



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

## **O Conceito de Valor aplicado ao Flamengo**

A reestruturação que levou o Flamengo ao sucesso  
esportivo

**Pedro de Azevedo Fonseca**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS**

**DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**

**Graduação em Administração de Empresas**

Rio de Janeiro, novembro de 2022.



**Pedro de Azevedo Fonseca**

## **O Conceito de Valor aplicado ao Flamengo**

A reestruturação que levou o Flamengo ao sucesso esportivo

### **Trabalho de Conclusão de Curso**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientador: Fernando Carlos Rodrigues Cortezi

Rio de Janeiro  
Novembro de 2022.

## **Agradecimentos**

A meus pais e padrasto, Georgiana, Alexandre e Felipe, por me proporcionarem todas as condições, desde pequeno, para que eu tivesse uma educação de excelência, me preparando para os desafios que a vida nos proporciona.

A meus irmãos, Felipe, Bruno e agora o Gael, por, em diversos momentos, trazerem leveza e bom humor em meio a situações delicadas.

A meus avós, Maria Luiza e Pedro, por terem colaborado diretamente para que eu seguisse com a minha graduação.

A minha namorada, Luiza, por sempre me estimular e insistir em aflorar o máximo do meu potencial intelectual, humano e profissional.

A meus amigos, Bruno e Pedro, com quem compartilho o meu dia a dia e atuaram como irmãos nesse processo, cobrando e me estimulando para que eu pudesse chegar até aqui.

A meu professor orientador, Fernando, pelos importantes conselhos na confecção deste trabalho, e a todos os professores da PUC – Rio, que com certeza, têm influência direta na minha formação.

A minha avó Angela, que apesar de não estar mais aqui, certamente está celebrando esse momento.

## **Resumo**

Fonseca, Pedro de Azevedo. O Conceito de Valor aplicado ao Flamengo. Rio de Janeiro, 2022. 59 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

No início do ano de 2013, o Clube de Regatas do Flamengo, atolado em dívidas e com quase todas as receitas do então ano comprometidas, rompia o contrato de sua maior estrela, Vagner Love, e o devolvia ao CSKA, da Rússia. Iniciava-se ali, uma quebra com anos de negligência administrativo-financeira, encabeçada pelo então presidente eleito, Eduardo Bandeira de Mello, para o período de 2013 a 2015. Este estudo busca analisar o Clube de Regatas do Flamengo e tem como período de foco o intervalo de 2012 a 2021 – em 2012 se encerrava o mandato de Patrícia Amorim, e em 2021 o Flamengo chegava a sua segunda final de Libertadores da América em 3 anos e batia um faturamento superior a 1 bilhão de reais, tendo passado pelo ano de maior sucesso esportivo desde 1981, o ano de 2019. Nesse sentido, o estudo traz, como objetivo principal a análise do valor econômico do Clube de Regatas do Flamengo, através do método de Tom Markham, e como ele se relaciona com a capacidade

de se manter competitiva alcançada pela instituição, que após anos de montagens de times fracos, passa a figurar, invariavelmente, entre os postulantes aos principais títulos do país e do continente.

Palavras- chave

*Valuation*, sucesso, Flamengo, desempenho esportivo.

## **Abstract**

Fonseca, Pedro de Azevedo. The Value Concept applied to Flamengo. Rio de Janeiro, 2022. 59 pages. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

By the year of 2013, the Flamengo Club, swamped with debts, and with most of its anual revenues already committed, the board breached the contract with its major soccer player, Vagner Love, and returned him to his previous team in Russia, the CSKA. There was the beginning of the club's crash with years of irresponsibility, headed by its general representative (also called as president), Eduardo Bandeira de Mello, during the years of 2013-2015. This review focus on analyze the Flamengo's Club management during the years of 2012 until 2021: by the year of 2012, it was the end of Patrícia Amorim's management, and by 2021, Flamengo's soccer major team achieved its second Libertadores da America Tournament finals in the last 3 (three) years, with a revenue peak above to R\$1 billion, exceeding its best year since 1981, that was the year of 2019. In summary, this review provides as main subject to analyze the financial value of Flamengo's Club, applyng Tom Markham's method of valuation, and its ability to keep itself competitive during the last years and postulating for the main

tournaments in the country and continent, after so many years building weak soccer teams.

**Key-words**

Valuation, success, Flamengo, sports performance.

## Sumário

1.Introdução.....	1
2.Clube de Regatas do Flamengo.....	3
2.1.Resumo Histórico.....	3
2.2.Endividamento Gerado até 2012.....	8
2.3.Reestruturação Financeira.....	20
3.Valuation.....	30
3.1.Conceito.....	30
3.2.Valuation para Clubes de Futebol.....	32
3.3.Metodologia.....	35
3.4.Limitações do Estudo.....	41
4.Resultados.....	42
4.1.Valuation do Flamengo em 2012.....	42
4.2.Valuation do Flamengo em 2019.....	45
4.3.Valuation do Flamengo em 2021.....	48
4.4. Relação Valuation e Desempenho.....	50
5.Conclusão.....	54
6.Referências Bibliográficas.....	55

## Lista de Gráficos

Gráfico 1: Percentual de Torcedores.....	7
Gráfico 2: Endividamento anos 90.....	11
Gráfico 3: Faturamento anos 90.....	12
Gráfico 4: Prejuízos anos 90.....	12
Gráfico 5: Endividamento 2012.....	22
Gráfico 6: Faturamento 2015.....	25
Gráfico 7: Faturamento 2015 (%) .....	25
Gráfico 8: Faturamento x Endividamento.....	27
Gráfico 9: Evolução de Desempenho.....	51
Gráfico 10: <i>Valuation</i> x Contratações.....	52

## Lista de Tabelas

Tabela 1: Investimento até 2021.....	28
Tabela 2: Aplicação de diferentes modelos.....	33
Tabela 3: Balanço Patrimonial (Ativos) 2021.....	36
Tabela 4: Balanço Patrimonial (Passivo e Patrimônio Líquido) 2021.....	36
Tabela 5: DRE 2021.....	37
Tabela 6: Ranking de Transparência.....	38
Tabela 7: Informações no Balanço.....	39
Tabela 8: Composição Receita 2012.....	43
Tabela 9: DRE 2012.....	44
Tabela 10: <i>Valuation</i> Flamengo 2012.....	44
Tabela 11: Composição Receita 2019.....	45
Tabela 12: DRE 2019.....	46
Tabela 13: <i>Valuation</i> Flamengo 2019.....	47
Tabela 14: Composição Receita 2019.....	48
Tabela 15: DRE 2019.....	49
Tabela:16: <i>Valuation</i> Flamengo 2019.....	50
Tabela 17: Desempenho Esportivo.....	51
Tabela 18: Comparação de <i>Valuations</i> .....	52



## 1 Introdução

Sucesso. De acordo com a definição do dicionário, sucesso é uma consequência positiva de alguma coisa que expressa o êxito de quem a fez. Nesse contexto, podemos enxergar o sucesso como um elemento relativo, pois uma ação pode ser considerada um sucesso, ou não, de acordo com quem a realiza. Vejamos: para um bebê, andar é sinônimo de sucesso, já para uma criança entre 5 e 7 anos, escrever é uma conquista bem sucedida. Entrando no mundo corporativo, o sucesso de uma empresa é expresso quando ela consegue gerar valor não só para seus acionistas como para todos os envolvidos no seu ambiente.

Quando nos questionamos a respeito do sucesso de um clube de futebol, imediatamente direcionamos nossos pensamentos e nossa análise para a conquista de títulos. No Brasil, esse foi o *mindset* que norteou, durante muitos anos, as tomadas de decisão dos dirigentes dos clubes. Testemunhamos, então, nas últimas décadas, a formação de supertimes que alcançavam as cobiçadas taças, mas deixavam um legado caótico para os cofres do clube. O Fluminense da Unimed, o Cruzeiro da década de 2010 e o Flamengo do final da década de 90 e da primeira década dos anos 2000 são alguns dos exemplos. Como afirmou Téo Benjamin em seu livro “Outro Patamar”, “o horizonte era sempre de, no máximo, três anos, o período de um mandato”.

Portanto, para um clube de futebol ser bem sucedido, não basta vencer de maneira irresponsável financeira e administrativamente, ou aleatória. É necessário entender que a conquista esportiva deve caminhar ao lado de decisões austeras e que preservem a identidade e a capacidade do clube se manter competitivo no longo prazo.

Pensando nisso, a partir de 2013, sob o comando do então presidente eleito, Eduardo Bandeira de Mello, a Chapa Azul, formada por uma série de empresários bem sucedidos em seus ramos de atuação, iniciou a reestruturação financeira que encerrou os tempos de irresponsabilidades financeiras no Clube de Regatas do Flamengo, representadas pela célebre frase de Márcio Braga, outrora presidente: “Acabou o dinheiro”; e iniciou um período de

profissionalização que resultaram no ano mágico de 2019 e nas constantes disputas no topo nos anos seguintes.

O objetivo principal deste trabalho é apresentar uma nova perspectiva de valor para clubes de futebol, no caso do presente estudo, o Clube de Regatas do Flamengo. A partir da análise das medidas que endividaram o clube na década de 90 e da reestruturação financeira adotada como política da organização desde 2013, aplicaremos o modelo de Tom Markham para *valuation* de clubes de futebol, a fim de obter o valor econômico do Clube de Regatas do Flamengo nos anos de 2012, 2019 e 2021; e compará-lo com o desempenho esportivo do clube no mesmo período. Feita essa comparação traçaremos um paralelo entre o *valuation* do Flamengo e sua capacidade de se manter competitivo, definindo a relação que existe entre essas variáveis.

A justificativa para esse estudo são os anos que o Clube de Regatas do Flamengo passou na mão de gestões populistas e não alcançou o sucesso e a expectativa é que ele possa ser utilizado para analisar outros clubes do futebol brasileiro e, não só entender em qual momento eles se encontram de sua relação valor x desempenho, como também servir como ferramenta para alinhamento de expectativa entre o valor de um clube e qual nível de sucesso esportivo ele pode atingir.

## 2. Clube de Regatas do Flamengo

Para iniciarmos o nosso estudo, é fundamental que entendamos todas as características que compõe o nosso objeto de análise, o Clube de Regatas do Flamengo. Desta forma, o clube será brevemente apresentado em um resumo histórico, em seguida, detalharemos como o Flamengo chegou ao final de 2012 com uma dívida equivalente a R\$ 750 milhões. Finalmente, contaremos quais medidas foram adotadas para que o clube se reestruturasse.

Fundado em 1895, o Clube de Regatas do Flamengo tem sede na Gávea, porém, conforme Ruy Castro (2004):

O Rio foi seu berço, mas sua casa é o Brasil. Sua camisa vermelha e preta viaja de canoa pelos igarapés, galopa pelas coxilhas, caminha pelos sertões, colore todas as praias, está nas favelas, nos conjuntos habitacionais e nas coberturas triplex.

A afirmação evidencia a grandeza do clube e, a partir de agora, vamos entender como ela foi construída.

### 2.1. Resumo Histórico

Hoje sediado na Gávea, o Clube de Regatas do Flamengo foi fundado no longínquo ano de 1895, na praia do Flamengo. Como o próprio nome aponta, o Flamengo nasce como um clube de regatas. Ruy Castro (2004) nos conta:

O esporte favorito da *Belle Époque* carioca, mais até do que o turfe, era o remo. No Rio de fins do século XIX, os domingos pertenciam às regatas.

As praias frequentadas à época, eram as praias de Botafogo, Santa Luzia, São Cristóvão, Caju e do Flamengo. Dessas, todas tinham os seus clubes de remo. Apenas a praia do Flamengo não tinha o seu.

Os moradores de Botafogo iam remar nas praias do Flamengo, o que chamava a atenção das moças do bairro, desacostumadas a encontrarem

rapazes fortes e musculosos; e deixava os meninos do bairro do Flamengo enciumados. Diante disso, seis jovens decidem fundar um grupo de regatas do Flamengo. Os jovens eram Nestor de Barros, Jose Agostinho Pereira da Cunha, Augusto Silveira, Mario Espínola, Jose Felix da Cunha Meneses e Felisberto Laport, que, como ato de confirmação da existência de uma associação de remadores, compram uma baleeira de seis remos e a nomeiam *Pherusa*.

Entusiasmados, os jovens decidiram atravessar da ponta do Caju até a praia do Flamengo a bordo da *Pherusa*. Entretanto, no meio da travessia, o tempo virou, uma forte chuva pairou sobre seu caminho e a embarcação começou a se despedaçar. Quando já não tinham mais esperanças, os jovens foram resgatados e levados à costa, juntamente com os destroços da *Pherusa*.

Determinados a formarem um grupo de regatas do bairro, os jovens compraram outra baleeira, dessa vez de quatro remos, e a nomearam *Sycra*. Então, no dia 17 de novembro de 1895, foi realizada uma assembleia de fundação do Grupo de Regatas do Flamengo.

Inicialmente, suas cores eram o azul e o amarelo dourado. Entretanto, como essas cores desbotavam facilmente, principalmente quando em contato com a água do mar, e os recursos eram escassos para encomendar novos uniformes constantemente, no ano de 1986 o vermelho e o negro foram adotados como cores oficiais do grupo. A alteração do nome veio apenas no ano de 1902, proposta por Mario Pederneiras, o grupo adotara o nome pelo qual é conhecido até hoje: Clube de Regatas do Flamengo.

Ruy Castro (2004) narra que a ideia do Flamengo como um clube popular já começava a surgir desde a época das regatas. Primeiramente, o clube decidiu acabar com a utilização de nomes gregos para as suas embarcações. No lugar desses, optaram por utilizar nomes indígenas como *Tupi*, *Irerê*, *Itabira*, entre outros. Em segundo lugar, um fato até mais curioso, a chegada do Clube de Regatas Vasco da Gama teve papel fundamental na popularidade alcançada pelo Flamengo.

O Vasco era um clube fundado pela colônia portuguesa do Rio e, apesar da independência do Brasil ter ocorrido em 1822, no início do século seguinte, ainda havia muitos portugueses residentes no Rio de Janeiro, que atuavam principalmente no comércio. Desta forma, o carioca se aproveitava de qualquer situação para resistir a existência deles em suas terras. Segundo Ruy Castro (2004):

Quando surgiu a oportunidade de derrotá-los no esporte, a coisa se tornou uma questão de honra. Onde, a cada vitória do Flamengo sobre o Vasco no remo, o Lamas regurgitava e seus torcedores saíam pela rua do Catete pendurando tamancos e postas de bacalhau na porta dos estabelecimentos ligados à Coroa portuguesa.

Ou seja, a ligação do Vasco com os antigos colonizadores acendia um sentimento nacionalista no carioca que se via vingado pelas vitórias do Flamengo sobre o rival nas regatas. Ruy Castro (2004) ainda afirma:

Os vascaínos podem ranger os dentes com esta ideia, mas, ao ter acendido os brios nacionalistas do carioca, o Vasco foi um dos responsáveis pela súbita e avassaladora popularidade do Flamengo.

O principal objeto de análise deste estudo, o futebol do Clube de Regatas do Flamengo, só começou em 1912, ao vencer uma partida por 16 a 2 sobre o modesto Mangueira. A história do surgimento do time de futebol do Flamengo é curiosa. Nos jogos finais do Campeonato Carioca de 1911, o centroavante Alberto Borgerth, líder e capitão da equipe do Fluminense, que remava no Flamengo, foi substituído por um zagueiro ao longo de uma partida. Tal substituição irritou Borgerth, que ao lado do plantel de jogadores, protestou para a diretoria contra a comissão técnica. Os dirigentes não cederam aos protestos de seu elenco, o que fez com que, liderados por Borgerth, os jogadores decidissem jogar a final pelo Fluminense e depois conversar sobre o futuro.

A decisão tomada por Alberto Borgerth e outros 8 então titulares do Fluminense (Baena, Píndaro, Néri, Amarante, Galo, Orlando Mattos Gustavo de Carvalho e Lawrence Andrews) foi a de fundar uma seção de futebol no Flamengo. Inicialmente, o clube foi contra, pois o futebol era considerado um esporte de elite. Por já remar no Flamengo, Borgerth foi determinante para que a ideia se concretizasse. Surgia, então, o futebol do Clube de Regatas do Flamengo.

