

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
CAMPUS GOVERNADOR VALADARES
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Pedro Ignácio Queiros Silva

Valoração de sociedades anônimas do futebol mineiro: uma abordagem baseada no
Modelo Multivariado de Markham (2021-2024)

Governador Valadares

2025

Pedro Ignácio Queiros Silva

**Valoração de sociedades anônimas do futebol mineiro: uma abordagem baseada no
Modelo Multivariado de Markham (2021-2024)**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Juiz de Fora, Campus Governador Valadares, como parte dos requisitos para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Geraldo Moreira Bittencourt

Governador Valadares

2025

Ficha catalográfica elaborada através do programa de geração automática da Biblioteca Universitária da UFJF, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Silva, Pedro Ignácio Queiros.

Valoração de sociedades anônimas do futebol mineiro: uma abordagem baseada no Modelo Multivariado de Markham (2021-2024) / Pedro Ignácio Queiros Silva. -- 2025.
28 f.

Orientador: Geraldo Moreira Bittencourt

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Campus Avançado de Governador Valadares, Instituto de Ciências Sociais Aplicadas - ICSA, 2025.

1. Futebol mineiro. 2. Sociedade Anônima do Futebol (SAF). 3. Valoração. I. Bittencourt, Geraldo Moreira, orient. II. Título.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA

FORMULÁRIO DE APROVAÇÃO DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DO CURSO

ECO013GV MONOGRAFIA II

ATA DE DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Às 15:30 horas do dia 09 de dezembro de 2025, na sala 303 do prédio da Faculdade Anhanguera, foi instalada a banca do exame de Trabalho de Conclusão de Curso para julgamento do trabalho desenvolvido pelo discente **Pedro Ignácio Queiros Silva**, matriculado no curso de bacharelado em Ciências Econômicas da UFJF-GV. O Prof. **Geraldo Moreira Bittencourt**, orientador e presidente da banca julgadora, abriu a sessão apresentando o examinador, professor **Luiz Antônio de Lima Junior**.

Após a arguição e avaliação do material apresentado, relativo ao trabalho intitulado **Valoração de sociedades anônimas do futebol mineiro: uma abordagem baseada no Modelo Multivariado de Markham (2021-2024)**, a banca examinadora se reuniu em sessão fechada considerando o discente:

- () Aprovado (a)
(X) Aprovado com correções
() Reprovado (a)

Nada mais havendo a tratar, foi encerrada a sessão e lavrada a presente ata que vai assinada pelos presentes.

Governador Valadares, 10 de dezembro de 2025.

Prof. Dr. Geraldo Moreira Bittencourt (Orientador)

Prof. Dr. Luiz Antônio de Lima Junior (Membro da Banca)

Pedro Ignácio Queirós Silva (Aluno)



Documento assinado eletronicamente por **Pedro Ignácio Queiros Silva**, **Usuário Externo**, em 10/12/2025, às 08:20, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Luiz Antonio de Lima Junior**, **Professor(a)**, em 10/12/2025, às 14:17, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Geraldo Moreira Bittencourt**, **Professor(a)**, em 06/01/2026, às 16:12, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no Portal do SEI-Ufjf (www2.ufjf.br/SEI) através do ícone Conferência de Documentos, informando o código verificador **2787475** e o código CRC **2A7F04F0**.

RESUMO

A partir da aprovação, no Brasil, da Lei da Sociedade Anônima do Futebol (SAF), em 2021, a discussão sobre valores dos clubes e suas transações de venda tornou-se comum no âmbito do futebol brasileiro. Em Minas Gerais, especificamente, os três principais clubes do Estado, América-MG, Atlético-MG e Cruzeiro-MG, adotaram o referido modelo de gestão. Diante deste cenário, o presente estudo buscou analisar os principais indicadores financeiros destes clubes, por meio da aplicação da metodologia do Modelo Multivariado de Markham (MMM), com foco em avaliar a evolução da valoração dos mesmos ao aderirem o modelo de gestão via SAF. Para tanto, foram utilizados os dados disponibilizados nos balanços financeiros destas equipes para os anos de 2021 a 2024. Ao ser aplicada a metodologia elaborada por Markham, a hipótese de que a adesão da gestão via SAF contribuiria positivamente e de forma crescente para a evolução da valoração dos clubes mineiros foi aceita parcialmente. Os resultados encontrados demonstraram que a transformação em SAF, de fato, contribuiu de forma positiva para a valoração das equipes, porém, não foi suficiente para garantir uma valoração permanentemente crescente, no âmbito das equipes avaliadas. Para que resultados positivos na valoração sejam alcançados de forma consistente, é fundamental uma gestão eficiente dos gastos em relação à capacidade de geração de receitas, controle das dívidas e o fortalecimento ao engajamento da torcida.

