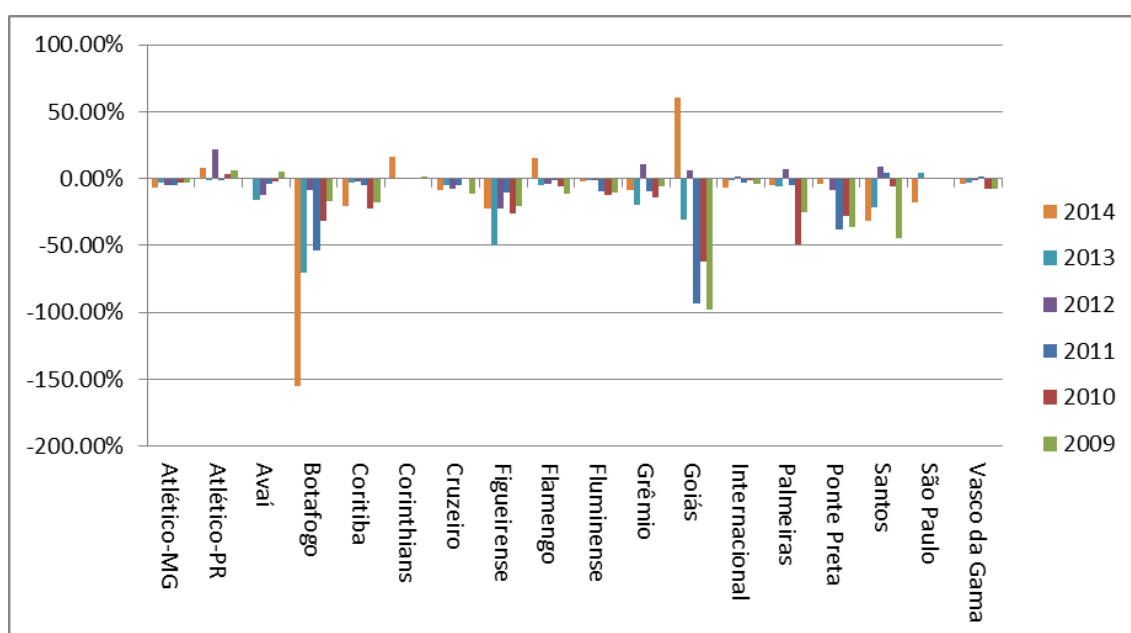


Gráfico 4. Retorno sobre o ativo (ROA) dos clubes em porcentagem

Como o gráfico demonstra, as taxas de retorno são baixíssimas. A maioria dos clubes apresentam índices negativos pelo menos em um dos anos apresentados. Mesmo aqueles que apresentam taxas positivas, são inferiores a 16% (com exceção ao Goiás em 2014 e ao Atlético-PR em 2012, como discutido abaixo). Outro motivo para explicar esse fato é que os clubes, apesar de não atingirem grandes lucros, têm ativos enormes. A atividade futebolística é extremamente cara, envolvendo grandes cifras. Os clubes também contam com enormes valores na parte permanente do ativo, uma vez que normalmente dispõe de estádio próprio, centro de treinamento, centro de formação de atletas, prédios de sede, entre outros.

A análise da Tabela 5 é bastante esclarecedora. Com exceção ao Corinthians, todos os times apresentaram esse índice negativo. Inclusive, vários deles com média

negativa de dois dígitos. No entanto, mesmo com média positiva, a média do clube paulista é bastante baixa (3%) e seria pífia se tratasse de uma empresa convencional.

É importante mencionar o resultado surpreendente do Goiás em 2014, quando o ROA foi de 60%. Tal resultado foi possível graças a dois fatores: 1) redução substancial das despesas com futebol profissional e amador (queda de 38% em relação a 2013) ao mesmo passo que obteve aumento de receitas (aumento de 23% em relação a 2013 e 2) o Goiás Esporte Clube declarou um volume pequeno de ativos (R\$ 25 milhões), vis-à-vis uma média de R\$ 416 milhões daquilo que os clubes listados reportaram como ativos em 2014.

A outra exceção relevante se deu com o Atlético Paranaense em 2012, quando o ROA chegou a 22%. No entanto, diferentemente do resultado positivo do Goiás quanta à redução de despesas, o índice do clube paranaense foi bastante afetado por uma decisão do Conselho Administrativo de integralizar o Capital da controladora CAP S/A Arena dos Paranaenses em R\$ 121,6 milhões. Na Demonstração de Resultados de Exercício, essa conta entrou na linha de “Outros Resultados Operacionais”, viesando fortemente o resultado do clube naquele ano. Frisa-se que é um fenômeno contábil e que, portanto, não teve qualquer impacto nas atividades operacionais do time.