Com um time de futebol recém-formado, o Flamengo não tinha um campo de futebol, onde podia realizar os seus treinos. Por conta disso, os jogadores tinham suas sessões de treinamento na rua. Tal medida aproximou os jogadores da população em geral, principalmente das crianças, que podiam

acompanhar de perto os jogadores, sendo este mais um fator determinante para a construção da popularidade do Flamengo.

Como pode-se perceber, o Flamengo da era amadora, apesar de existir em um contexto elitista, já cultivava ações que futuramente fariam parte de seu caráter popular. Entretanto, foi no início da década de 30, sob a gestão do presidente José Bastos Padilha, que o Flamengo se posicionou de fato como um clube verdadeiramente popular e nacional.

Para Coutinho (2013):

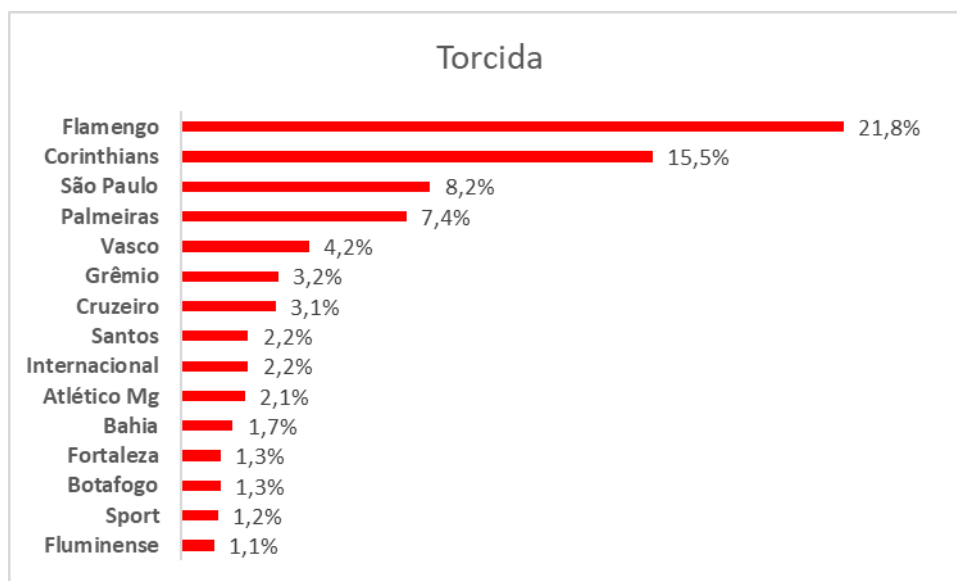
O clube nesse período organizou um projeto de construção de novos símbolos identitários que permitiram reorganizar a relação da instituição com a torcida. Ou seja, o profissionalismo gestado nos anos 1930 ocorreu em convergência com o processo de popularização da instituição. E foi a transformação das bases simbólicas da instituição ocorrida nos anos 1930 que forjou a memória popular do clube, atribuindo ao Flamengo um caráter popular que remonta ao passado imemorial dos tempos amadores.

Ainda de acordo com Coutinho (2013):

José Bastos Padilha, presidente que tomou a frente de todas essas realizações do clube, foi o dirigente que não viu o Flamengo ser campeão na sua gestão. Isso é muito importante, pois confirma uma hipótese central para este trabalho: os resultados desportivos não são fatores explicativos para a popularidade dos clubes de futebol. Exatamente no momento de maior insucesso desportivo do clube, o Flamengo conseguiu arregimentar o maior número de torcedores.

Ou seja, foi a partir da década de 30 que, mesmo não alcançando o sucesso esportivo o Flamengo se consolidou como uma força nacional, que, nos dias de hoje, sempre aparece liderando pesquisas de números de torcedores.

Gráfico 1 – Percentual de Torcedores



Fonte: Elaborado pelo autor, a partir da pesquisa O GLOBO/Ipec

Contudo, a glória máxima do futebol é a conquista de títulos e o Flamengo não se contentou em apenas ser dono da maior torcida do Brasil. Desde sua fundação até os dias de hoje, o clube enfrentou momentos de turbulência e de glórias esportivas, alcançando muito êxitos. Dentre os principais, estão:

#### Internacionais

- Mundial interclubes - 1981
- Taça Libertadores da América - 1981, 2019 e 2022
- Copa Mercosul - 1999
- Copa Ouro Sul-americana - 1996 (invicto)
- Recopa Sul-Americana – 2020

#### Nacionais

- Campeonato Brasileiro (8 títulos) - 1980, 1982, 1983, 1987, 1992, 2009, 2019 e 2020
- Copa do Brasil - 1990 (invicto), 2006, 2013 e 2022
- Supercopa do Brasil - 2020 e 2021
- Torneio Rio-São Paulo - 1940 e 1961

#### Estaduais

- Campeonato Carioca - (37 títulos) 1914, 1915 (invicto) 1920 (invicto), 1921, 1925, 1927, 1939, 1942, 1943, 1944, 1953, 1954, 1955, 1963, 1965, 1972, 1974, 1978, 1979, 1979 (especial - invicto), 1981, 1986, 1991, 1996 (invicto), 1999, 2000, 2001, 2004, 2007, 2008, 2009, 2011 (invicto), 2014, 2017 (invicto), 2019, 2020 e 2021.

No entanto, a incessante busca por resultados esportivos, aliada à pressão exercida pela maior torcida do Brasil, trouxe consigo uma série de gestões nocivas financeiramente ao Clube de Regatas do Flamengo. Preocupados em vencer e atender aos anseios de uma torcida nacional, muitos dirigentes lideraram períodos de negligência que levaram a instituição ao fundo do poço no ano de 2012.

## **2.2.Endividamento gerado até 2012**

Após um breve resumo histórico do que é o Clube de Regatas do Flamengo e o que o caracteriza, podemos começar a entender como, ao final de 2012, o clube era detentor de uma dívida de cerca de 750 milhões de reais e vivia um dos momentos mais delicados de sua história.

A década de 80 foi a mais vitoriosa da história do clube. Entre 1980 e 1987, o Flamengo venceu quatro Campeonatos Brasileiros, uma Libertadores e um Mundial de Clubes, além de vencer dois Cariocas e um ou outro torneio de menor expressão. O ato final de um período de glórias para o rubro-negro foi em 1992, quando vencera o Campeonato Brasileiro pela última vez, antes de um jejum de 17 anos.

Contudo, a partir dos anos 90, uma série de gestões populistas tomaram conta da Gávea, o que contribuiu consideravelmente para que o clube se visse quase sem saída ao final do ano de 2012. Para entendermos o quanto essas gestões foram onerosas para os cofres do clube, precisamos mergulhar em três períodos determinantes para a construção da situação calamitosa encontrada pela Chapa Azul, quando assumiram o comando do clube, no início de 2013. São eles: as presidências de Kleber Leite, Edmundo Santos Silva, para muitos considerado o pior presidente da história do clube, e Patrícia Amorim.

Em 1995, Kleber Leite assumia a presidência do Flamengo e, com ele, a promessa de que o clube continuaria a trilhar o caminho das vitórias percorrido nos gloriosos anos 80. Como primeiro ato de seu mandato, Kleber Leite decide abalar as estruturas do mercado brasileiro contratando Romário. O jogador havia



sido eleito o melhor jogador do mundo no ano anterior, após grande exibição na Copa do Mundo. Atualmente, é inimaginável a contratação do melhor jogador do mundo por um clube brasileiro. Capelo (2020) nos ajuda a entender como foi possível concretizar o negócio:

Romário foi contratado em janeiro de 1995, pouco depois do lançamento do Plano Real, o plano econômico que estabilizou a inflação depois de um longo período de desordem.

A estabilização da moeda brasileira abriu uma janela rara para o futebol brasileiro. Entre 1994 e 1999, o Brasil manteve a moeda nacional emparelhada com o dólar. Um para um. Quando Romário foi comprado pelo Flamengo por US\$ 4,6 milhões, ele custou R\$ 4,6 milhões.

Capelo (2020) ainda nos conta que, apenas o emparelhamento do real com o dólar não seria suficiente para que a contratação fosse concretizada. Além disso, Kleber Leite recorreria à outras quatro empresas e à prefeitura:

Kleber Leite conseguiu as contribuições de quatro empresas – Banco Real, BarraShopping, Brahma e Umbro –, além de ter contado com apoio da prefeitura do Rio de Janeiro. Apoio de um órgão público na contratação de um jogador de futebol? Coisa dos anos 1990.

Para justificar seu movimento, o então presidente rubro-negro prometeu que a contratação de Romário zeraria as dívidas do clube, Capelo (2020) explica:

Kleber Leite, presidente rubro-negro que executou a contratação na época, apoiou-se num velho raciocínio do futebol brasileiro para justificar o investimento. A chegada do ídolo abriria novas receitas, pagaria o investimento, e muito mais.

Em maio do mesmo ano, o Flamengo ainda buscava a contratação de Edmundo, outro badalado astro que havia feito sucesso no Palmeiras nas temporadas anteriores. Huber (2020) detalha os valores da operação e a recepção do jogador:

O Flamengo comprou Edmundo por 5 milhões de dólares, divididos em três parcelas. Ao jogador, o clube pagou 750 mil dólares e assinou contrato até dezembro de 96. A recepção ao Animal no Rio foi com muita festa. O prefeito César Maia recebeu o atacante no aeroporto com a chave da cidade, e um carro dos bombeiros o levou até a Gávea.

A ideia do presidente, em comemoração ao centenário do clube, era formar um esquadrão capaz alcançar vitórias e encantar o seu torcedor. Todavia, em desacordo com as expectativas geradas pelo mandatário, os astros rubro-negros não brilharam e o Flamengo teve uma campanha decepcionante, frustrando a todos. Huber (2020) conta:

Com um elenco desequilibrado, falta de sintonia dentro e fora de campo, excesso de vaidades, estrutura deficiente e a passagem de três treinadores no ano - Luxemburgo, Edinho e o radialista Washington Rodrigues -, o Flamengo não decolou no Brasileiro. Acumulou resultados ruins e só se salvou do rebaixamento na reta final da competição - 21º lugar, com 24 clubes participantes.

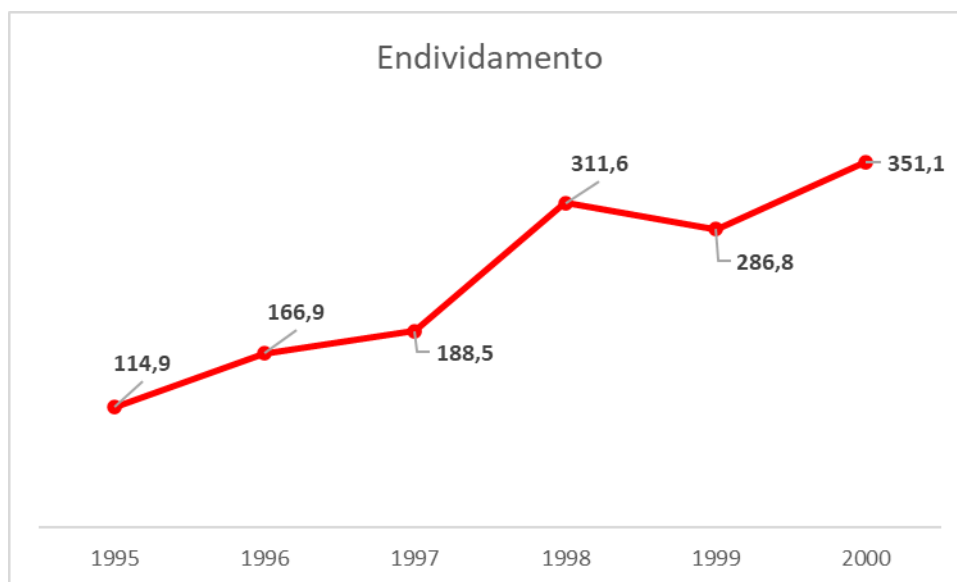
Edmundo participou de 14 partidas no Brasileiro. Sua despedida foi no empate por 0 a 0 com o Internacional, em Porto Alegre. Em uma disputa com o zagueiro Gamarra, o atacante fraturou um osso do pé esquerdo e ficou fora do restante da temporada.

Além disso, ao contrário da promessa feita de zerar as dívidas do clube, os movimentos realizados em meados dos anos 90 serviram apenas para inflar a dívida rubro-negra. De acordo com Capelo (2020):

Na verdade, o endividamento rubro-negro só aumentou após a contratação de Romário e de outras estrelas. O Flamengo começou a antecipar receitas da televisão, impostos não foram pagos, dívidas trabalhistas (com jogadores, técnicos e demais funcionários) foram acumuladas. O discurso só valeu para justificar a contratação.

O gráfico 2 mostra o endividamento do clube entre os anos de 1995 e 2000, com valores corrigidos pelo IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – a preços de dezembro de 2021:

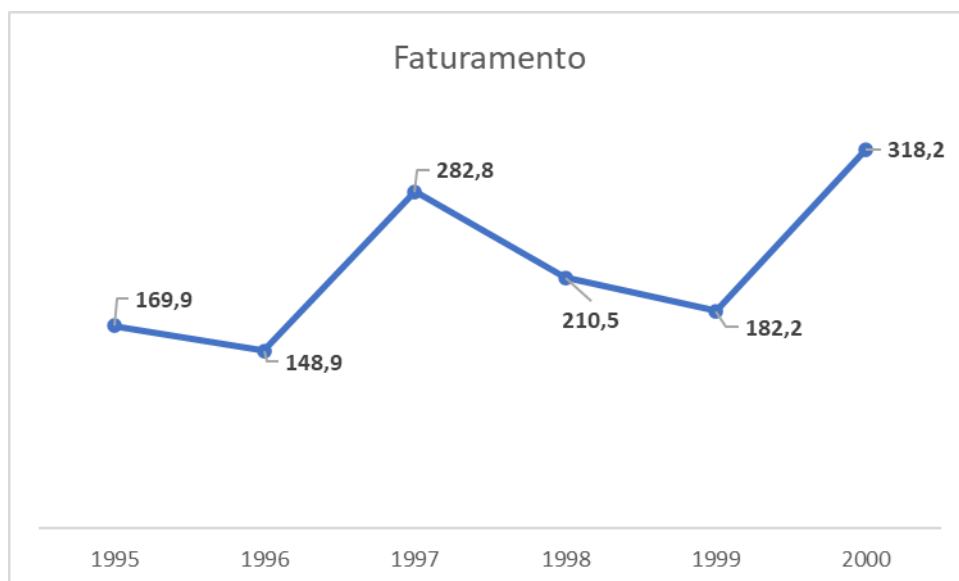
Gráfico 2 (em milhões de reais) – Endividamento anos 90



Fonte: Elaborado pelo autor, a partir de Capelo (2020)

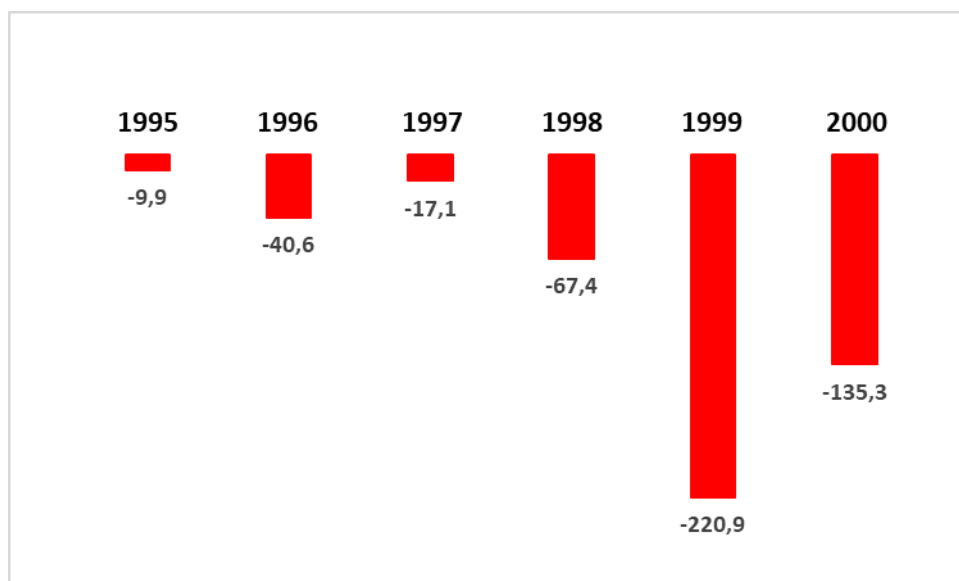
Neste período, conforme previsto pelo então presidente, o faturamento do clube até chegou a aumentar. Entretanto, esse aumento não foi suficiente para conter a sangria iniciada pelos ousados sonhos de Kleber Leite. Os gráficos 3 e 4 mostram o faturamento do Flamengo e os prejuízos gerados no período entre 1995 e 2000, respectivamente:

Gráfico 3 (em milhões de reais) – Faturamento anos 90



Fonte: Elaborado pelo autor, a partir de Capelo (2020)

Gráfico 4 (em milhões de reais) – Prejuízos anos 90



Fonte: Elaborado pelo autor, a partir de Capelo (2020)

Como saldo de tamanho investimento, na gestão de Kleber Leite, o Flamengo terminou campeão apenas de um Campeonato Carioca e uma Copa Ouro Sul Americana, ambos no ano de 1996. Muito pouco para quem apostou tudo na formação do “melhor ataque do mundo”, como ficou conhecido o ataque formado por Sávio, Romário e Edmundo, para levantar taças.