Palavras-chave: Futebol mineiro; Sociedade Anônima do Futebol (SAF); Valoração.

ABSTRACT

Following the approval in Brazil of the Law of the Football Corporation (SAF in its Portuguese abbreviation) in 2021, discussions about club valuations and their sales transactions have become commonplace in Brazilian football. In Minas Gerais, specifically, the three main clubs in the state, América-MG, Atlético-MG, and Cruzeiro-MG, have adopted this management model. Given this scenario, this study sought to analyze the main financial indicators of these clubs, through the application of Markham's Multivariate Model (MMM) methodology, focusing on evaluating the evolution of their valuation after adopting the SAF management model. To this end, data available in the financial statements of these teams for the years 2021 to 2024 were used. Applying Markham's methodology, the hypothesis that the adoption of SAF management would contribute positively and increasingly to the evolution of the valuation of Minas Gerais clubs was partially accepted. The results showed that the transformation into a SAF did, in fact, contribute positively to the valuation of the teams; however, it was not sufficient to guarantee a permanently increasing valuation for the teams evaluated. For consistently positive valuation results to be achieved, efficient management of expenses in relation to revenue generation capacity, debt control, and strengthening fan engagement are fundamental.

Keywords: Football in Minas Gerais; Football Corporation; Valuation.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	6
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	10
3 METODOLOGIA.....	13
3.1 Modelo Multivariado de Markham (MMM).....	13
3.2 Fonte de dados.....	14
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	16
5 CONCLUSÕES.....	24
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	26

1 INTRODUÇÃO

O modelo de gestão tradicionalmente utilizado nos times de futebol do Brasil consiste em clubes associativos, onde a escolha pelo presidente é feita majoritariamente por meio de eleição, em que conselheiros e sócios podem votar. Entretanto, historicamente as gestões destes clubes são conhecidas por administrações que apelam para o emocional do torcedor e não para a racionalidade do bem-estar financeiro e administrativo da equipe (VALENTE; SERAFIM, 2006).

Neste contexto, os obstáculos recorrentes enfrentados pelos clubes brasileiros, especialmente no que se refere à gestão financeira e ao acúmulo de endividamento, passaram a evidenciar a necessidade de mudanças na forma como estas instituições esportivas são administradas. A dificuldade do modelo associativo tradicional em lidar com desafios financeiros mais complexos contribuiu para o avanço do debate sobre alternativas de gestão que possibilitassem maior organização administrativa, equilíbrio econômico e maior transparência na condução dos clubes.

A lei da SAF¹ (Sociedade Anônima do Futebol), aprovada em agosto de 2021, surge como um marco na profissionalização administrativa dos clubes brasileiros, com o objetivo de, no primeiro momento, captar investimento para destravar o potencial financeiro e, posteriormente, sanar dívidas e equilibrar as contas dos clubes, o que faz com que estas equipes se assemelhem às corporações já estabelecidas, com equilíbrio financeiro (IRANI, 2023).

Conforme Bortolai (2022), definir o valor de um clube ao se tornar uma SAF, ou seja, calcular sua valoração (*valuation*), não é uma tarefa simples, uma vez que a maioria das equipes que aderem a esse novo modelo de gestão se encontra em um cenário financeiro deficitário, sem crédito no mercado e com baixa captação de recursos.