Tabela 5. Média, mediana, máxima, mínima, amplitude e desvio-padrão do retorno sobre o ativo (ROA) dos clubes no período de 2009 a 2014

Clubes	ROA					
	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Amplitude	DP
Atlético-MG	-4%	-4%	-3%	-6%	4%	1%
Atlético-PR	6%	5%	22%	-2%	24%	8%
Avaí	-5%	-3%	5%	-16%	21%	7%
Botafoogo	-56%	-43%	-9%	-156%	147%	49%
Coritiba	-12%	-12%	-2%	-23%	21%	9%
Corinthians	3%	1%	16%	0%	16%	6%
Cruzeiro	-6%	-6%	0%	-11%	12%	4%
Figueirense	-25%	-22%	-10%	-50%	39%	12%
Flamengo	-2%	-5%	15%	-12%	27%	8%
Fluminense	-6%	-6%	-1%	-12%	12%	5%
Grêmio	-8%	-9%	11%	-20%	30%	9%
Goiás	-36%	-47%	60%	-98%	158%	56%
Internacional	-2%	-2%	2%	-7%	8%	3%
Palmeiras	-14%	-5%	7%	-49%	56%	18%
Ponte Preta	-19%	-18%	1%	-38%	39%	16%
Santos	-15%	-14%	9%	-44%	54%	19%
São Paulo	-2%	0%	4%	-18%	22%	7%
Vasco da Gama	-4%	-4%	1%	-8%	9%	4%

O resultado do cálculo da margem líquida, isto é, o lucro (ou prejuízo) em razão da receita líquida, coincide com o que já havia sido verificado com a análise do ROA. Os clubes de futebol não são organizações lucrativas. As taxas são, normalmente, negativas. Aquelas que são positivas apresentam valores baixíssimos. O Gráfico 5 ilustra tal observação.

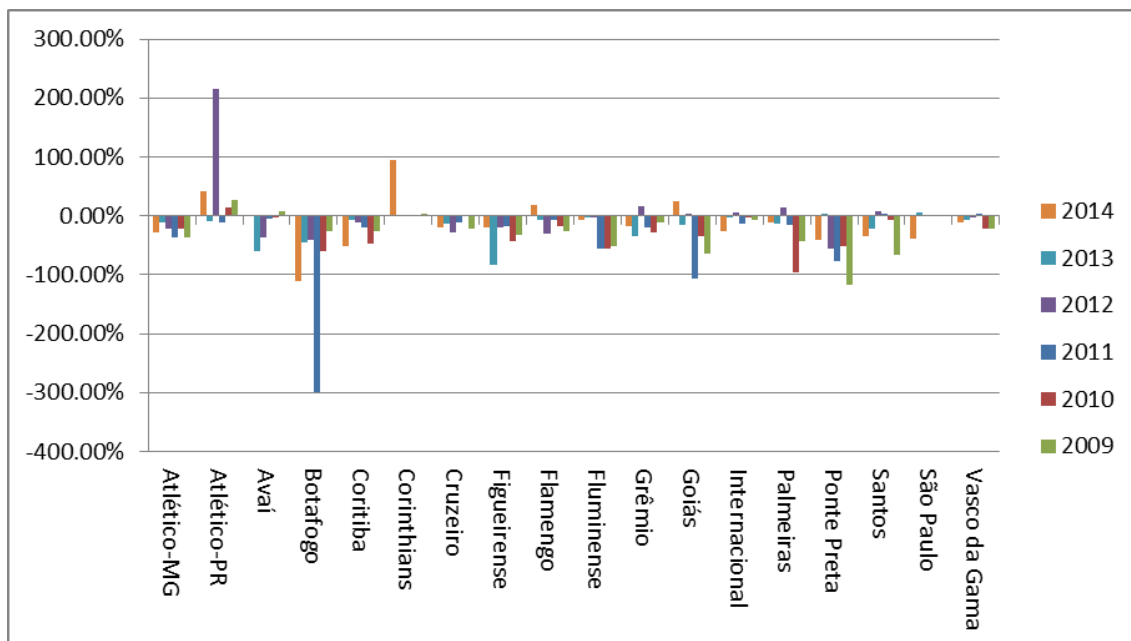


Gráfico 5. Margem líquida dos clubes em porcentagem.