Em 1999, Edmundo Santos Silva assumiu como mandatário do clube. Conforme Huber (2020), o Edmundo apostou em uma parceria vinda de fora para recolocar o Flamengo nos trilhos da vitória:

Há 20 anos, os rubro-negros acreditaram que uma solução rápida vinda da Suíça elevaria o patamar do clube e resolveria todos os problemas dentro de fora do campo. Não foi bem assim.

A parceria seria feita com a ISL, uma empresa de marketing esportivo, e o objetivo era tornar o clube o número 1 do Brasil no futebol e nos negócios, como conta Huber (2020):

Na cerimônia, na Gávea, Heiz Schurtenberger, representante dos suíços, afirmou que em pouco tempo o clube seria o número 1 do Brasil no futebol, nos negócios e estaria na lista dos dez clubes mais bem sucedidos do mundo. De início, prometeu dois ou três jogadores de prestígio internacional para alavancar campanhas.

Huber (2020) ainda nos conta detalhes dos investimentos que seriam feitos pela nova parceira do clube:

O acordo com a ISL foi assinado por 15 anos, no valor de 80 milhões de dólares (cerca de R\$ 150 milhões na cotação da época). Deste valor, 40 milhões de dólares seriam investidos no futebol. O projeto também previa a construção de um estádio, que seria custeado pela empresa, além da compra do "Fla-Barra", onde o time treinava.

Conforme Huber (2020), a ideia da parceria era contratar jogadores estrelados para se juntarem a jovens talentos formados na base do clube rubro negro. Petkovic foi o primeiro grande nome a se juntar ao elenco, junto ao sérvio, chegaram Tuta, Catê, Jorge Soto e Lúcio, nomes menos badalados. Pouco tempo depois, Gamarra, Alex, Denílson e Edílson, esses sim, outras grandes estrelas. Dentre os jovens formados no clube estavam o goleiro Julio César, o zagueiro Juan, o lateral esquerdo Athirson e o atacante Adriano, que mais tarde ficaria conhecido como Imperador.

Novamente, a estratégia de contar com um elenco estrelado falhou e as expectativas não foram atendidas, como explica Huber (2020):

A constelação em campo, no entanto, não rendeu os resultados esperados. Com muitos atrasos de salário e problemas administrativos, o clube se perdeu.

- Tínhamos um time forte, mas o Flamengo vivia um momento conturbado, com menos estrutura, e refletiu naquele grupo. Era um grupo muito talentoso, mas que não deu certo devido à organização - disse Juan.

Huber (2020) ainda nos conta sobre o fim da parceria:

Em abril de 2001, depois de 15 meses, a parceria terminou. A ISL, que já atrasava seus pagamentos ao clube, teve decretada sua falência na Suíça, e o Flamengo ficou com as dívidas e viu seu orçamento cair em quase metade.

É importante ressaltar que, no ano de 1999, a equiparação do real com o dólar já havia se encerrado. Como conta Capelo (2020):

A janela se fechou em 1999, depois que Fernando Henrique Cardoso se elegeu presidente pela segunda vez. Logo no início de seu segundo mandato, ele abandonou o que a economia chamava de "bandas cambiais". O governo mudou a mecânica para o "câmbio flutuante". O real, que oscilava dentro de uma margem, a partir daí não tinha mais amarras e teria sua cotação determinada pelo mercado.

Ou seja, a cotação do dólar não era mais de um para um e, as dívidas adquiridas em dólar teriam ainda um custo cambial a ser considerado.

O Flamengo do final do século passado e início dos anos 2000, não parou apenas no futebol. Conforme Huber (2020), os altos investimentos se estenderam para os esportes olímpicos, com a finalidade de fomentar uma rivalidade com o Vasco, que havia fechado uma parceria com o Bank of America, pouco antes do aparecimento da ISL:

Um pouco antes de a ISL chegar ao Flamengo, o Vasco fechou com o Bank of America, um parceiro que, imaginava-se,

seria a solução para os problemas financeiros. Além de montarem os times de futebol mais estrelados do país, os clubes passaram a investir em diversas modalidades e contrataram ídolos para tentar bater de frente com o rival.

Nas piscinas, de um lado a equipe rubro-negra com Fernando Scherer, e do outro o time cruz-maltino liderado por Gustavo Borges. No vôlei, o Flamengo tinha Virna e Leila, e o Vasco, Fernanda Venturini. No basquete, Oscar era o grande astro do Fla, enquanto os vascaínos, liderados por Helio Rubens, contavam com Charles Byrd, Demetrius, Rogério e o jovem Nenê. Tinha clássico no handebol, futsal, remo...

O Flamengo gastava como se não houvesse amanhã e, como os gráficos X e X nos mostraram, o endividamento e os prejuízos do clube eram cada vez maiores.

Conforme o Estadão, as compras de Petkovic e Mozart foram consideradas suspeitas:

O sérvio foi contratado junto ao Venezia (Itália) por US\$ 6,5 milhões, em janeiro de 2000, mas cinco meses depois, ficou comprovado que parte do dinheiro havia sido depositado em paraísos fiscais. Esse foi o primeiro escândalo da sua gestão. Já a contratação de Mozart, em fevereiro de 2000, foi anunciada duas vezes. Isso porque a diretoria do Flamengo anunciou a compra do passe do jogador, na época do Coritiba e que estava com a seleção pré-olímpica, por US\$ 7,5 milhões. Porém, houve reclamações dentro do clube e Edmundo Santos Silva revelou que só havia pago US\$ 3,5 milhões e que mentira para ajudar o clube paranaense. O dirigente acabou não pagando pela compra de Mozart e a administração flamenguista ficou sem poder usar talões de cheque por causa da inadimplência.

Em julho de 2002, Edmundo Santos Silva, acusado de improbidade administrativa, sofreu o primeiro *impeachment* da história do clube. Sob seu comando o Flamengo se sagrou tricampeão carioca (1999, 2000 e 2001), venceu a Copa dos Campeões (2001) e a Copa Mercosul (1999). De acordo com Mattos (2005), Edmundo deixou a presidência do clube com uma herança de aproximadamente R\$ 618 milhões – valores corrigidos pelo IPCA para dezembro de 2021 – em dívidas.

Em 2004, Márcio Braga, que já havia presidido o Flamengo em outras três oportunidades (1977, 1987 e 1992), retornou ao poder. Sufocado pelas dívidas acumuladas nas gestões anteriores, Márcio Braga constantemente se queixava de problemas no fluxo de caixa. Segundo Mattos (2005):

O débito passou a pesar sobre a arrecadação do clube, que, além disso, sofreu uma queda. Hoje, a diretoria diz que nunca recebe o R\$ 1,7 milhão por mês a que tem direito pelo contrato de TV.

A maior parte fica preso em penhoras. "Quando chegamos R\$ 700 mil, ficamos felizes", diz Braga.

Ainda de acordo com Mattos (2005):

Quando Márcio Braga assumiu em 2004, o clube ficou sem o dinheiro da Petrobras por 11 meses, bloqueado pela Justiça. Isso gerou atrasos de salários, com protestos dos jogadores.

Márcio Braga foi reeleito em 2007 para ser o mandatário até o fim de 2009, quando a famosa frase "acabou o dinheiro" ficou famosa após uma reunião entre Márcio Braga e os atletas da equipe de ginástica, conforme relata Cunha (2009):

Após uma reunião de cerca de uma hora e meia, na qual foram informados de que seus contratos - encerrados em dezembro passado - não serão renovados, os três agora se veem obrigados a deixar a paixão rubro-negra de lado para seguirem as carreiras em outro lugar.

- Achei que a reunião fosse ser construtiva, mas me decepcionei. Foi uma facada muito grande - afirmou Diego Hypólito, à direita do presidente. - Do jeito que puseram as coisas, estamos no Flamengo de favor. É como se fechassem as portas e não deixassem escolha: ou vocês ficam por nada ou se quiserem que se mudem para outro clube. O Flamengo chegou ao fundo do poço, o barco está afundando e a gente que se jogue no mar.



No mesmo ano, o Flamengo ainda viria a conquistar o Campeonato Brasileiro. Ao longo de seu último período como presidente do clube, Márcio Braga conquistou, além do Campeonato Brasileiro de 2009, uma Copa do Brasil (2006) e quatro Campeonatos Cariocas (2004, 2007, 2008 e 2009). Nas eleições seguintes, Patrícia Amorim sairia vencedora, sendo a escolhida para comandar o que podemos chamar de último ato de administrações irresponsáveis no Clube de Regatas do Flamengo.

Após um 2010 sem conquistas e brigando contra o rebaixamento, Patrícia Amorim decidiu fazer mais um movimento ousado na história do Flamengo. No início de 2011, o clube anunciava a contratação de Ronaldinho Gaúcho, estrela do futebol mundial, ídolo do Barcelona, multicampeão na Europa e pentacampeão do mundo com a Seleção Brasileira.

Para sacramentar a contratação, o clube acenava com mais uma parceria, assim como Kleber Leite viabilizou a contratação de Romário e Edmundo Santos Silva firmou com a ISL. A parceira da vez era a Traffic, empresa de marketing esportivo. Como relatam Peixoto e Souza (2011), a empresa arcaria com parte dos vencimentos do atleta:

O Flamengo iniciou a negociação propondo R\$ 1 milhão de salários por um contrato de 30 meses. O acordo final chegou a 48 meses e ficou estabelecido que a Traffic banca 75% do valor dos vencimentos e 25% ficam nas mãos do jogador. Porém, os rendimentos de Ronaldinho devem beirar os R\$ 1,6 milhão/mês com incrementos de dividendos de patrocinadores. Tal cifra o colocará na lista dos dez maiores salários do futebol mundial.

Após uma longa negociação envolvendo o jogador e mais três clubes – além do Flamengo, Palmeiras e Grêmio também tinham interesse em repatriar o jogador – Ronaldinho optou pelo Flamengo, onde foi recebido com muita festa, como relata Souza (2021):

De fato, Ronaldinho escolheu permanecer no Rio de Janeiro e atuar no Flamengo. Uma imensa festa foi feita na Gávea, com cantores, artistas e muitos torcedores. Em certo momento os organizadores temeram que o palco desabasse, tamanha quantidade de pessoas. No meio de uma profusão de

vozes e cantorias, a multidão se acalma para ouvir Ronaldinho decretar: “Agora eu sou Mengão”.

Apesar de um 2011 satisfatório em campo, a passagem de Ronaldinho pelo clube foi recheada de polêmicas. Segundo reportagem do UOL, foram inúmeros episódios.

#### Faltas em treinos:

Não foram poucas as vezes que Ronaldinho Gaúcho foi ausência nos treinamentos do elenco. Sem punição ou cobrança por parte da diretoria rubro-negra, o meia utilizou vasto repertório de justificativas, desde insônia até diarreia. Até o início de abril, foram 12 faltas.

#### Noitadas:

No dia 19 de março, Gaúcho não treinou com os companheiros e justificou que estava com indisposição estomacal. Na noite anterior, no entanto, o meia curtiu uma balada com o atacante Adriano. Esta foi apenas uma das inúmeras festas que o jogador compareceu desde que acertou com o clube rubro-negro.

#### Desentendimentos com o treinador:

Conhecido por ser de fácil trato, principalmente com os treinadores, Ronaldinho criticou publicamente a forma que a equipe atuou no empate com o Sport, na estreia do Brasileirão deste ano, e disse questionou a escalação de Joel Santana. O técnico respondeu de maneira ríspida e disse que apenas ele poderia falar sobre tática.

#### Além de polêmicas envolvendo seu irmão e empresário, Assis:

Para aumentar ainda mais o clima nada amigável entre Ronaldinho Gaúcho e Flamengo, o irmão do craque, Assis, criou polêmica em uma das lojas oficiais do clube. O empresário foi a um dos estabelecimentos e tentou levar cerca de 80 peças, entre camisas oficiais e produtos licenciados, sem pagar. O vice

de finanças, Michel Levy, precisou intervir e resolveu a situação constrangedora.

Finalmente, uma briga entre o Flamengo e a Traffic foi o estopim para o início do fim da passagem de Ronaldinho pelo clube:

O acerto do craque com o Flamengo só saiu por conta da participação da Traffic, que bancaria parte dos salários do craque. Como a empresa e o clube iniciaram uma briga por conta de patrocínio, a Traffic suspendeu o pagamento dos vencimentos do meia. Assis, irmão e empresário de Gaúcho, ameaçou publicamente tirar o jogador do clube, que rompeu com a empresa e passou a arcar com 100% dos salários.

Incapaz de bancar os vencimentos do jogador integralmente, o Flamengo atrasava os pagamentos até que o atleta conseguiu uma liminar na justiça que o liberava do contrato com o clube. Não só isso, o jogador acionou o Flamengo na justiça cobrando, segundo Zarko (2016), uma indenização de aproximadamente R\$ 50 milhões por pagamentos atrasados e danos morais. Em campo, a passagem de Ronaldinho rendeu apenas um título carioca em 2011.

Em outra tentativa de estrelar o elenco, Patrícia Amorim foi em busca da contratação de Vagner Love, junto ao CSKA, em 2012. Peixoto e Júnior (2012) explicam detalhes da negociação:

A primeira tentativa do Flamengo, feita no dia 30 de dezembro de 2011, foi frustrada. O CSKA recusou a proposta inicial de R\$ 14,5 milhões parcelados em cinco anos. Na época, o clube russo disse que a oferta era "totalmente inadequada". O Flamengo remanejou recursos da frustrada operação Thiago Neves e chegou a Moscou com uma oferta superior, de R\$ 18 milhões. No entanto, teve de "esticar a corda" até atingir os € 10 milhões (R\$ 22,8 milhões) pedidos pelos russos. O valor será parcelado em três anos. O empresário do atleta, Evandro Ferreira, também ajudou a captar dinheiro.

Novamente, a passagem de uma estrela frustrou o clube esportivamente. No Campeonato Brasileiro de 2012, o Flamengo terminou na modesta 11ª colocação. Vagner Love, por sua vez, viria a ser devolvido aos russos em um

acordo firmado pela gestão seguinte, para evitar o pagamento das parcelas pendentes.

Entre contratações bombásticas e frustrações esportivas, o Flamengo do início dos anos 90 a 2012 até conquistou alguns títulos, mas nunca foi capaz de manter uma sequência de boas campanhas que eventualmente resultariam em taças. As conquistas eram, invariavelmente, alcançadas de maneira aleatória, sem um projeto como alicerce. O que não era nada aleatório, era a capacidade dos dirigentes do clube de contraírem dívidas que não poderiam arcar, comprometendo sempre a gestão seguinte. É nesse contexto que ascende a Chapa Azul, que tinha como projeto encerrar anos e anos de gestões irresponsáveis e colocar o Flamengo, de vez, num caminho de vitórias sustentável a longo prazo.