Para Monteiro (2024), entender os principais aspectos para a criação de uma SAF é preponderante para que se realize, de forma eficiente, o processo de valoração de uma equipe, e que somente a consideração da situação financeira e administrativa do clube não é suficiente para tal. O tamanho da torcida, o potencial esportivo e financeiro e sua categoria de base são alguns exemplos do que também deve ser levado em consideração.

Na busca pela metodologia ideal para calcular o valor de um time de futebol, Markham (2013) desenvolveu o Modelo Multivariado de Markham (MMM). No estudo, Tom

¹ Estabelecida pela Lei nº 14.193/2021, a lei da SAF permite que clubes brasileiros se tornem empresas, a fim de proporcionar a profissionalização da gestão e captar investimentos.

Markham utiliza a modelagem desenvolvida para calcular o valor dos principais clubes ingleses entre 2004 e 2012, comparando os resultados encontrados com aqueles obtidos ao utilizar outras formas de valoração, além de realizar uma comparação com valores do quanto estes clubes foram vendidos em anos anteriores. Segundo Markham (2013), a inspiração para criação deste método surgiu pela forma com que as grandes franquias de esporte norte americanas (*National Hockey League, National Basketball Association, Major League Baseball, Major League Soccer*) capitalizam suas receitas, por meio, principalmente, de ligas, estádio e mercado.

De acordo com Grafietti (2020), o Modelo Multivariado de Markham se apresenta como a forma mais eficaz de calcular o valor de um time de futebol. Pois, além de se alinhar com as franquias americanas mencionadas anteriormente, também se alinha com as mudanças estruturais que a Lei da SAF trouxe ao futebol brasileiro. Outro aspecto importante que colabora para uma melhor análise é a utilização de uma variável essencial para o contexto do futebol: o impacto da torcida nas finanças.

Neste cenário de criação da Lei da SAF, de busca por melhor desempenho financeiro e de valorização dos clubes de futebol, o estado de Minas Gerais destaca-se por concentrar equipes profissionais da capital que passaram por processos recentes e distintos de reformulação em suas gestões econômico-financeiras. América-MG, Atlético-MG e Cruzeiro-MG apresentam trajetórias contrastantes quanto à adoção do modelo de gestão via SAF e ao desempenho financeiro. Primeiramente, vale destacar o caso do Cruzeiro-MG, um dos clubes que serão analisados no presente estudo, foi uma das primeiras instituições a se tornar SAF no futebol brasileiro. No dia 18 de dezembro de 2021, o ex-jogador, revelado pelo próprio Cruzeiro, Ronaldo Nazário assinou o termo de compra, adquirindo 90% da SAF azul-celeste por meio da *Tara Sports*, empresa de gestão de negócios esportivos criada por Ronaldo.

Após o rebaixamento para a série B do Campeonato Brasileiro em 2019, e tentativas frustradas de retorno à elite do futebol nacional em 2020 e 2021, o Cruzeiro se encontrava em uma situação financeira e institucional extremamente delicada. Processos trabalhistas, atraso no pagamento de transferências e salários atrasados faziam parte do cotidiano do clube, culminando em greve dos jogadores em outubro de 2021, após seguidos pagamentos atrasados (DUARTE et al., 2021).

Ainda na capital mineira, o Atlético-MG, por meio do seu conselho deliberativo, aprovou em julho de 2023 a criação da sua SAF e, posteriormente, em novembro do mesmo ano, formalizou a venda de 75% das ações para a *Galo Holding*, empresa formada por um grupo de empresários atleticanos que já investiam em contratações e custeio de salário para

jogadores há alguns anos. Dentre os investidores estão: Rubens Menin, Rafael Menin, Renato Salvador e Ricardo Guimarães, outra parte da SAF atleticana é de posse do Galo Forte, Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia (FIP) chefiada por Daniel Vorcaro. A motivação da equipe alvinegra em se tornar SAF se deu pelo alto endividamento do clube, com o objetivo de viabilizar sua sustentabilidade financeira e reestruturação.