Como mostra a Tabela 6, assim como se observa na análise do ROA, apenas o Corinthians entregou média positiva ao longo do período analisado. Destaca-se que o segundo time de melhor média, o São Paulo, atingiu média negativa exclusivamente por conta do ano de 2014, quando auferiu prejuízo de R\$ 100 milhões e margem líquida de -40%. No período todo, foi o único ano que o clube apresentou prejuízo.

Tabela 6. Média, mediana, máxima, mínima, amplitude e desvio-padrão da margem líquida dos clubes no período de 2009 a 2014

Clubes	Margem Líquida					
	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Amplitude	DP
Atlético-MG	-26%	-25%	-10%	-37%	27%	9%
Atlético-PR	47%	20%	216%	-11%	227%	78%
Avaí	-16%	-3%	8%	-59%	67%	24%
Botafoogo	-97%	-53%	-27%	-299%	272%	94%
Coritiba	-27%	-22%	-7%	-52%	45%	17%
Corinthians	17%	2%	94%	0%	94%	34%
Cruzeiro	-15%	-16%	1%	-28%	29%	9%
Figueirense	-36%	-26%	-17%	-84%	67%	23%
Flamengo	-12%	-13%	19%	-31%	50%	16%
Fluminense	-29%	-29%	-3%	-57%	54%	26%
Grêmio	-16%	-18%	16%	-34%	50%	16%
Goiás	-32%	-25%	24%	-107%	131%	44%
Internacional	-7%	-4%	6%	-26%	32%	10%
Palmeiras	-27%	-14%	13%	-95%	108%	34%
Ponte Preta	-56%	-54%	3%	-116%	119%	36%
Santos	-20%	-14%	7%	-66%	73%	25%
São Paulo	-5%	0%	6%	-40%	46%	15%
Vasco da Gama	-10%	-9%	3%	-22%	24%	9%

A análise conjunta dos índices de margem líquida e margem operacional revela resultados interessantes. Vários clubes que apresentam margem líquida negativa mostram margem operacional acima de zero. Verifica-se essa diferença pela análise do Gráfico 6 e da Tabela 7.

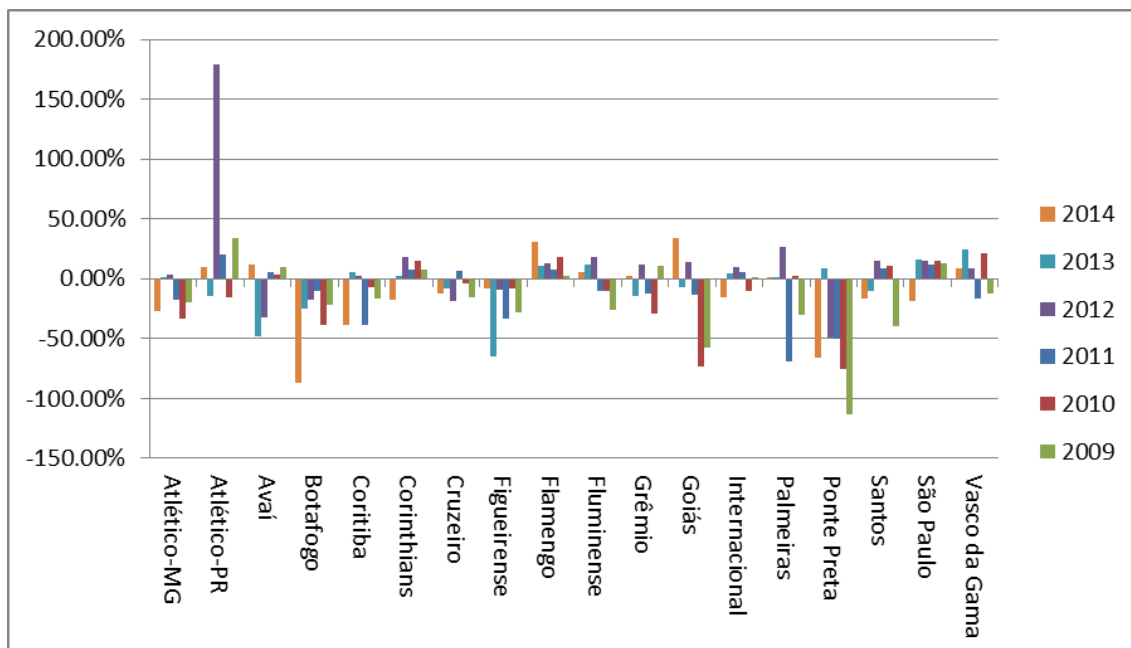


Gráfico 6. Margem operacional dos clubes em porcentagem entre 2009 e 2012.