### **2.3.Reestruturação Financeira**

“Nada do Flamengo, tudo pelo Flamengo”. Parece *slogan* de campanha política, mas trata-se do lema da Jovem Fla, torcida organizada fundada no ano de 1967. Mesmo não utilizando tais palavras, foi sob esse ideal que a Chapa Azul se elegeu para comandar o Flamengo no triênio entre 2013 e 2015. Após anos de administrações caóticas, onde os dirigentes não só foram irresponsáveis, como também oneraram os cofres do clube em benefício próprio, a Chapa Azul, liderada por Eduardo Bandeira de Mello, chegou ao poder prometendo justamente acabar com esse ciclo vicioso em que o clube se colocara nas décadas anteriores e posicioná-lo como uma instituição séria e profissional.

A chapa era formada por uma série de profissionais extremamente bem-sucedidos em seus ramos de atuação. Eduardo Bandeira de Mello, funcionário do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) há 35 anos, seria o presidente. Wallim Vasconcellos, que também fez carreira no BNDES, ocuparia o cargo de diretor. Rodolfo Landim, atual presidente e importante nome do ramo petrolífero, ficaria responsável pela vice-presidência de patrimônio. Luiz Eduardo Baptista, o Bap, presidente da Sky e condutor da fusão entre a empresa e a DirecTV, assumiria a pasta de marketing. Além deles, outros importantes empresários compunham a chapa que mudaria os rumos do Flamengo.

A proposta era clara, mas longe de ser simples. Afinal, além do longo caminho que teriam que percorrer para recolocar as finanças do clube em ordem, os vitoriosos nas eleições de 2012 teriam que lidar com uma provável pressão de uma torcida acostumada a ser presenteada com uma grande contratação, ou um time estrelado, independentemente da capacidade do clube em honrar com o preço que tais medidas carregam consigo.

O primeiro passo era entender o tamanho da dívida adquirida pelo clube até ali. Maelson e Capelo (2019) pontuam:

Quando a última gestão assumiu para valer em 2013 foi contratada uma auditoria da Ernest & Young somente para contabilizar o tamanho da dívida rubro-negra. Até então, os valores eram difusos e o panorama real do endividamento não era tão claro.

O clube era tão desorganizado e a dívida tão grande, que sequer era claro quanto, de fato, o Flamengo devia. Maelson e Capelo (2019) ainda explicam que:

Até por isso, no início da década, o Flamengo não tinha credibilidade para negociar com quase ninguém, seja fornecedor, banco ou grandes atletas e treinadores.

Após três meses esmiuçando os números rubro-negros, os auditores da Ernst & Young concluíram que a dívida do clube girava em torno de R\$ 750 milhões. Em reportagem de Leme e Souza (2013), Rodrigo Tostes, então vice de finanças, diz:

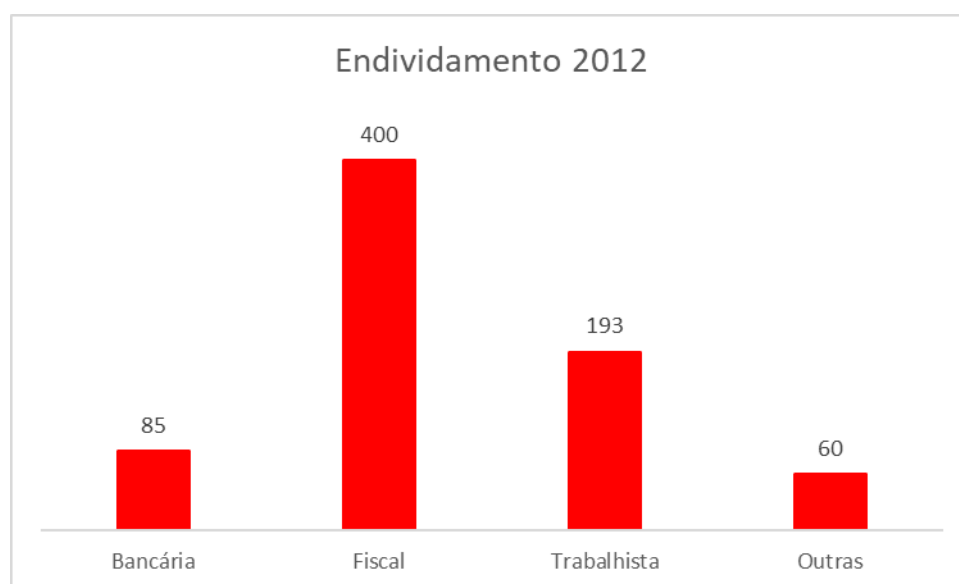
É uma notícia ruim. A dívida é maior do que esperávamos, mas tenho confiança de que, com o time montado, vamos conseguir virar esse jogo. Não dá para chegar na cobertura sem construir a portaria. O departamento financeiro trabalha em dois pilares: redução de despesas e processo. A dívida de R\$ 750 milhões é pagável, mas não num curto prazo. Aproximadamente R\$ 40 milhões foram parcelados e renegociados para adiante.

Mais uma vez, o recado era passado, a prioridade era controlar o endividamento e estabelecer processos para que descontroles não voltem a ocorrer. Leme e Souza (2013) explicam o perfil da dívida:

A principal fatia da dívida é com o fisco, num total de R\$ 394 milhões de impostos não pagos. Deste número, R\$ 86,7 milhões correspondem ao período em que Patricia Amorim comandou o clube, de 2010 a 2012. Outros R\$ 184 milhões são referentes a dívidas trabalhistas e pagamentos judiciais. Há ainda R\$ 172 milhões separados para cobrir futuras despesas com condenações.

O gráfico 5, evidencia o perfil da dívida rubro-negra em 2012:

Gráfico 5 (em milhões de reais) – Endividamento 2012



Fonte: Maelson e Capelo (2019)

Após o parecer dos auditores, o cenário não estava mais cinzento. Os novos dirigentes sabiam exatamente quanto o Flamengo devia e qual era o perfil da dívida do clube. Era preciso, então, começar a trabalhar para mudar esse cenário.

Conforme relatam Maelson e Capelo (2019), a aprovação do Profut (Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro) foi determinante para aliviar a situação rubro-negra. O Profut surge

num contexto em que se buscava a responsabilidade fiscal e a saúde financeira dos clubes brasileiros. Como nos conta Fernandes (2020):

O Profut também trouxe consigo a possibilidade de os clubes adotarem o parcelamento para liquidar o débito frente a Receita Federal do Brasil, Ministério do Trabalho e Emprego e/ou Banco Central do Brasil, na seguinte modalidade: em até 240 meses quanto aos débitos ligados aos débitos tributários e, de 180 meses referentes aos débitos ligados ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS. Os clubes que aderiram ao parcelamento, além da possibilidade de parcelar a dívida, foram beneficiados com a redução de 70% das multas, 40% dos juros e de 100% dos encargos legais.

Todavia, o programa exige contrapartidas por parte dos clubes, para que possam aderir-lo. Fernandes (2020) também nos fala sobre essas obrigações:

Mas nem tudo são flores: o Profut impõe aos beneficiários uma série de obrigações, tais como a redução obrigatória do prejuízo anual a no máximo 5% da receita do ano anterior (a partir do ano 2019), a limitação dos gastos com futebol profissional a 80% da receita anual, a criação/manutenção de uma equipe feminina; a publicação de suas demonstrações financeiras, dentre outras exigências.

Para Eduardo Bandeira de Mello, em Maelson e Capelo (2019):

Não saiu (aprovação do Profut) exatamente do jeito que a gente queria, mas no final foi uma grande vitória. Com o Profut, a gente conseguiu alongar essa parcela da dívida que era de quase 300 milhões de reais em 20 anos. Isso foi fundamental.

Outra importante medida adotada pela nova gestão, foi a diversificação das receitas. Antes, muito concentrada nas cotas de televisão, novas linhas de receita começaram a se tornar relevantes nas demonstrações rubro-negras. O programa de sócio torcedor, que inexistia em 2012, foi implementado ainda no ano de 2013. Maelson e Capelo (2019) nos apresentam os números do programa:

Um fator que contribuiu para o aumento da receita em 2013 foi a arrecadação com a torcida. O programa de sócios "Nação Rubro-Negra" foi lançado naquele ano, por exemplo. A arrecadação com torcida que era de 25 milhões de reais em 2012 passou para 83 milhões na temporada seguinte.

Maelson e Capelo (2019) evidenciam os saldos do biênio 2013-2014:

No biênio de 2013-14 a dívida foi reduzida para cerca de 660 milhões de reais. Em campo, o clube apostou em um elenco mais barato, porém competitivo. O título da Copa do Brasil de 2013 ajudou a dar respaldo à diretoria para seguir no trabalho de arrumação da casa. O balanço daquele ano apontou uma receita de 267 milhões de reais - 59 milhões a mais que em 2012.

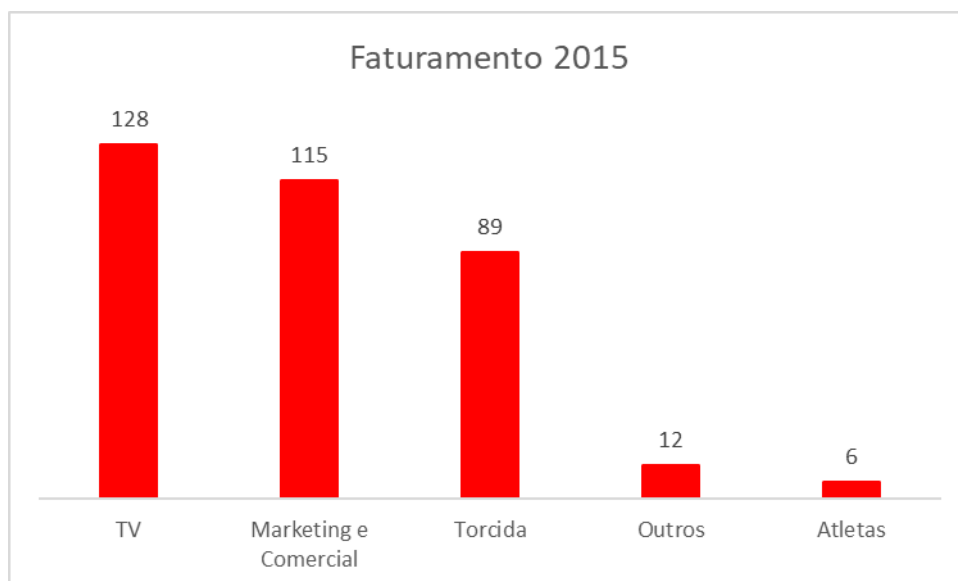
O Flamengo ainda apostou em marketing e comercial para diversificar ainda mais suas receitas nos anos de 2014 e 2015. Maelson e Capelo (2019) nos mostram que, as cotas de televisão, outrora tão relevantes no orçamento rubro-negro, tinham sua fatia cada vez mais reduzida em comparação a outros tipos de arrecadação:

O clube também apostou em marketing e comercial para alavancar os ganhos e teve bom retorno financeiro em 2014 e 2015, fechando os respectivos anos com 116 e 115 milhões arrecadados na área. Se em 2012, 55% do faturamento do clube vinha de cotas de televisão essa "dependência" reduziu para 37% em 2015, por exemplo. Entenda a distribuição de receitas do Flamengo em 2015 quando fechou o ano com 350 milhões.

Os gráficos 6 e 7 apresentam a composição da receita do Clube de Regatas do Flamengo em 2015 em números absolutos e o percentual que representam respectivamente:

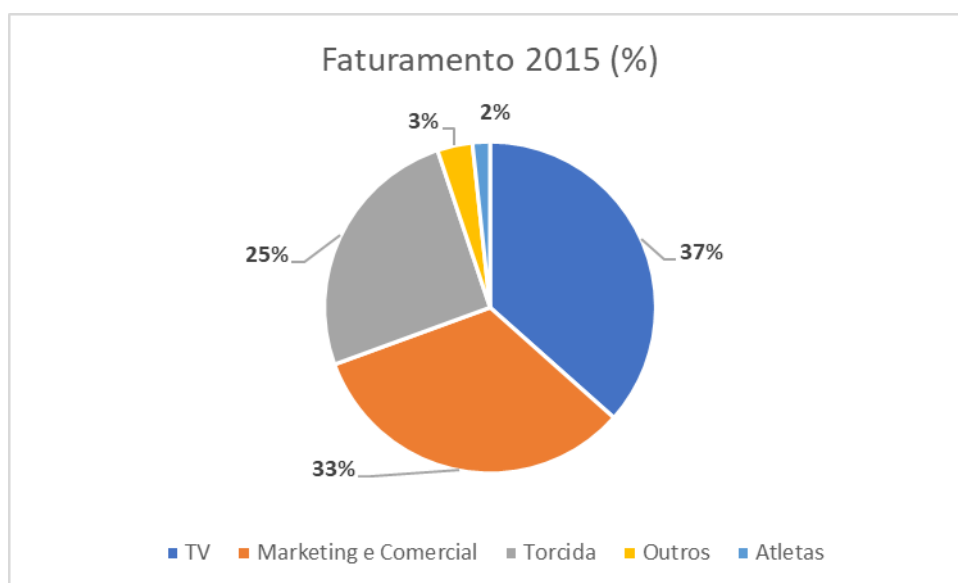


Gráfico 6 (em milhões de reais) – Faturamento 2015



Fonte: Maelson e Capelo (2019)

Gráfico 7 – Faturamento 2015 (%)



Fonte: Elaborado pelo autor, a partir de Maelson e Capelo (2019)

O primeiro mandato de Eduardo Bandeira de Mello seguiu a risca o projeto iniciado em 2013. A reestruturação do clube seguia seu rumo e já apresentava alguns resultados como pudemos perceber. Em campo, mesmo com times modestos, o Flamengo venceu a Copa do Brasil de 2013 e o Campeonato Carioca de 2014. Vencer um título nacional não estava nos planos no momento inicial, mas, sem dúvidas, colaborou bastante para evitar uma possível pressão popular ansiando por resultados esportivos.

Para as eleições seguintes, a chapa formada para o mandato anterior rachou. Mesmo assim, Eduardo Bandeira de Mello foi o escolhido para comandar o Flamengo no período entre 2016 e 2018. Muitos dos aliados, passaram a ser oposição. Com diversificação de receitas recorrentes, que cada vez mais cresciam, e endividamento em queda, o triênio em questão foi marcado por vendas astronômicas de garotos da base, início de um maior investimento no time de futebol e frustrações esportivas.

O grande marco desse período foi a venda do atacante Vinícius Júnior ao Real Madrid, da Espanha. De acordo com Peixoto (2017):

O Real Madrid pagará 45 milhões de euros (cerca de R\$ 164 milhões). Descontados impostos e comissões, o Flamengo ficará com aproximadamente R\$ 100 milhões. Desse montante, o Rubro-Negro receberá 2/3 (cerca de R\$ 66 milhões) agora. O restante será parcelado até o atacante se apresentar na Espanha.

A venda foi uma das maiores do futebol brasileiro. O valor colaborou para que a receita do clube com vendas de atletas desse um salto. Se em 2015, o Flamengo arrecadar R\$ 6 milhões em vendas de atletas, no período de 2016 a 2018, o clube arrecadou R\$ 217 milhões com saldo de atletas, de acordo com Maelson e Capelo (2019).

Representando a mudança de perfil na montagem do time de futebol, o Flamengo contratou atletas como Diego Ribas (2016), Everton Ribeiro (2017), Diego Alves (2017) e Vitinho (2018). Em campo, um Carioca (2017) vencido, duas finais alcançadas – Copa do Brasil (2017) e Sul Americana (2017) – e campanhas no Brasileirão mais promissoras – 3º colocado em 2016, 6º colocado em 2017 e 2º colocado em 2018. Apesar do bom desempenho, o sentimento foi de frustração, afinal, a melhor campanha na Libertadores parou nas oitavas de final e, o sentimento no Campeonato Brasileiro foi de que se poderia ter vencido pelo menos um deles.