Completando o trio de clubes de Minas Gerais, que se destacam no futebol profissional do Brasil, o América-MG tem uma SAF com uma característica diferente dos seus rivais mineiros. A aprovação para transformação em sociedade anônima do futebol ocorreu em janeiro de 2022, entretanto, desde a aprovação, o time busca investidores que se ajustem ao perfil que o clube julga como necessário para a venda da SAF, ou seja, em termos legais, a instituição já é tratada como uma SAF, mas ainda não há proprietário e investimento. Por não se encontrar na mesma situação de grande dificuldade financeira e institucional das equipes mencionadas anteriormente, o América colocou-se na condição de poder analisar, com mais calma, seu processo de venda, todavia, por ser um clube de menor expressão no cenário mineiro e de baixa torcida, torna-se um clube menos atraente para os investidores.

Diante do exposto, a finalidade deste trabalho é compreender como evoluiu o valor de mercado de clubes mineiros entre 2021 e 2024, por meio do Modelo Multivariado de Markham, tendo em vista a adoção do modelo de gestão via SAF. Para tanto, foram analisados os três principais clubes do Estado, América-MG, Atlético-MG e Cruzeiro-MG, na busca pelo entendimento se os resultados financeiros e o valor dos times melhoraram no período analisado.

É esperado que a adoção do modelo de gestão via SAF tenha um impacto positivo sobre a valoração das equipes. Assim, espera-se que os clubes ao passarem por este processo de profissionalização e organização na gestão financeira apresentem crescimento mais acentuado do valor de mercado, estimado pelo Modelo Multivariado de Markham. Além disso, pressupõe-se que, após o momento inicial – pautado por saneamento das dívidas e reorganização financeira – a consolidação das SAF's apresente uma contribuição ainda mais expressiva na valoração dos clubes.

Este estudo se destaca por contribuir para a literatura de finanças esportivas ao avaliar empiricamente se a transição para o modelo administrativo via SAF e a consequente profissionalização da gestão possuem impacto relevante sobre a trajetória de valoração dos clubes ao longo do tempo. Outro aspecto que individualiza a presente pesquisa é o fato de o estudo realizar uma abordagem empírica do Modelo Multivariado de Markham aplicado para equipes do futebol mineiro, que, por não estarem no futebol do eixo Rio de Janeiro e São

Paulo, por muitas vezes não recebem a devida atenção no cenário nacional e internacional. Adicionalmente, vale ressaltar a abrangência do período de tempo considerado na análise do estudo, que contempla desde o ano de aprovação da Lei da SAF (2021) até o ano mais recente (2024) com divulgação dos demonstrativos financeiros pelas equipes.

O restante do trabalho está dividido em mais quatro seções. A seção 2 contempla o referencial teórico. A seção 3 apresenta a metodologia e as fontes dos dados utilizados na pesquisa. A seção 4 analisa e discute os resultados obtidos no estudo. E, por fim, a seção 5 traz as conclusões.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Compreender a valoração em clubes de futebol é uma tarefa mais complexa do que em outras empresas de setores tradicionais de uma economia (ANTOUN, 2023). No esporte há fatores únicos para serem considerados, não se limita apenas em receitas, patrimônio, ativos e passivos. A relevância da torcida – que para o futebol, é o cliente do clube – e a capacidade dos times gerarem receita por meio dela são essenciais para essa compreensão (SILVA, 2024).

A valoração é a forma de precificar uma corporação. Segundo Miranda (2022), a avaliação de empresas tem papel fundamental, auxiliando gestores a tomarem decisões mais assertivas. E quanto maior for a capacidade de gerar dinheiro, mais valioso será o *valuation*. Entretanto, há de se considerar a diferença entre valor e preço. Conforme Souza et al. (2021), “Valor” representa a capacidade de gerar receita ao longo do tempo, uma medida avaliativa. E “preço” está ligado ao mercado, o montante pago em uma transação. Nem sempre esses dois conceitos estão na mesma sintonia, especialmente no contexto do futebol devido às suas particularidades.