É importante frisar que a margem operacional é calculada a partir do lucro operacional. Nesse tipo de resultado, ainda não foram descontadas as despesas financeiras nem a provisão para o Imposto de Renda. Como foi mencionado anteriormente, os clubes brasileiros têm níveis de endividamento relativamente altos. Consequentemente, são obrigados a pagar enormes quantidades em virtude dos juros. Esse montante acaba sendo descontado depois do lucro operacional. Assim, explica-se a grande disparidade entre a margem líquida e a margem operacional.

Tabela 7. Média, mediana, máxima, mínima, amplitude e desvio-padrão da margem operacional dos clubes no período de 2009 a 2014.

Clubes	Margem Operacional					
	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Amplitude	DP
Atlético-MG	-16%	-19%	3%	-34%	37%	14%
Atlético-PR	35%	15%	180%	-16%	195%	67%
Avaí	-8%	4%	12%	-48%	60%	23%
Botafogo	-33%	-23%	-10%	-87%	77%	25%
Coritiba	-15%	-12%	6%	-39%	44%	18%
Corinthians	6%	8%	18%	-18%	36%	12%
Cruzeiro	-9%	-10%	6%	-19%	25%	8%
Figueirense	-25%	-19%	-8%	-65%	57%	20%
Flamengo	14%	12%	31%	2%	29%	9%
Fluminense	-2%	-2%	18%	-26%	44%	15%
Grêmio	-5%	-5%	12%	-30%	41%	15%
Goiás	-17%	-10%	34%	-73%	107%	38%
Internacional	-1%	3%	9%	-16%	25%	9%
Palmeiras	-12%	1%	26%	-69%	96%	31%
Ponte Preta	-58%	-58%	9%	-113%	122%	36%
Santos	-5%	-1%	15%	-40%	55%	19%
São Paulo	9%	14%	16%	-19%	35%	12%
Vasco da Gama	6%	9%	24%	-16%	40%	15%

3. Resultados das estimações econométricas

Tendo disponíveis as variáveis dependentes (ROA, TAM, PERM, SP, RJ e 2013-2014) de cada clube e em cada ano do período, foi possível, a partir de software econométrico EViews, verificar quais os fatores impactam no endividamento dos clubes de futebol brasileiros. Os resultados podem ser analisados na Tabela 8.

Tabela 8. Resultados da estimação econométrica.

Variável	Coefficiente	p-valor
<i>c</i>	0,1793	0,8961
<i>ROA</i>	-2,7676	0.0000
<i>TAM</i>	0,0831	0,5117
<i>PERM</i>	-0,0021	0,0051
<i>SP</i>	-0,0107	0,9613
<i>RJ</i>	1,0658	0.0000
Ano	0,3153	0,0896
<i>R</i> ²	0,5454	
Estatística <i>F</i>	20,1925	
Prob(<i>F</i>)	0,0000	
Estat. DW	0,7048	

Primeiramente, é necessário apontar que 54,54% da variabilidade do endividamento dos clubes (END) é explicada pelas variáveis explicativas do modelo. Além disso, com exceção ao intercepto, à variável binária relativa aos clubes do estado de São Paulo e à variável de Tamanho (*proxy* realizada a partir do logaritmo natural das receitas auferidas), as variáveis apresentaram-se estatisticamente significativas.

Quanto ao coeficiente associado à variável *ROA*, observa-se que é negativo. Portanto, está de acordo com a hipótese mencionada anteriormente. Ou seja, um aumento da rentabilidade tende a diminuir o endividamento do clube, visto que recursos provenientes do lucro líquido podem ser reinvestidos, diminuindo a dependência por empréstimos e financiamentos. Vale destacar que, dentre as variáveis estatisticamente significativas, esta apresentou o maior impacto sobre o endividamento.

Em relação à variável *PERM*, percebe-se uma relação negativa com o endividamento. Logo, confirma-se a ideia de que os clubes mais estruturados, ou seja, aqueles que possuem maior ativo permanente, tendem a apresentar menor dívida. Se estes foram capazes de montar uma infraestrutura mais completa, provavelmente precisam de menores quantidades de financiamento.

Quanto à variável referente aos times cariocas (*RJ*), observa-se que a relação com o endividamento é positiva. Desse modo, está de acordo com o que havia sido colocado como hipótese. O coeficiente pode ser interpretado no seguinte sentido:

independentemente da rentabilidade, das receitas e do valor do ativo permanente, os clubes cariocas apresentam, segundo o modelo, um índice de endividamento superior em 1,0658 comparado a clubes de outros estados.