Administrativamente, como nos contam Maelson e Capelo (2019), o Flamengo seguia o seu rumo iniciado em 2013:

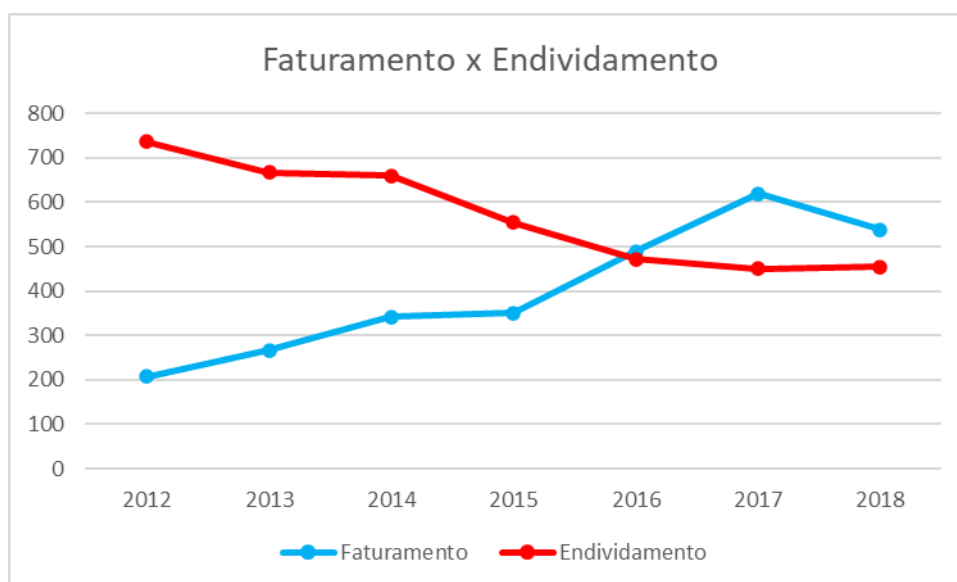
Enquanto o faturamento foi aumentando com o passar dos anos, o endividamento também foi caindo. Ao fim de 2018, a dívida passou para 455 milhões de reais. A dívida bancária, quando o clube precisou fazer empréstimos para fazer

investimentos na base e no futebol, chegou a ser de 162 milhões em 2015 e caiu para 25 milhões três anos depois - apenas 5% do total da dívida.

Os débitos trabalhistas também reduziram - cerca de um terço. Em 2012, o clube era réu em mais de 600 ações na Justiça do Trabalho, segundo Bandeira de Mello. A dívida trabalhista era de 193 milhões de reais em 2012 e passou para 60 milhões em 2018.

Prova disso é a comparação entre faturamento e endividamento que o gráfico 8 apresenta:

Gráfico 8 (em milhões de reais) – Faturamento x Endividamento



Fonte: Elaborado pelo autor, a partir de Maelson e Capelo (2019)

Com a saúde financeira em dia, investindo cada vez mais no futebol e com desempenhos esportivos cada vez melhores, o Flamengo se preparava para as grandes conquistas, porém, dessa vez, de maneira sólida, consistente e sustentável. Os tempos de loucuras financeiras e irresponsabilidades administrativas tinham ficado para trás. O Flamengo, clube de regatas que é, remava para, 20 anos depois, concretizar a promessa feita por Heinz Schurtenberger, representante da ISL, e se tornar o número 1 não só do Brasil, mas da América.

Rodolfo Landim venceu as eleições no final de 2018 contra o candidato da situação Ricardo Lomba. Seria ele o comandante do clube no triênio de 2019 a 2021. Durante esse período, pudemos notar uma mudança drástica no

comportamento do Flamengo no mercado. Era um recado, agora que os alicerces estavam de pé, o Rubro-Negro seria agressivo para, enfim, voltar a ser campeão. A tabela 1 apresenta os investimentos feitos pelo clube de 2013 a 2021:

Tabela 1 – Investimento até 2021

(em milhões de reais)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Contratações</b>	0	30	27	39	65	120	249	185	124
<b>Futebol de Base</b>	3	4	7	11	16	23	32	26	49
<b>Infraestrutura</b>	2	12	10	24	27	35	17	5	13
<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>74</b>	<b>108</b>	<b>178</b>	<b>298</b>	<b>216</b>	<b>186</b>

Fonte: Elaborada pelo autor, a partir de Demonstrações Financeiras do Flamengo (2021)

É possível notar que o investimento em contratações muda drasticamente a partir de 2019. O Flamengo passa a ser um *player* agressivo no mercado, buscando jogadores tanto no mercado interno, quanto no exterior. Arrascaeta (Cruzeiro), Gabigol (Santos), Rodrigo Caio (São Paulo) e Bruno Henrique (Santos) foram alguns dos nomes que o clube buscou em concorrentes locais. No exterior, mais especificamente na Europa, o Flamengo foi buscar Gerson (Roma), Rafinha (Bayer de Munique), Filipe Luis (Atlético de Madrid) e Pablo Marí (Deportivo LaCoruña). Em 2020 e 2021 o Flamengo ainda iria atrás de nomes como Pedro (Fiorentina), Thiago Maia (Lille), Andreas Pereira (Manchester United) e David Luiz (Arsenal), entre outros.

Diante de tamanho investimento era de se esperar que o Flamengo voltasse a ser protagonista. Após anos de trabalho duro por parte de diversos dirigentes e muita paciência do torcedor, que acreditou no processo e entendeu o que estava sendo realizado, em novembro de 2019, o Flamengo se via na final da Libertadores da América e a um jogo de voltar a ser campeão Brasileiro.

Depois de ver o adversário – o River Plate – na frente durante quase toda a partida, o Flamengo empatara aos 43 minutos do segundo tempo e Teo Benjamin (2020) o que aconteceu aos 46:

Diego lança, a bola quica, a zaga falha e ela sobra na entrada da área, quicando à feição, pedindo para ser chutada. Gabriel acelera, ajeita o corpo e olha o goleiro. O tempo congela.

Diante do camisa 9 está uma espera de 38 anos. A glória eterna está ali, a um chute. Quarenta milhões de pessoas prendem a respiração à espera do desfecho.

O desfecho não poderia ser outro. A bola entra e o projeto, iniciado lá em 2013, enfim se concretizara. O Flamengo voltara ao topo da América.

Um dia depois o Flamengo ainda se sagraria campeão Brasileiro daquele ano. Ao longo de 2020 e 2021 o clube viria a conquistar mais dois cariocas (2020 e 2021), uma Recopa (2020), duas Supercopas do Brasil (2020 e 2021) e um Campeonato Brasileiro (2020).

### 3. *Valuation*

Apresentados a história do Clube de Regatas do Flamengo, os caminhos que levaram a instituição a alcançar um endividamento de R\$ 750 milhões em 2012 e a reestruturação encabeçada pelo grupo que assumiu sua gestão em 2013 e, seis anos depois, recolocou o clube no caminho das conquistas, o presente capítulo abordará o conceito e o método adotado para embasar a análise do objetivo principal do estudo . Nele, definiremos o que é o *valuation* e como ele pode ser aplicado para analisar clubes de futebol, apresentando os alicerces matemáticos necessários para tal análise.

#### 3.1. Conceito

De acordo com Damodaran (1957), quando falamos em ativos financeiros, não faz sentido atribuímos valor aos mesmos simplesmente porque um terceiro que considere que o ativo vale determinada quantia:

Um postulado do bom investimento é o investidor não pagar mais por um ativo do que seu valor justo. Uma consequência dessa proposição é a necessidade de pelo menos tentar avaliar antecipadamente o que se pretende comprar. Há quem argumente que o valor está nos olhos do observador e que qualquer preço é justificável se houver outros investidores que considerem que o investimento vale aquela quantia. Trata-se de um absurdo notório. As percepções podem ser tudo o que importa quando o objeto é uma pintura ou uma escultura, mas os ativos financeiros devem ser adquiridos com base na expectativa dos fluxos de caixa a serem recebidos no futuro. O preço de uma ação não se justifica apenas pelo argumento de que haverá outros investidores dispostos a pagar preço mais alto no futuro. Isso seria o equivalente a participar de um jogo de dança das cadeiras valendo dinheiro, o que, em última instância, se resume a: Onde você estará quando a música parar?

Ainda segundo Damodaran (1957), há inúmeros modelos de avaliação, mas somente duas abordagens: intrínseca e relativa. Na avaliação intrínseca, parte-se do pressuposto de que o valor de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa futuros durante sua vida útil e pelo grau de incerteza associados aos mesmos. Entretanto, costuma-se avaliar ativos pelo com base no preço de mercado de ativos semelhantes (avaliação relativa):

Assim, ao determinar quanto pagar por uma casa, verifica-se por quanto são vendidas casas semelhantes no bairro. Quando se trata de ações, compara-se seu preço ao de ações similares, geralmente em seu “grupo de pares”.

Póvoa (2012) nos explica a diferença entre valor e preço:

Cabe marcar a diferença: preço é um conceito objetivo, ponto de encontro entre oferta e demanda de um ativo em determinado momento do tempo. Já a ideia de valor é subjetiva: depende não só do ativo avaliado, como também dos olhos e perfil de risco do avaliador.

Nesse sentido, podemos entender o *valuation* como uma ferramenta para determinar o valor justo de um ativo. Conforme o próprio Póvoa (2012, pg. 3), é a técnica de reduzir a subjetividade de algo subjetivo. No mundo corporativo, o *valuation*, além dessa funcionalidade, também serve como um alicerce para a tomada de decisões.

Peguemos uma construtora como exemplo. Antes de iniciar o processo de construção de um novo empreendimento, a empresa faz um *valuation* do projeto para entender se o mesmo trará resultados positivos para ela. Aqui, podemos reparar como o sucesso de determinado projeto, valor e resultado estão associados de maneira direta.

Entretanto, como citado anteriormente, Damodaran (1957) nos mostra que há diversos modelos de avaliação. Como expõe Póvoa (2012):

A chamada precificação de ativos é a parte mais fascinante do mundo das Finanças. O mais intrigante do termo inglês *valuation*, também fartamente utilizado no Brasil por investidores, analistas e gestores de recursos, é que não existe

resposta ou metodologia que possa ser considerada a única correta.

Portanto, para que possamos analisar o objeto desse estudo e realizar as análises cabíveis, é preciso definir qual modelo iremos utilizar como base.

### **3.2. *Valuation* para Clubes de Futebol**

Como já pudemos identificar no tópico anterior: não existe um modelo único, considerado correto. Conforme afirma Cesar Grafietti (2021):

Falar que “o futebol é diferente” é tão óbvio quanto dizer que uma usina de açúcar & etanol é distinta de uma operadora de telecomunicações, de um supermercado, de uma fintech. Toda indústria tem suas características e quem as conhece e domine. Este é o ponto central do artigo.

Ou seja, assim como qualquer outro setor, o futebol possui as suas especificidades e a avaliação de clubes pode ser tão ou mais complexa do que avaliar empresas de quaisquer outros setores. Resumidamente, Grafietti (2020) nos apresenta os modelos de *valuation* mais utilizados:

DCF (Fluxo de Caixa Descontado) – é o modelo mais tradicional utilizado para avaliar empresas. Ele se resume a projetar os fluxos de caixa futuros e a trazê-los a valor presente aplicando uma determinada taxa (WACC), que representa o custo médio de capital (próprio e de terceiros).

Múltiplos – a partir de diversas avaliações, determina-se um múltiplo aplicado ao EBITDA, representando, assim, o valor da empresa. No caso do futebol, ele é aplicado à receita, pois grande parte dos clubes não possuem EBITDA positivo.

Valor de Liquidação – para empresas em situação falimentar, resume-se a somar os ativos e reduzir os passivos, já que não existe mais fluxo de caixa.

Modelo Múltiplo – combina aspectos dos outros métodos de avaliação. Um exemplo é o modelo de Tom Markham (2013), que será utilizado nesse estudo.

Markham (2013), em seu estudo, nos propõe que a aplicação de diferentes modelos, pode causar discrepâncias nas análises. A tabela 2 exemplifica a sua tese:



Tabela 2 – Aplicação de diferentes modelos

Season	Club	Market Cap. (£m)	DCF (£m) <sup>i</sup>	Rev. Multiples (£m) <sup>i</sup>	Forbes (£m)	Multivariate (£m) <sup>i</sup>
2011/12	Manchester United <sup>ii</sup>	1,491.2 <sup>viii</sup>	987.0	497.2	1,394.8	1,060.4
2011/12	Arsenal <sup>iii</sup>	1,003.3	790.8	340.2	806.3	942.9
2011/12	Chelsea	N/A	N/A	333.4	474.9	510.5 <sup>vii</sup>
2011/12	Liverpool	N/A	N/A	275.5	386.3	352.2
2011/12	Tottenham Hotspur	83.6 <sup>ix</sup>	684.5	245.2	352.0	436.3

Fonte: Markham (2013)

Markham, ainda compara com o método de capitalização de mercado, utilizado para empresas listadas em bolsa. Em seu *paper*, Markham nos demonstra que ao utilizarmos diferentes caminhos, podemos chegar a resultados bem diferentes.

A proposta do estudo de Markham é encontrar o modelo ótimo para valorar um clube de futebol. O seu objeto de estudo são os clubes da *Premier League*, a liga nacional inglesa, durante o período de 2003/04 a 2011/12. A ideia é comparar diferentes metodologias e concluir qual seria a mais adequada para a avaliação dos clubes da *Premier League*.

Para comprovar sua tese, Markham apresenta diversas barreiras que dificultam as análises através dos métodos mais tradicionais. São elas:

Capitalização de mercado – necessidade de o clube estar listado em bolsa.

DCF (Fluxo de Caixa Descontado) – requer rentabilidade regular e previsões precisas de receitas futuras para gerar avaliações confiáveis. Conforme Grafietti (2020): “Futebol não é uma atividade para se ter lucro enquanto teoria de retorno do capital investido. Cada real que se tira do clube significa menos competitividade na temporada seguinte”. Essa realidade também era a realidade dos clubes ingleses, por isso a dificuldade de utilizar essa metodologia.

Múltiplos – Não considera os ativos de um clube, dívida, capacidade de controlar custos e lucratividade.

Para o caso de Valor de Liquidação, Grafietti (2020) entende que:

Não dá para usar valor do estádio ou de outros ativos. O clube não vai vender esses ativos, exceto se estiverem fora da operação. E, de novo, não é uma questão de reposição, pois se

um clube vai começar do zero, ele não precisa de um estádio enorme.

Ou seja, os ativos de um clube têm pouco valor na hora de avaliá-lo, pois dificilmente serão vendidos, já que são essenciais para que sua operação rode.

Finalmente, apresentamos a fórmula que Markham considera ser a ideal para o *valuation* de clubes de futebol:

#### Equação 1 – O modelo multivariado de Tom Markham

$$\text{Valor do clube} = (\text{Receita} + \text{Patrimônio Líquido}) * [(\text{Lucro Líquido} + \text{Receita}) / \text{Receita}] * (\% \text{ estádio preenchido}) / (\% \text{ relação salarial})$$

*Fonte: Markham (2013).*

Grafietti (2020) pontua que o modelo proposto por Markham é uma tentativa, mas contribui consideravelmente para o debate da avaliação de clubes de futebol ao combinar receita, ativos, lucro líquido, capacidade do estádio e custo com pessoal.

Analisando a equação proposta, nos deparamos com os seguintes aspectos: o primeiro fator, (Receita + Patrimônio Líquido), é a base de toda a equação, pois estes dois elementos representam a capacidade do clube de gerar receita no futuro. O segundo fator, [(Lucro Líquido + Receita)/Receita], avalia a lucratividade do clube comparada a sua receita geral, ou seja, clubes lucrativos, onde esse fator é maior que um, têm seu valor aumentado, já clubes deficitários, onde o fator é menor do que um, possuem seu valor diminuído. Logo após, multiplica-se pelo percentual de ocupação do estádio, ilustrando a capacidade da instituição de levar o seu torcedor ao seu palco de atuação, explorando um importante ativo. Para finalizar, dividimos o valor encontrado pela relação entre salários e receitas do clube, o que nos mostra a capacidade do clube de controlar suas principais despesas na montagem do time de futebol.

Conforme analisado por Damodaran (1957) e já exposto anteriormente nesse estudo, não existe uma única maneira correta de se fazer um *valuation*. Entretanto, como a ideia do estudo é comparar o *valuation* do mesmo clube em diferentes épocas, o modelo de Markham foi o escolhido por ser um método pensado especialmente para clubes de futebol e apresentar fatores relevantes para a análise.