No âmbito do futebol brasileiro, a prática de valoração de clubes passa a ser debatida, com maior frequência, a partir do surgimento da lei da SAF, em 2021. Esta legislação surge com o objetivo de auxiliar a reestruturação financeira dos clubes, em especial os que se encontravam endividados, podendo ser aplicada para novos times a serem fundados ou para clubes já existentes, anteriormente rotulados como associações esportivas sem fins lucrativos (RODRIGUES, 2021).

Ao se transformar em Sociedade Anônima de Futebol (SAF), o clube tem a possibilidade de solicitar o processo recuperação judicial (RJ) e separação das dívidas civis e trabalhistas sem ter que transferir essa dívida para o novo CNPJ, por meio de um Regime Centralizado de Execução (RCE). Estes benefícios foram utilizados, por exemplo, pela equipe de gestão da SAF do Cruzeiro-MG, logo ao assumir o comando do clube, o que resultou na redução da dívida (em especial a de curto prazo e dívidas bancárias e trabalhistas) e diluição das parcelas a serem pagas em prestações ao longo do tempo (DUARTE, 2023). A SAF do Cruzeiro assumiu a dívida da associação que administrava o clube, mas não tem a mesma atrelada ao seu patrimônio. Com isso, nos momentos de pagamento de dívidas, a SAF transfere a quantia que deve ser paga para a associação, que repassa o valor para o credor. No caso da SAF do Cruzeiro, o débito negociado através da RJ e RCE deve ser pago 60% nos primeiros 6 anos e os 40% restante nos 4 anos subsequentes.

Outro benefício ao adotar a nova legislação é poder ter uma tributação mais atrativa aos investidores, não tendo que arcar com os mesmos impostos que grandes empresas do mesmo porte orçamentário de setores mais tradicionais no mercado. Os clubes de futebol, na configuração de SAF, têm por obrigação um único imposto de 5%, exceto aqueles referentes às transferências de atletas, nos primeiros 5 anos. Para os próximos anos essa alíquota é reduzida para 4% (MONTEIRO, 2024).

Segundo Monteiro (2024), neste contexto de criação da lei da SAF, quando as equipes de futebol iniciam as negociações de parte de seus ativos, surgem questionamentos, entre associados e torcedores, se a transação será benéfica ou não ao clube. Deste modo, o autor destaca a importância da realização de estudos de valoração antes da concretização das negociações, principalmente estudos que considerem o potencial esportivo, a força da marca, tamanho e engajamento da torcida, entre outros aspectos relevantes.

Conforme Irani (2023), a literatura apresenta algumas formas de mensuração do *valuation* de empresas. Um dos métodos mais utilizados é o do fluxo de caixa descontado (FCD), que projeta receitas e despesas futuras trazendo para um valor presente. No entanto, considerando que o método do FCD se adequa melhor para casos de empresas que apresentam fluxo de caixa predominantemente positivo e previsível no longo prazo, a aplicação desta modelagem torna-se inviável para casos de clubes de futebol que se encontram em situações financeiras restritivas, com baixo fluxo de caixa, ou até mesmo fluxos negativos, fato que ocorre com frequência no futebol brasileiro.

O método múltiplo de receitas (MR) é uma abordagem adequada para situações de lucratividade ou prejuízos voláteis, logo, é uma modelagem que não exige que a empresa seja necessariamente lucrativa para ser adotada (ECKERT, 2011). Este método é uma técnica de avaliação relativa, que estima o valor de uma empresa com base na comparação da sua receita anual com a de empresas similares no mercado (SARTORI, 2019). Todavia, não considera as margens de lucro e a eficiência operacional, podendo sempre subestimar seu valor final.

A capitalização de mercado (CM) é outra metodologia utilizada para calcular o *valuation* de uma empresa, sendo o seu valor calculado a partir da multiplicação entre o número de ações vendidas e o valor da cotação de mercado destas ações. Portanto, a empresa em análise precisa estar listada na bolsa de valores do país. Mas atualmente, no caso do Brasil, especialmente por ser recente a lei da SAF, não há clubes que fizeram IPO². Assim sendo, a capitalização de mercado não é a melhor forma de cálculo para análise de valoração

² IPO (Initial Public Offering) é a oferta inicial de ações disponibilizada por uma empresa pela primeira vez no mercado, tornando-se uma companhia de capital aberto.

de clubes do futebol brasileiro (MIRANDA, 2022). Segundo Markham (2013), apenas empresas maiores utilizam essa forma de capitalização, fatores como a volatilidade do mercado e das ações funcionam bem nessas empresas, entretanto, não seria da mesma forma no contexto do futebol.