Por fim, relativo à variável do biênio 2013-2014 (*ANO*), o resultado da estimação econométrica também confirmou a hipótese esperada. Como mencionado anteriormente, o período em questão foi marcado por uma intensa desaceleração da economia brasileira, o que impactou diretamente na capacidade dos clubes de auferir receitas e, portanto, forçou-os a buscar empréstimos, elevando a quantidade de endividamento.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme os demonstrativos financeiros divulgados pelos clubes brasileiros de futebol, a atividade futebolística não é lucrativa. Os times, em geral, fecham os balanços anuais com prejuízo, excluindo raras exceções. Isso é facilmente compreensível, no sentido que, diferentemente de uma empresa, o objetivo final de um clube não é o lucro, mas sim resultados positivos dentro das diversas competições disputadas. Percebe-se um caráter passional nos gestores dos clubes, os quais geralmente são torcedores aficionados.

Porém, isso não significa que os clubes possam gastar sem controle, colocando as vitórias constantemente num nível de importância superior à saúde financeira. Dívidas num patamar muito elevado muito provavelmente comprometerão a capacidade de autogestão dos times, uma vez que há obrigações a serem cumpridas.

Uma das principais conclusões do modelo econométrico aponta que clubes mais estruturados tendem a ser menos endividados. Ou seja, mesmo tendo investido em maiores quantidades (para formar essa estrutura), conseguem, concomitantemente, uma menor necessidade de financiamento. Uma possível explicação para isso seria uma melhor capacidade de boa alocação dos recursos disponíveis. Assim, prova-se que são mais organizados. Apesar de o sucesso nas competições envolver diversos outros fatores, esses gestores conseguem cumprir mais a fundo seus deveres.

Outro resultado do modelo que merece ser destacado é quanto à relação negativa entre rentabilidade e o endividamento. Clubes com maior rentabilidade tendem a ser a menos endividados simplesmente porque, dada sua capacidade positiva de organização financeira, há uma menor necessidade de levantar recursos de terceiros. Além de isso sugerir que são mais competentes na realização de suas atividades, também apresentam menores riscos de inadimplência. Com uma maior quantidade de recursos disponíveis, a tarefa de montar times vitoriosos é facilitada.

A utilização de capital de terceiros é importante no futebol, assim como em qualquer atividade. Porém, a alocação dos recursos deve ser realizada de maneira bastante ponderada, de acordo com a necessidade e as próprias limitações de grandezas dos clubes. Em uma atividade tão custosa como é o futebol, a organização financeira é fundamental no intuito de conquistar os resultados desejados nos campeonatos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços**. Editora Atlas, 2010.

_____, A e LIMA, F. G. **Curso de Administração Financeira**. Editora Atlas, 2010.

BDO RCS Auditores Independentes. Valor das Marcas dos Clubes de Futebol do Brasil. São Paulo, 2015.

BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. São Paulo, Atlas, 2001.

BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas do Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teoria da Estrutura de Capital – as discussões persistem. 2000. **Caderno de Pesquisas em Administração** (USP), São Paulo, v. 1, p. 27-36, 2000.

MAYER, M. M. **Futebol: o negócio por trás do jogo-estudo de caso do São Paulo Futebol Clube**. Rio de Janeiro: Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa, Dissertação de Mestrado, 2010.

MILLER, M. H. Debt and Taxes. **Journal of Finance**, v. 32, p. 261-75, 1977.

MYERS, S. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n.3, p.575-92, 1984.

PEREIRA, C. A.; REZENDE, A. J.; CORRAR, L. J.; LIMA, E. M. A gestão estratégica de clubes de futebol: uma análise entre performance esportiva e resultado operacional. In: 4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2004.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RITTER, J. R. The long-run performance of initial public offerings. **Journal of Finance**, v. 46, n.1, p. 3-27, 1991.

SANTOS, C. M.; PIMENTA JUNIOR, T; CICCONI, E. G. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. **Revista de administração**, São Paulo, v. 44, n. 1, 2009.

SILVA, E. J. Brasil: País do Futebol. **Premissas – Revista da Universidade Federal da Grande Dourados**, Dourados, nº 2, p, 53-55, 2010.

SBRAGIA, S. W. **O Processo de Abertura de Capital das Empresas Brasileiras: Desafios e Incentivos**. 105. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.