Como alerta Grafietti (2021):

Valuation no futebol é mais que usar ferramentas - é usar e abusar da análise crítica e das informações corretas.

Portanto, é essencial que as fontes para obtenção das informações sejam transparentes e confiáveis.

### **3.3. Metodologia**

Conforme exposto por Grafietti (2021), um bom *valuation* no futebol, requer que o avaliador utilize, além das ferramentas disponíveis, informações corretas e confiáveis. Então é de suma importância entender onde serão obtidos os dados necessários para serem imputados na equação de *valuation* proposta por Markham.

A fonte de dados dessa pesquisa serão as Demonstrações Financeiras do Clube de Regatas do Flamengo. Nela, podemos encontrar informações como receita, patrimônio líquido, lucro líquido, despesas com pessoal, todas variáveis importantes para o modelo de análise utilizado. As Demonstrações Financeiras nada mais são que uma fotografia da situação financeira do em determinado momento. Ao realizarmos análises, utilizamos as demonstrações com fechamento no último dia do ano.

As tabelas 3 e 4 apresentam o Balanço Patrimonial do Clube de Regatas do Flamengo para o ano de 2021.

Tabela 3 – Balanço Patrimonial (Ativos) 2021

	Nota	2021	2020
<b>Ativos</b>			
<b>Circulante</b>			
Caixa e equivalentes de caixa	3	127.182	50.988
Caixa restrito	3	25.233	14.897
Contas a receber	4	38.427	11.215
Contas a receber da transferência de jogadores	5	77.194	99.624
Estoques		3.391	2.299
Despesas antecipada		17.234	8.928
Outros		16.093	10.275
<b>Total do ativo circulante</b>		<b>304.754</b>	<b>198.226</b>
<b>Não circulante</b>			
Contas a receber da transferência de jogadores	4	81.943	-
Depósitos judiciais	14	52.958	44.184
Propriedades para investimento	6	104.911	104.930
Intangível	7	308.865	391.533
Imobilizado	8	208.854	201.488
Outros		4.342	4.161
<b>Total do ativo não circulante</b>		<b>761.873</b>	<b>746.296</b>
<b>Total do ativo</b>		<b>1.066.627</b>	<b>944.522</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras do Flamengo (2021).

Tabela 4 – Balanço Patrimonial (Passivo e Patrimônio Líquido) 2021

	Nota	2021	2020
<b>Passivo</b>			
<b>Circulante</b>			
Fornecedores e outras obrigações	9	17.676	17.479
Contas a pagar de transferência de jogadores	10	111.756	173.961
Empréstimos	11	39.937	59.625
Impostos e contribuições sociais	12	72.970	54.477
Obrigações trabalhistas e sociais	13	31.776	39.153
Adiantamentos recebidos	15	91.001	149.420
Outros		955	950
<b>Total do passivo circulante</b>		<b>366.071</b>	<b>495.065</b>
<b>Não circulante</b>			
Fornecedores e outras obrigações	9	10.711	7.136
Contas a pagar de transferência de jogadores	10	92.979	96.470
Empréstimos	11	30.739	-
Impostos e contribuições sociais	12	203.918	207.434
Provisão para contingências	14	117.726	115.533
Adiantamentos recebidos	15	45.627	1.675
<b>Total do passivo não circulante</b>		<b>501.700</b>	<b>428.248</b>
<b>Patrimônio líquido</b>	16		
Ajuste de avaliação patrimonial		234.033	237.022
Superávits (déficits) acumulados		(35.177)	(215.813)
<b>Total do patrimônio líquido</b>		<b>198.856</b>	<b>21.209</b>
<b>Total do passivo e do patrimônio líquido</b>		<b>1.066.627</b>	<b>944.522</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras do Flamengo (2021).

De acordo com Felipe Sobral (2013), o Balanço Patrimonial é um relatório que apresenta a situação patrimonial de uma empresa em determinado momento, mostrando o saldo de seus bens, direitos e obrigações.

O ativo engloba todas as aplicações de recursos realizadas pela organização, os bens e os direitos. Ele está dividido em duas partes: o ativo circulante representa os ativos de curto prazo, ou seja, com maior liquidez. Em geral, ativos que poderão ser convertidos em dinheiro no período do próximo exercício. Já o ativo não circulante nos mostra a categoria de bens e direitos com menor liquidez, ou aqueles que se converterão em dinheiro apenas após o período do próximo exercício.

O passivo apresenta todas as obrigações que a organização possui, ou seja, as dívidas que a empresa tem com terceiros. Assim como o ativo, o passivo é dividido em passivo circulante e passivo não circulante. O primeiro engloba todas as obrigações a serem pagas no período do próximo exercício, a partir da data de publicação do Balanço. Já o segundo representa as obrigações a serem cumpridas no período superior ao do próximo exercício.

Finalizando o Balanço Patrimonial, nos deparamos com o Patrimônio Líquido, que representa a obrigação da organização com os proprietários dela. O Patrimônio Líquido nada mais é do que a diferença entre o ativo e o passivo, ou seja, após cumprir todas as obrigações com terceiros, o Patrimônio Líquido representa o quanto do ativo sobra para os proprietários.

Outra ferramenta importante para análise é a DRE, ou Demonstração do Resultado do Exercício. A tabela X mostra a DRE do Clube de Regatas do Flamengo para o ano de 2021.

Tabela 5 – DRE 2021

	<b>Nota</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>
Receita operacional líquida	17	<b>1.025.428</b>	644.093
Custo das atividades sociais e esportivas	18	<b>(761.610)</b>	(614.948)
Resultado bruto		<b>263.818</b>	29.145
Despesas administrativas	19	<b>(45.763)</b>	(73.769)
Despesas comerciais		<b>(18.318)</b>	(12.198)
Outras receitas (despesas) operacionais líquidas	20	<b>(11.592)</b>	(8.792)
Resultado operacional antes do resultado financeiro		<b>188.145</b>	(65.614)
Despesas financeiras	21	<b>(21.424)</b>	(45.293)
Receitas financeiras	21	<b>10.925</b>	3.985
Superávit (déficit) do exercício		<b>177.646</b>	(106.922)

Fonte: Demonstrações Financeiras do Flamengo (2021).

Ainda segundo Sobral (2013), as Demonstrações do Resultado do Exercício têm como finalidade apresentar a performance das operações da empresa no período de um ano. Ela engloba as receitas e as despesas apuradas a partir do regime de competência, ou seja, independentemente da entrada ou saída do caixa. O resultado final pode ser o lucro ou o prejuízo.

O Flamengo publica suas Demonstrações Financeiras em seu site, no portal de transparência. Tal medida, demonstra que o clube permite que todos os seus *stakeholders* tenham acesso às informações sobre a vida financeira do clube. Além disso, o Flamengo é auditado pela Ernst & Young, uma das principais empresas de auditoria do mundo, o que ratifica que as informações concedidas pelo clube são confiáveis. É possível encontrar, no portal de transparência do clube, o parecer dos auditores a respeito das demonstrações publicadas.

O jornalista especializado em negócios do esporte, Rodrigo Capelo, em uma matéria para o GE, em junho de 2021, ranqueia os 60 clubes participantes das séries A, B e C do Campeonato Brasileiro. O top10 segue abaixo:

Tabela 6 – Ranking de Transparência

Posição	Clube	Divisão	Pontuação	Opinião do especialista
1º	Internacional	A	10,0	4,7
2º	Bahia	A	9,9	4,7
3º	Grêmio	A	9,9	4,7
4º	Fortaleza	A	9,0	3,7
5º	Flamengo	A	8,9	5,0
6º	Vasco	A	8,0	4,0
7º	Cruzeiro	B	8,0	3,0
8º	Fluminense	A	7,9	4,7
9º	Palmeiras	A	7,9	4,7
10º	Ceará	A	7,9	3,7

Fonte: Rodrigo Capelo (2021)

O critério para a elaboração do ranking consiste em responder 10 perguntas elaboradas pelo autor. Conforme citado na própria matéria:

As perguntas de um a quatro tratam da transparência e da organização em procedimentos internos.

As perguntas cinco e seis medem a confiabilidade dos balanços.

A pergunta sete diz respeito à tentativa de tornar o conteúdo compreensível para leigos.

Na pergunta oito, trata-se do passado. É possível que dirigentes sejam obrigados a reclassificar números apresentados em balanços anteriores por motivos contábeis.

Na pergunta nove, a recomendação é que os clubes detalhem nas provisões para contingências, contidas no passivo, os valores de acordo com cada probabilidade de derrota na justiça.

Na pergunta dez, foi aplicada uma nova camada de perguntas. Elas são importantes para que o balanço ofereça o mínimo necessário de informação para uma análise aprofundada sobre as finanças. Cada resposta positiva conta um ponto decimal dentro da nota.

Em relação à pergunta 10, a tabela abaixo apresenta quais requisitos o Flamengo teve avaliação positiva:

Tabela 7 – Informações no Balanço

Clube	Flamengo
Detalhou receitas?	Sim
Detalhou despesas?	Não
Detalhou resultado financeiro?	Sim
Separou linhas de negócio?	Sim
Detalhou dívidas bancárias?	Sim
Detalhou contas com intermediários?	Sim
Detalhou contas com transferências?	Sim
Detalhou investimento na base?	Sim
Detalhou investimentos em atletas?	Sim
Detalhou captação de empréstimos?	Sim

Fonte: Rodrigo Capelo (2021)

Além disso, a tabela x apresenta as opiniões de três especialistas em negócios do futebol e em mercado financeiro. São eles:

Cesar Grafietti, economista, responsável pelo estudo anual sobre as finanças do futebol brasileiro no Itaú BBA

Benny Kessel, contador, ex-presidente da Autoridade Pública de Governança do Futebol (Apfut), que fiscaliza o futebol

Thiago Salomão, analista financeiro com ênfase em balanços, criador do canal Stock Pickers e sócio da corretora XP Investimentos

Cada um dos três atribuiu uma nota de um a cinco considerando transparência e confiabilidade.

A reportagem nos mostra que o Clube de regatas do Flamengo é um dos clubes mais transparentes no cenário nacional e que as informações por ele divulgadas são confiáveis, justificando, assim, a utilização destes relatórios como fonte para a presente pesquisa.

O modelo de Tom Markham, porém, utiliza, também, o percentual de ocupação do estádio na temporada. Portanto, é necessário buscarmos a capacidade total das arenas onde o Flamengo mandou seus jogos nos respectivos anos, bem como a média de público do clube. Para a realização deste cálculo, utilizaremos a média de público no Campeonato Brasileiro, por ser o único torneio, relevante esportivamente, onde o clube tem necessariamente 19 jogos garantidos como mandante. Na Libertadores e na Copa do Brasil, por serem torneios de mata-mata, a quantidade de partidas é incerta, já que depende do avanço ou não da equipe nas competições.

Nos anos que serão analisados, o Flamengo mandou seus jogos no Maracanã, no Engenhão e no Raulino de Oliveira. Abaixo, vemos a capacidade máxima de cada estádio:

Maracanã – 78.838 espectadores

Engenhão – 46.831 espectadores

Raulino de Oliveira – 18.230 espectadores

As informações acima foram retiradas do site do próprio Maracanã, do site do Botafogo, atual concessionário do estádio do Engenhão e o Transfermarkt,



plataforma conceituada com informações sobre estádios, elencos, jogadores, entre outros.

### **3.4. Limitações do Estudo**

O modelo proposto por Tom Markham é pensado especialmente para clubes de futebol. Entretanto, assim como outros modelos, ele apresenta algumas limitações. São elas:

1. O modelo não considera o valor intangível do clube, pois entende que, se os gestores que no clube estão, não são capazes de monetizar esse valor intangível, então ele pode ser desconsiderado.
2. É utilizado o percentual de ocupação do estádio como métrica para projetar a capacidade de monetização do clube, como uma espécie de múltiplo. Ocorre que, muitos clubes não possuem estádio próprio, então as receitas geradas a partir desta atividade deveriam sofrer algum tipo de deságio.

## 4. Resultados

Podemos fazer um *valuation* com diferentes intenções. No universo do futebol brasileiro, ele pode ser aplicado para a aprovação do projeto de construção de um estádio, por exemplo. Mais recentemente, com a aprovação das SAFs, Sociedades Anônimas do Futebol, ele pode servir como instrumento para precificar o clube que desperta o interesse de determinado investidor.

Agora que entendemos como o Flamengo saiu de um cenário onde possuía cerca de R\$ 750 milhões em dívidas para se tornar uma potência financeira e esportiva no país, vamos aplicar o método de *valuation* de Tom Markham (2013) para encontrar o valor econômico do clube em três momentos distintos de sua história e olhar para o resultado através de uma perspectiva diferente, centrada em analisar o principal objetivo de uma entidade da natureza do Flamengo: como o valor econômico de um clube, no caso o Clube de Regatas do Flamengo, se relaciona com o sua capacidade de se manter competitivo esportivamente. Portanto, detalharemos a realidade financeira da entidade nos anos de 2012 (ano anterior ao início da reestruturação), 2019 (ano das maiores conquistas esportivas por parte do clube, neste século) e 2021 (ano em que o clube atingiu o seu recorde de faturamento). Para isso, traremos os valores de 2012 e 2019 corrigidos pelo IPCA para dezembro de 2021, a fim de compararmos valores semelhantes no tempo.

As médias de público foram obtidas considerando apenas os jogos do Campeonato Brasileiro, pois é o único campeonato que desde 2012, apresenta constância no número de jogos como mandante que o clube fará (19). Na Libertadores e na Copa do Brasil, esse número pode variar a medida que o time avança na competição.

### 4.1. *Valuation* do Flamengo em 2012

Como já apresentado nesse estudo, o ano de 2012 foi o último de um longo período de gestões nocivas aos cofres e à administração do clube. A tabela 8, nos traz a composição da Receita Operacional Líquida do Flamengo em 2012.

Tabela 8 – Composição Receita 2012

<b>Descrição</b>	<b>dez/12</b>	<b>%</b>
<b>Receita Bruta de Futebol</b>	<b>304.577.355</b>	
Direitos de transmissão	195.346.382	64,1%
Bilheteria	16.183.700	5,3%
Patrocínio	58.963.632	19,4%
Repasse de direitos federativos	19.654.715	6,5%
Programa sócio torcedor	0	0,0%
Tmemania - Loteca - Lotogol	3.804.998	1,2%
Prêmios	1.198.595	0,4%
Receitas diversas	9.425.333	3,1%
<b>Receita Bruta do Clube Social e Esportes Amadores</b>	<b>58.458.103</b>	
Quadro Social	16.460.411	28,2%
Eventos Sociais	16.468	0,0%
Patrimoniais	9.907.339	16,9%
Marketing	20.531.287	35,1%
Outras	11.542.598	19,7%
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>363.035.458</b>	
<b>Deduções da Receita</b>	<b>-22.845.594</b>	
Impostos e contribuições	-13.335.977	58,4%
Direitos de arena	-9.509.617	41,6%
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>340.189.864</b>	

Fonte: Elaborada pelo autor, a partir de Demonstrações Financeiras do Flamengo (2012)

Sobre as receitas do clube de 2012, é importante salientar a relevância que os Direitos de Transmissão têm sobre o total (64,1%). Uma prática comum nas gestões anteriores era a antecipação desse tipo de receita. Não por acaso, o Flamengo, constantemente, enfrentava problemas de fluxo de caixa. Com pouca credibilidade no mercado – com bancos, fornecedores, entre outros – para negociar suas dívidas era natural que o clube enfrentasse esse tipo de problema. Além disso, as despesas financeiras, como mostra a tabela 9,

representando a DRE do Flamengo do mesmo ano, eram consideráveis e comprometiam consideravelmente o resultado do clube.