As metodologias mencionadas anteriormente não se aplicam com tanta precisão para casos de valoração de clubes de futebol (Ventura, 2024). A partir desta lacuna, surge o Modelo Multivariado de Markham (MMM), que além de levar em consideração o impacto da torcida, também pode ser utilizado em análises de clubes que não são lucrativos, algo bem comum ao observar o contexto do futebol brasileiro (Irani, 2023).

Markham (2013) buscou desenvolver seu método (MMM) a partir dos modelos de múltiplos de receita e FCD, tentando unir ambos para encontrar a melhor forma de aplicar empiricamente a valoração no âmbito do futebol. Para o autor, os principais ativos de um clube são estádio, campo de treinamento e registro de jogadores, que precisam ser ponderados em relação ao passivo. Entretanto, como mencionado por Grafietti (2020), pode haver dupla contagem no modelo desenvolvido por Markham, por considerar o total de receitas e a capacidade do estádio. O que evidencia o quão complexo e desafiador é calcular o valor de um clube de futebol.

Um dos grandes desafios de usar o MMM no futebol brasileiro é a dificuldade para coletar os dados financeiros nos balanços contábeis anuais disponibilizados pelas equipes. Não é incomum encontrar valores que não batem em balanços diferentes citando os mesmos anos, ou a demora em disponibilizar todos os dados, mesmo sendo exigido pela lei da SAF ou pelas diretrizes para clubes associativos. Os valores negativos encontrados, decorrente de situações de prejuízo, também é um fator que dificulta a análise. No entanto, a valoração de clubes de futebol não se encaixa bem a fórmulas tradicionais de valoração de empresas, pois envolve dimensões financeiras, esportivas e inclusive sociais. Os métodos clássicos oferecem contribuições relevantes, mas apresentam limitações quando transpostos para o ambiente do futebol. Nesse contexto, o modelo desenvolvido por Markham (2013) surge como uma alternativa fiel à realidade dos clubes, ao incluir variáveis específicas como o papel da torcida. Ainda assim, os desafios de aplicação e a complexidade dos dados disponíveis mostram que a mensuração do valor de um time continua sendo um desafio.

3 METODOLOGIA

3.1 Modelo Multivariado de Markham (MMM)

Conforme Markham (2013), o MMM apresenta-se como a modelagem mais apropriada para a valoração de clubes de futebol, uma vez que contempla, de forma coesa, variáveis financeiras e operacionais essenciais à avaliação econômica do setor, como receitas, ativos líquidos, lucros, taxa de ocupação dos estádios e relação salarial, o que permite uma análise abrangente e contextualizada do valor das equipes.

A adoção recorrente do MMM em pesquisas recentes evidencia a robustez do modelo. Antoun (2023), ao examinar o caso do Fluminense, para os anos de 2018 a 2022, comparou diferentes metodologias de *valuation* e destacou a consistência dos resultados obtidos pelo modelo de Markham em relação a métodos tradicionais de valoração de empresas. De modo semelhante, Miranda e Mathias (2024), ao analisar o processo de reestruturação do Clube de Regatas Flamengo, entre 2012 e 2019, aplicou a metodologia MMM, demonstrando sua capacidade de captar de forma precisa os efeitos da profissionalização da gestão sobre a valorização do clube avaliado. Ventura (2024) ao investigar o caso do Palmeiras nos anos de 2014 a 2023, ressalta a adequação do MMM para mensurar o impacto da gestão profissional e da diversificação de receitas sobre o valor de mercado da equipe paulista. A utilização recorrente desta metodologia em diferentes contextos empíricos atesta a relevância e a atualidade do MMM como ferramenta de análise para a valoração no futebol brasileiro.

A estrutura matemática do Modelo Multivariado de Markham (Markham 2013) é representada da seguinte forma:

$$Valor\ do\ Clube = (ROL + PL) \times \left(\frac{LL + ROL}{ROL} \right) \times \left(\frac{\% EP}{\% RS} \right) \quad (1)$$

onde: *ROL* é a receita operacional líquida; *PL* é o patrimônio líquido; *LL* é o lucro (prejuízo) líquido; *% EP* é o percentual de estádio preenchido; e *% RS* é o percentual da relação salarial. Adicionalmente, vale destacar que as variáveis expressam valores anuais.

O primeiro termo da equação (1) corresponde à soma da receita operacional líquida com o patrimônio líquido do clube. Este componente inicial reflete tanto a capacidade de geração de recursos no curto prazo quanto a posição patrimonial acumulada da instituição ao longo do tempo.

Em relação ao segundo termo da equação (1), no numerador consta a soma do lucro (prejuízo) líquido com a receita operacional líquida, no denominador está a receita

operacional líquida. Segundo Markham (2013), este termo introduz um fator de eficiência financeira. Estatisticamente, essa razão funciona como um índice que amplifica ou reduz o valor do clube, de acordo com sua capacidade de transformar receitas em resultado líquido positivo. Assim, no caso de clubes lucrativos, o coeficiente resultante desta razão assume valores superiores a um, ampliando a avaliação. Em contrapartida, prejuízos recorrentes comprimem a proporção e reduzem o valor projetado.

O terceiro termo da equação (1) é o diferencial do MMM, nele observa-se o impacto da torcida no valor do clube. No numerador está o percentual de estádio preenchido, ou seja, a taxa de ocupação dos estádios $[\% EP = (MP \div CE) \cdot 100]$, formada pela relação percentual entre a média de público (MP) e a capacidade do estádio (CE) da equipe como mandante, o que indica o nível de engajamento da torcida e o potencial de geração de receitas relacionadas à presença de público. No denominador está a taxa da relação salarial $[\% RS = (CS \div ROL) \cdot 100]$, representada pelo percentual de custos com salários (CS) em comparação à receita do clube (ROL). Essa configuração permite ao modelo captar simultaneamente a intensidade da demanda pelo produto futebol e a eficiência na alocação dos recursos financeiros destinados ao elenco e administração. Um percentual elevado de ocupação de estádios associado a uma relação salarial controlada resulta em um coeficiente do terceiro termo da equação maior que a unidade, o que eleva o valor final estimado.

A formulação desenvolvida por Markham (2013) distingue-se de metodologias mais tradicionais por incorporar elementos únicos do esporte, combinando grandezas contábeis com variáveis de desempenho operacional. Do ponto de vista estatístico, trata-se de uma função multiplicativa em que cada componente exerce efeito proporcional sobre o resultado. Dessa forma, um baixo desempenho em qualquer variável afeta negativamente o valor calculado, ao passo que resultados positivos e consistentes nas diferentes dimensões se reforçam mutuamente. O modelo, portanto, se apresenta como uma alternativa metodológica robusta para o *valuation* de clubes de futebol, ao reconhecer as particularidades estruturais e mercadológicas do esporte.

3.2 Fonte de dados

Os clubes de futebol selecionados para a amostra analisada no presente estudo são os três principais times do Estado de Minas Gerais, América-MG, Atlético-MG e Cruzeiro-MG, tais equipes foram selecionadas por estarem sempre figurando nas principais divisões (séries A e B) do Campeonato Brasileiro e pela disponibilidade dos dados utilizados para realizar os

cálculos de *valuation*. Ademais, a escolha do Estado mineiro se dá pela falta de trabalhos destinados a estas equipes, além do fato de que cada um dos três clubes tem sua particularidade no processo da mudança administrativa para a gestão via SAF, o que enriquece a análise proposta nesta pesquisa.