Tabela 9 – DRE 2012

<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>340.189.864</b>	
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>358.429.850</b>	
Pessoal	149.618.789	41,7%
Materiais	7.605.029	2,1%
Manutenção	1.967.610	0,5%
Jogos e competições	10.461.550	2,9%
Serviços de terceiros	35.212.434	9,8%
Gerais	33.332.037	9,3%
Provisão para crédito de liquidação duvidosa	7.678.503	2,1%
Depreciações	10.085.088	2,8%
Amortizações	72.320.492	20,2%
Provisão para contingências	30.148.317	8,4%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>-18.239.986</b>	
Despesas financeiras	88.695.037	
<b>Resultado do Exercício</b>	<b>-106.935.023</b>	

Fonte: Elaborada pelo autor, a partir de Demonstrações Financeiras do Flamengo (2012)

Os dados apresentados somados ao Patrimônio Líquido, obtido das Demonstrações Financeiras do Flamengo de 2012 e às informações de ocupação do estádio, nos permitem aplicar o modelo de Tom Markham (2013) para chegar ao *valuation* do clube no mesmo ano, representado através da tabela 10:

Tabela 10 – *Valuation* Flamengo 2012

Em milhões de reais	
Receita Operacional Líquida	340,2
Patrimônio Líquido	-725,8
Lucro Líquido	-106,9
Média de Público	12.250
Capacidade Estádio	39.304
% ocupação	31,17%
Despesas com pessoal	149,6

% relação salarial	43,98%
--------------------	--------

Receita + Patrimônio Líquido	-385,6
(Lucro Líquido + Receita) / Receita	0,69

<b>Valor Flamengo 2012</b>	<b>-187,4</b>
----------------------------	---------------

Fonte: Elaborado pelo autor

O percentual de ocupação de estádio foi obtido através da relação entre a média de público e a capacidade do estádio. Para o ano de 2012, a capacidade do estádio foi obtida através da média ponderada entre as capacidades dos estádios Engenhão e Raulino de Oliveira, já que o Flamengo mandou 14 jogos no primeiro e 5 jogos no segundo.

O resultado nos mostra que, em 2012, o valor econômico do Flamengo era negativo. Com gastos descontrolados, endividamento crescente e receitas escassas o clube vivia seu momento de maior caos financeiro, o que corrobora com o resultado apresentado. A justificativa pode ser encontrada no fato de o fator base do método de Markham, (Receita + Patrimônio Líquido), ser negativo, o que deixa claro que, em 2012, o passivo do clube era maior do que seu ativo, ou seja, em uma eventual liquidação, para pagar todas as dívidas, os “sócios” ainda teriam que dispende algum valor a mais.

#### 4.2. *Valuation* do Flamengo em 2019

Em 2019, o clube já havia se estabelecido organizacionalmente. Após seis anos de reestruturação, o Flamengo apresentou números consolidados e possuía uma maior diversificação em suas receitas, conforme a tabela 11:

Tabela 11 – Composição Receita 2019

Descrição (em milhares)	dez/19	%
<b>Receita Bruta de Futebol</b>	<b>1.046.911</b>	
Mídia e publicidade convencional	334.653	32,0%
Mídias digitais e licenciamento	157.205	15,0%
Operações de jogos	204.112	19,5%
Transferência de Atletas	348.802	33,3%
Outros	2.139	0,2%
<b>Receita Bruta do Clube Social e Esportes Amadores</b>	<b>58.970</b>	
Mídia e publicidade convencional	16.836	28,5%
Mídias digitais e licenciamento	13.348	22,6%

Operações de jogos	506	0,9%
Outros	28.280	48,0%
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>1.105.881</b>	
<b>Deduções da Receita</b>	<b>-42.342</b>	
Impostos e contribuições	-24.564	58,0%
Direitos de arena	-17.778	42,0%
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>1.063.539</b>	

Fonte: Elaborada pelo autor, a partir de Demonstrações Financeiras do Flamengo (2019)

Comparando com 2012, podemos notar uma representatividade de Direitos de Transmissão reduzida a metade. Ou seja, o Flamengo diversificou sua receita a ponto de não ser mais tão dependente dos repasses da televisão. A receita de Operações de jogos, que contempla o programa de sócio torcedor, saiu de uma representatividade de 5,3% para 19,5%. Outras linhas de receita também aumentaram consideravelmente, endossando o trabalho que havia sido realizado até ali. A tabela 12 traz a DRE para o ano de 2019:

Tabela 12 – DRE 2019

<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>1.063.539</b>	
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>952.530</b>	
Pessoal	323.668	34,0%
Direitos de Imagem	55.366	5,8%
Gasto com negociação de atletas	46.431	4,9%
Gastos com jogos e competições	101.275	10,6%
Materiais	7.959	0,8%
Gerais	40.549	4,3%
Amortizações	123.325	12,9%
Repasse de direitos econômicos	80.427	8,4%
Depreciações	5.042	0,5%
Despesas administrativas	139.663	14,7%
Despesas comerciais	11.150	1,2%
Outras	17.676	1,9%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>111.009</b>	
Despesas financeiras	37.797	

**Resultado do Exercício****73.212**

Fonte: Elaborada pelo autor, a partir de Demonstrações Financeiras do Flamengo (2019)

Outra observação importante é a representatividade das despesas com pessoal, sem em 2012 era de 41,7% em 2019 caiu para 34%. As despesas financeiras também nos mostram um dado relevante: a queda de R\$ 88 milhões em 2012 para R\$ 37 milhões em 2019 deixa evidente a capacidade do Flamengo não só de quitar suas dívidas como de renegociá-las em melhores condições.

Para o *valuation* de 2019 o estádio considerado foi o Maracanã, já que o Flamengo jogou todos os seus jogos como mandante no local. Dito isso, a tabela 13, apresenta o *valuation* em 2019:

Tabela 13 – *Valuation* Flamengo 2019

Em milhões de reais	
Receita Operacional Líquida	1.063,5
Patrimônio Líquido	149,1
Lucro Líquido	73,2
Média de Público	55.025
Capacidade Estádio	78.838
% ocupação	69,80%
Despesas com pessoal	323,7
% relação salarial	30,43%
<b>Receita + Patrimônio Líquido</b>	<b>1.212,6</b>
<b>(Lucro Líquido + Receita) / Receita</b>	<b>1,07</b>
<b>Valor Flamengo 2019</b>	<b>2.972,4</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

O resultado de quase R\$ 3 bilhões de reais representa em números a importância da política austera adotada pelo clube no início da década passada. Ao conseguir equacionar sua dívida, o Flamengo virou o seu Patrimônio Líquido, que antes era negativo. Aliando este fato à boa gestão de seus recursos o resultado se em 2019 muda completamente de caráter, se comparado a 2012.

### 4.3. Valuation do Flamengo em 2021

O ano de 2021 é, praticamente, a ratificação do que foi construído até 2019. A tabela 14, mostra a receita recorde alcançada pelo Flamengo neste ano:

Tabela 14 – Composição Receita 2021

<b>Descrição (em milhares)</b>	<b>dez/19</b>	<b>%</b>
<b>Receita Bruta de Futebol</b>	<b>1.008.360</b>	
Mídia e publicidade convencional	422.428	41,9%
Mídias digitais e licenciamento	229.901	22,8%
Operações de jogos	70.134	7,0%
Transferência de Atletas	278.416	27,6%
Outros	7.481	0,7%
<b>Receita Bruta do Clube Social e Esportes Amadores</b>	<b>73.419</b>	
Mídia e publicidade convencional	21.193	28,9%
Mídias digitais e licenciamento	23.319	31,8%
Operações de jogos	96	0,1%
Outros	28.811	39,2%
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>1.081.779</b>	
<b>Deduções da Receita</b>	<b>-56.351</b>	
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>1.025.428</b>	

Fonte: Elaborada pelo autor, a partir de Demonstrações Financeiras do Flamengo (2021)

Novamente, a receita de TV não aparece nem perto dos 64,1% de representatividade observados em 2012. Além disso, o clube segue com uma boa diversificação de suas receitas. Em 2021, o Flamengo apresentou receita acima de R\$ 1 bilhão, algo inimaginável, uma década antes. Importante ressaltar que, apesar dos números de 2019 nesse estudo estarem acima de R\$ 1 bilhão, esses valores estão corrigidos, portanto, no próprio ano de 2019, a receita rubro-negra não ultrapassou esse valor.

A tabela 15, representando a DRE de 2021, apresenta nova queda de representatividade das despesas com pessoal e nova queda no valor da despesa financeira:



Tabela 15 – DRE 2021

<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>1.025.428</b>	
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>837.283</b>	
Pessoal	269.330	32,2%
Direitos de Imagem	84.800	10,1%
Gasto com negociação de atletas	28.524	3,4%
Gastos com jogos e competições	46.032	5,5%
Materiais	12.195	1,5%
Gerais	23.179	2,8%
Amortizações	136.898	16,4%
Repasse de direitos econômicos	28.023	3,3%
Baixa direito de atletas	119.251	14,2%
Depreciações	5.552	0,7%
Despesas administrativas	45.763	5,5%
Despesas comerciais	18.318	2,2%
Outras	19.418	2,3%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>188.145</b>	
Despesas financeiras	10.499	
<b>Resultado do Exercício</b>	<b>177.646</b>	

Fonte: Elaborada pelo autor, a partir de Demonstrações Financeiras do Flamengo (2021)

Em 2021, o mundo ainda vivia as consequências da pandemia do coronavírus. Por isso, a volta do público aos estádios foi feita de maneira gradual e distinta em diversos locais pelo mundo. Como no Rio de Janeiro, ela só ocorreu de fato no último trimestre do ano. Para calcular a média de público, foi utilizada a média de 5 anos anteriores, onde o desempenho esportivo foi similar e o time jogou, predominantemente no Maracanã (2007, 2008, 2009, 2018 e 2019). O resultado foi o seguinte:

Tabela 16 – *Valuation* Flamengo 2021

Em milhões de reais	
Receita Operacional Líquida	1.025,4
Patrimônio Líquido	198,6
Lucro Líquido	177,6
Média de Público	44.514
Capacidade Estádio	78.838
% ocupação	56,46%
Despesas com pessoal	269,3
% relação salarial	26,27%
<b>Receita + Patrimônio Líquido</b>	<b>1.224,0</b>
<b>(Lucro Líquido + Receita) / Receita</b>	<b>1,17</b>
<b>Valor Flamengo 2021</b>	<b>3.087,2</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

O valor econômico do Flamengo supera os R\$ 3 bilhões. Ratificando de fato, o trabalho de 2019. Mais uma vez, o fator que contempla a receita e o patrimônio líquido foi determinante para se chegar a esse resultado. Para este ano, o percentual de relação salarial colaborou para que o resultado ultrapassasse os R\$ 3 bilhões.

#### 4.4. Relação *Valuation* e Desempenho

Obtidos os resultados, podemos partir para as devidas análises. Em 2012, o *valuation* do Clube de Regatas do Flamengo foi de -R\$ 187 milhões. Em 2019, o valor foi de R\$ 2,9 bilhões. Já em 2021, o valor econômico da organização ficou avaliado em R\$ 3 bilhões.

Apresentando esses números a investidores, poderíamos concluir que o valor necessário para “comprar” o Clube de Regatas do Flamengo. No entanto, o objetivo do presente estudo é relacionar a mudança de valor econômico do Flamengo com a sua mudança de patamar no cenário esportivo.

A tabela 17 apresenta os resultados esportivos do Flamengo no período entre 2012 e 2021 das principais competições das quais o clube participou – Carioca, Copa do Brasil, Brasileiro e Libertadores:

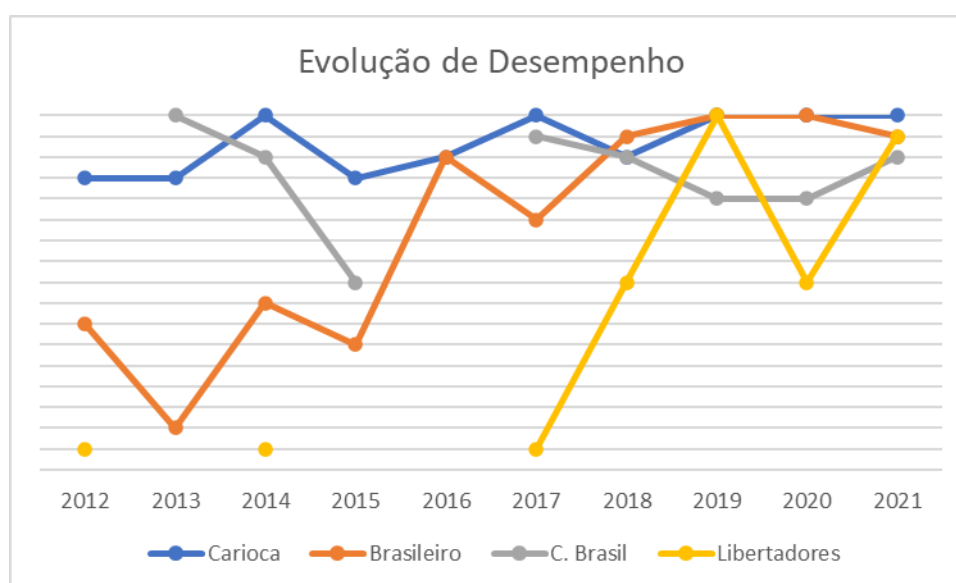
Tabela 17 – Desempenho Esportivo

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Carioca	Semi de Turno	Semi de Turno	<b>Campeão</b>	Semi de Turno	Semi	<b>Campeão</b>	Semi	<b>Campeão</b>	<b>Campeão</b>	<b>Campeão</b>
Brasileiro	11º	16º	10º	12º	3º	6º	2º	<b>Campeão</b>	<b>Campeão</b>	2º
C. Brasil	-	<b>Campeão</b>	Semi	Oitavas	Segunda fase	Vice	Semi	Quartas	Quartas	Semi
Libertadores	Grupos	-	Grupos	-	-	Grupos	Oitavas	<b>Campeão</b>	Oitavas	Vice

Fonte: Elaborado pelo autor

O gráfico 9, em linha, permite uma visualização mais clara da evolução do desempenho em cada competição que a equipe participou.

Gráfico 9 – Evolução de Desempenho



Fonte: Elaborado pelo autor

Para a elaboração do gráfico acima, foram consideradas as seguintes premissas:

Campeão = 1º lugar

Vice = 2º lugar

Semi = 3º lugar

Semi de Turno = 4º lugar

Quartas = 5º lugar

Oitavas = 9º lugar

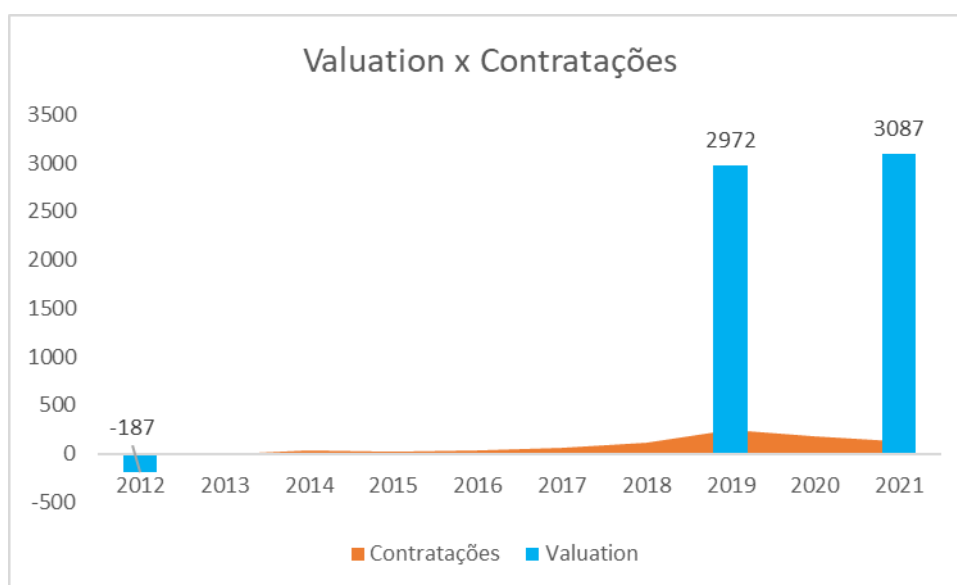
Grupos = 17º lugar

A eliminação na segunda fase da Copa do Brasil de 2016 foi desconsiderada.

O critério de classificação utilizado é similar ao utilizado no surfe, onde a posição do atleta na competição é sempre definida como a maior posição da fase em que ele é eliminado. Portanto, se nas semifinais de uma competição, quatro times participam e o time analisado foi eliminado nas quartas, ele será considerado o quinto.

Finalmente, o gráfico 10 apresenta a comparação entre o que o clube investiu em contratações e o *valuation* nos períodos analisados.

Gráfico 10 – *Valuation* x Contratações



Fonte: Elaborado pelo autor

Nota-se que, conforme, o valor econômico do clube foi aumentando, sua capacidade de investir mais no time de futebol também aumentou. Relacionando com o desempenho esportivo do Flamengo, percebe-se que a evolução do valor econômico tem relação direta com o desempenho e com sua capacidade de investir. Não por acaso, o histórico de desempenho esportivo do time nos mostra que as linhas que representam sua classificação em cada uma das competições são cada vez mais convergentes, o que simboliza que o clube se mantém competitivo. No ano de 2021, mesmo tendo conquistado apenas o Campeonato Carioca, o Flamengo disputou sempre no topo em todas as competições.

Tabela 18 – Comparação de *Valuations*

Em milhões de reais	2012	2019	2021
Receita Operacional Líquida	340,2	1.063,5	1.025,4
Patrimônio Líquido	-725,8	149,1	198,6

Lucro Líquido	-106,9	73,2	177,6
Média de Público	12.250	55.025	44.514
Capacidade Estádio	39.304	78.838	78.838
% ocupação	31,17%	69,80%	56,46%
Despesas com pessoal	149,6	323,7	269,3
% relação salarial	43,98%	30,43%	26,27%

<b>Receita + Patrimônio Líquido</b>	-385,6	1.212,6	1.224,0
<b>(Lucro Líquido + Receita) / Receita</b>	0,69	1,07	1,17

<b>Valor Flamengo</b>	-187,4	2.972,4	3.087,2
-----------------------	--------	---------	---------

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao compararmos os três momentos do clube, notamos diferenças drásticas principalmente na receita operacional líquida e no patrimônio líquido. Isso nos evidencia duas coisas: a primeira que o clube conseguiu ser mais eficiente ao explorar o potencial de explorar sua imagem e seus recursos, em segundo, que o clube conseguiu equacionar as suas dívidas refletindo no valor de seu patrimônio líquido.

Além disso, nota-se uma melhor capacidade de controle de custos, representado pelo valor percentual menor de relação salarial, e o aumento do percentual de ocupação do estádio, mostrando que o Flamengo foi capaz de criar uma cultura em seu torcedor de participação ativa nos dias de jogos.

## 5 Conclusão

O presente estudo teve como objetivo principal trazer uma nova perspectiva de valor e sucesso para clubes de futebol. Para isso, o Clube de Regatas do Flamengo e sua reestruturação financeira iniciada em 2013 foram apresentados como objetos principais de análise. Além disso, foi trazido o conceito de *valuation* com a finalidade de quantificar o valor do clube em três momentos distintos: um ano antes do início de sua reestruturação e em outros dois anos, quando ela já estava encaminhada e o clube já tinha capacidade de se manter competitivo.

Durante esse trabalho, pudemos observar que, por muito tempo, o Clube de Regatas do Flamengo foi refém de gestões populistas, causando prejuízos incalculáveis para os cofres do clube. Em determinado momento, o termo “incalculáveis” chegou a ser utilizado de maneira literal, não apenas como figura de linguagem, já que os dirigentes não sabiam o tamanho do endividamento do clube.

Após entendermos como o clube chegou a beira do precipício e quais passos seguiu para conseguir se recolocar nos trilhos certos, foi proposta a utilização do modelo de *valuation* de Tom Markham para obtermos o valor econômico do Clube de Regatas do Flamengo.

A partir daí, foram utilizados os resultados obtidos através da aplicação do modelo para comparar com o desempenho esportivo do clube em cada um dos três momentos. O resultado nos traz revelações interessantes. Primeiramente, notamos que, de fato, a reestruturação adotada pelo clube em 2013 apresentou resultados administrativos de maneira extremamente eficiente: em apenas seis anos, os dirigentes foram capazes ampliar as formas de receita, controlando dívidas e despesas, fatos que tiveram influência direta na transformação do valor econômico do clube, que dispara em 2019, se comparado a 2012. Em segundo, que valor e desempenho estão associados, ou seja, o melhor caminho para a manutenção da competitividade é a geração de valor. Se no passado, nem tão distante assim, o clube vencia de maneira aleatória, os últimos 5 anos ilustram que, à medida que valor foi sendo agregado, o desempenho esportivo convergiu

para uma realidade cada vez mais competitiva. Finalmente, nos mostra que podemos olhar para o valor de clubes de futebol, sob uma outra perspectiva. No presente estudo, ao utilizarmos o Flamengo como objeto de análise, nos voltamos para a conquista de títulos. Entretanto, é possível replicar o modelo para enxergarmos a realidade de diferentes clubes e entendermos o que podem alcançar esportivamente em determinado momento do tempo.

Desta forma, podemos concluir que, o caso do Clube de Regatas do Flamengo, mostra que o valor econômico do clube e seu desempenho esportivo caminham lado a lado, contrapondo as políticas adotadas entre a década de 90 e 2012, quando dirigentes gastavam descontroladamente a fim de conquistarem títulos. Não apenas isso, concluímos, também, que é possível olhar para valor, no caso de um clube de futebol, através de uma perspectiva de sucesso e conquista.

## 6 Referências Bibliográficas

BENJAMIN, Téo. **Outro Patamar: análises sobre o Flamengo de 2019 e as lições para o futebol brasileiro**. 1ª ed. Rio de Janeiro, Mapa Lab, 2020.

Botafogo Futebol e Regatas. **Estádio Nilton Santos: Informações**. Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.botafogo.com.br/estadioniltonsantos/informacoes.php> Acesso em: 10/09/2022.

CAPELO, Rodrigo. **Plano Real, "pool" de empresas e promessa de zerar dívidas – entenda o contexto da chegada de Romário ao Flamengo em 1995**. Globoesporte, São Paulo, 14 jan. 2020. Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-rodrico-capelo/post/2020/01/14/plano-real-pool-de-empresas-e-promessa-de-zerar-dividas-entenda-o-contexto-da-chegada-de-romario-ao-flamengo-em-1995.ghtml> Acesso em 05/10/2022.

CAPELO, Rodrigo. **O ranking dos clubes mais transparentes e confiáveis do futebol brasileiro em 2020/2021**. Globoesporte, São Paulo, 02 jun. 2021. Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-rodrico-capelo/post/2021/06/02/o-ranking-dos-clubes-mais-transparentes-e-confiaveis-do-futebol-brasileiro-em-20202021.ghtml> Acesso em 05/10/2022.

CASTRO, Ruy. **Flamengo: O vermelho e o negro**. Rio de Janeiro: Ediouro, 2004.

CESAR, João Lenz. O valor financeiro do Clube de Regatas do Flamengo sob um novo conceito de administração. Pontifícia Universidade Católica – PUC Rio. 30, nov. 2021.

Clube de Regatas do Flamengo. **Nossa Origem**. Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.flamengo.com.br/nossaorigem> Acesso em: 05/10/2022.

Clube de Regatas do Flamengo. **Títulos do Flamengo**. Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.flamengo.com.br/titulosdoflamengo> Acesso em: 05/10/2022.

Clube de Regatas do Flamengo. **Transparência**. Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.flamengo.com.br/transparencia> Acesso em: 05/10/2022.

COUTINHO, Renato Soares. **Um Flamengo grande, um Brasil maior: O Clube de Regatas do Flamengo e o imaginário político nacionalista popular**. Universidade Federal Fluminense – UFF. 2013.

CUNHA, Ary. **Márcio Braga anuncia o fim do dinheiro e Diego, Daniele e**



**Jade preparam a saída do Flamengo.** Rio de Janeiro, 24 jan. 2009. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/esportes/marcio-braga-anuncia-fim-do-dinheiro-diego-daniele-jade-preparam-saida-do-flamengo-3176180> Acesso em: 16/09/2022.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações.** Rio de Janeiro: LTC, 2012.

Estadão. **Edmundo: escândalos e títulos no Fla.** Rio de Janeiro, 09 jul. 2002. Disponível em: <https://esportes.estadao.com.br/noticias/futebol,edmundoescandalos-e-titulos-no-fla,20020709p68705> Acesso em: 23/08/2022.

Estádio do Maracanã. **Início.** Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.estadiodomaracana.com.br/> Acesso em: 05/10/2022.

FERNANDES, Caio Henrique Arcebispo. **PROFUT – Mais do que o parcelamento de dívidas, uma esperança de dias melhores.** Universidade do Futebol. 08 ago. 2020. Disponível em: <https://universidadedofutebol.com.br/2020/08/08/profut-mais-do-que-o-parcelamento-de-dividas-uma-esperanca-de-dias-melhores/> Acesso em: 05/10/2022.

GE. **O público nos estádios do Brasil: Brasileirão série A 2019.** 31, dez. 2019. Disponível em: <http://app.globoesporte.globo.com/futebol/publico-no-brasil/2019/brasileirao-serie-a/index.html> Acesso em: 07/09/2022.

GRAFIETTI, Cesar. **Quanto vale o show? A arte de avaliar um clube de futebol e os segredos do valuation.** Infomoney, 13 dez. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/cesar-grafietti/quanto-vale-o-show-a-arte-de-avaliar-um-clube-de-futebol-e-os-segredos-do-valuation/> Acesso em: 10/09/2022.

GRAFIETTI, Cesar. **Valuation de clubes de futebol: cuidado com o que te vendem.** Infomoney, 31 out. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/cesar-grafietti/valuation-de-clubes-de-futebol-cuidado-com-o-que-te-vendem/> Acesso em: 10/09/2022.

HUBER, Fred. **Flamengo já investiu R\$ 800 milhões em seu elenco desde 2019.** Globoesporte, Curitiba, 17 ago. 2022. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/2022/08/17/flamengo-ja-investiu-r-800-milhoes-em-seu-elenco-desde-2019.ghtml>. Acesso em: 05/10/2022.

HUBER, Fred. **Há 20 anos, Flamengo cheio de astros vivia sonho frustrado; relembre o período ISL.** Globoesporte, Rio de Janeiro, 08 abr. 2020. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/ha-20-anos-flamengo-cheio-de-astros-vivia-sonho-frustrado-relembre-o-periodo-isl.ghtml> Acesso em: 07/09/2022.

HUBER, Fred. **Há 25 anos, Edmundo chegava ao Flamengo para atuar com Romário e Sávio; relembre.** Globoesporte, Rio de Janeiro, 19 mai. 2020. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/ha-25-anos-edmundo-chegava-ao-flamengo-para-atuar-com-romario-e-savio-relembre.ghtml> Acesso em: 10/10/2022.

LEME, Fabio; SOUZA, Richard. **Dívida de R\$ 750 mi assusta, mas Fla traça meta com a torcida: 'É pagável'.** Globo Esporte, Rio de Janeiro, 11 de abr. 2013. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/2013/04/divida-de-r-750-milhoes-assusta-fla-e-pagavel-mas-nao-no-curto-prazo.html> Acesso em 05/10/2022.

MAELSON, Roberto; CAPELO, Rodrigo. **De devedor a potência econômica: veja linha do tempo da ascensão financeira do Flamengo.** Globoesporte, Rio de Janeiro, 29 nov. 2019. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/de-devedor-a-potencia-economica-veja-linha-do-tempo-da-ascensao-financeira-do-flamengo.ghtml> Acesso em 07/09/2022.

MANIAUDET, Guilherme; SILVA, Leandro. **Flamengo tem sua maior média de público no Brasileirão dos pontos corridos.** Globoesporte, Rio de Janeiro, 11 ago. 2018. Disponível em: <https://ge.globo.com/numerologos/noticia/flamengo-tem-sua-maior-media-de-publico-no-brasileirao-dos-pontos-corridos.ghtml> Acesso em 07/09/2022.

MARKHAM, Tom. What is the optimal method to value a football club?. University of Reading - ICMA Centre, Reading, março. 2013.

MATTOS, Rodrigo. **Fla transforma riqueza em cinco anos de sofrimento.** Folha de São Paulo, São Paulo, 26 out. 2005. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/esporte/fk2610200502.htm> Acesso em: 25/08/2022.

O Globo. **Pesquisa O GLOBO/Ipec das torcidas: veja ranking geral, por sexo, idade, raça e outros.** Rio de Janeiro, 26 jul. 2022. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/esportes/noticia/2022/07/flamengo-na-lideranca-palmeiras-segundo-time-bahia-negro-os-destaques-da-pesquisa-o-globoipec-de-torcidas.ghtml> Acesso em: 05/10/2022.

PEIXOTO, Eduardo. **Flamengo chega a acordo com o Real Madrid e acerta venda de Vinicius Jr.** Rio de Janeiro, 20 mai. 2017. Disponível em: [https://globoesporte.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/flamengo-chega-a-acordo-com-o-real-madrid-e-acerta-venda-de-vinicius-jr.ghtml?\\_ga=2.23043315.977857067.1667592975-e7e292b0-6bae-445a-5dd6-5e0ba046fa8c](https://globoesporte.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/flamengo-chega-a-acordo-com-o-real-madrid-e-acerta-venda-de-vinicius-jr.ghtml?_ga=2.23043315.977857067.1667592975-e7e292b0-6bae-445a-5dd6-5e0ba046fa8c) Acesso em: 26/10/2022.

PEIXOTO, Eduardo; JÚNIOR, Janir. **Amor por escrito: Fla anuncia Love.** Globoesporte, Rio de Janeiro, 25 jan. 2012. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/2012/01/amor-por-escrito-love-rescinde-com-cska-e-e-o-novo-reforco-do-fla.html> Acesso em: 03/10/2022.

PEIXOTO, Eduardo; SOUZA, Richard. **Adeus de Love: em débito com atleta e CSKA, Fla abre mão do artilheiro.** Globoesporte, Rio de Janeiro, 13 jan. 2013. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/2013/01/adeus-de-love-em-debito-com-atleta-e-cska-fla-abre-mao-do-artilheiro.html> Acesso em 25/08/2022.

PEIXOTO, Eduardo; SOUZA, Richard. **Da churrascaria ao café: caminhos que levaram Ronaldinho ao Flamengo.** Globoesporte, Rio de Janeiro, 02 fev. 2011. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/2011/02/da-churrascaria-ao-cafe-caminhos-que-levaram-ronaldinho-ao-flamengo.html>

[churrascaria-ao-cafe-caminhos-que-levaram-ronaldinho-ao-flamengo.html#:~:text=O%20Flamengo%20apostava%20num%20projeto,como%20garoto%2Dpropaganda%20da%20empresa">churrascaria-ao-cafe-caminhos-que-levaram-ronaldinho-ao-flamengo.html#:~:text=O%20Flamengo%20apostava%20num%20projeto,como%20garoto%2Dpropaganda%20da%20empresa](#). Acesso em: 23/08/2022.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como Precificar Ações**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda, 2012.

SOBRAL, Felipe; PECL, Alketa. **Administração: teoria e prática no contexto brasileiro**. 2ª ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2013.

SOUZA, João Felipe. **Da magia à frustração: 10 anos da contratação de Ronaldinho Gaúcho pelo Flamengo**. Globoesporte, Rio de Janeiro, 09 jan. 2021. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/da-magia-a-frustracao-10-anos-da-contratacao-de-ronaldinho-gaucho-pelo-flamengo.ghtml> Acesso em: 23/08/2022.

Transfermarkt. **Competições; Volta Redonda**. Disponível em: <https://www.transfermarkt.com.br/volta-redonda-futebol-club-rj-/stadion/verein/4176> Acesso em: 05/10/2022.

Uol. **De faltas em treinos a polêmica das camisas: relembre problemas de Ronaldinho no Flamengo**. São Paulo, 31 mai. 2012. Disponível em: <https://www.uol.com.br/esporte/futebol/ultimas-noticias/2012/05/31/de-faltas-em-treinos-a-polemica-das-camisas-relembre-problemas-de-ronaldinho-no-flamengo.htm> Acesso em 23/08/2022.

ZARKO, Raphael. **Flamengo e Ronaldinho chegam a acordo: clube vai pagar R\$ 17 milhões**. Globoesporte, Rio de Janeiro, 18 fev. 2016. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/flamengo/noticia/2016/02/flamengo-e-ronaldinho-chegam-acordo-club-vai-pagar-r-17-milhoes.html> Acesso em: 23/08/2022.