Os dados financeiros utilizados, como receita operacional líquida, patrimônio líquido, lucro (prejuízo) líquido e custos com salários, foram obtidos diretamente dos demonstrativos contábeis disponibilizados nos portais de transparência oficiais das equipes analisadas³, garantindo total confiabilidade dos dados. Em relação às informações de média de público e capacidade do estádio, estas foram extraídas do site *Transfermarkt.com*, plataforma especializada no mercado do futebol, amplamente reconhecida por disponibilizar dados atualizados e consolidados sobre clubes, atletas e competições. Esta base de dados é frequentemente utilizada em análises do setor esportivo por oferecer informações consistentes e de fácil acesso, o que a torna uma fonte confiável para auxiliar a aplicação do modelo de *valuation* adotado nesta pesquisa.

Dessa forma, a seleção das fontes de dados utilizadas neste estudo abrangeu tanto os portais oficiais de transparência financeira dos clubes (associação e SAF⁴), quanto bases de dados reconhecidas no mercado esportivo, como o site *Transfermarkt*. Esta estratégia metodológica também é observada em outros trabalhos, como os estudos de Antoun (2023) e Miranda (2022). A convergência no uso destas fontes evidencia sua relevância acadêmica e reforça a robustez dos dados empregados, assegurando maior confiabilidade e comparabilidade dos resultados alcançados.

É importante ressaltar que o período de tempo adotado não foi determinado de forma aleatória. Os anos de 2021 a 2024 abrangem acontecimentos relevantes que exerceram impactos potenciais nos valores das agremiações mineiras. A ampliação dos patrocínios oriundos de casas de apostas, o avanço na adoção de práticas de gestão mais profissionalizadas e, sobretudo, a aprovação e implementação da lei da SAF são exemplos de acontecimentos relevantes no contexto do futebol brasileiro, no período mencionado, essenciais para entender a variação econômico-financeira que ocorreu nos clubes analisados.

³ São eles: www.americafc.com.br/transparencia; atletico.com.br/institucional/portal-da-transparencia/portal-da-transparencia-saf/; atletico.com.br/institucional/portal-da-transparencia/clube-atletico-mineiro/; www.cruzeiro.com.br/conteudo/demonstrativos-financeiros; e clubesdocruzeiro.com.br/balanco-patrimonial.

⁴ Para o ano de transição de clube associativo para SAF, foram somadas as receitas e lucro líquido de ambos os balanços, para que, assim, fosse considerada toda a capacidade de geração de receita e lucro da equipe naquele ano.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Ao avaliar os resultados financeiros e calcular a valoração das equipes, foi identificado que a receita operacional líquida e o patrimônio líquido são grandes pilares que, juntos, direcionam com forte influência os resultados finais obtidos pelo MMM. Na Tabela 1, é apresentada a dispersão dos dados coletados e os resultados obtidos pelo modelo de Markham para a valoração do América-MG, no período de 2021 a 2024. De início, é possível constatar que o clube passou por grande oscilação financeira neste intervalo de tempo, com uma queda acentuada na ROL e PL, além do crescimento do prejuízo líquido, o que se refletiu de forma direta no resultado final da sua valoração.

Tabela 1 – Valoração do América-MG (2021 a 2024)

Ano	2021	2022	2023	2024
Receita Operacional Líquida (ROL)	98.821	144.142	126.569	49.033
Patrimônio líquido (PL)	93.741	72.548	50.414	-17.745
Lucro Líquido (LL)	-4.771	-21.192	-22.134	-58.439
Média de Público (MP)	2.896	3.829	6.247	2.972
Capacidade do Estádio (CE)	23.000	23.000	23.000	23.000
Percentual Estádio Preenchido (%EP)	12,59	16,65	27,16	12,92
Percentual Relação Salarial (%RS)	55,89	55,54	87,82	171,69
Custos com Salários (CS)	55.232	80.064	111.152	84.187
Resultados do MMM para o América-MG				
Primeiro Termo (ROL + PL)	192.563	216.691	176.984	31.287
Segundo Termo $[(LL + ROL) / ROL]$	0,95	0,85	0,83	-0,19
Terceiro Termo $(\%EP / \%RS)$	0,23	0,30	0,31	0,08
Valor do Clube (Mil R\$)	41.287	55.397	45.165	-451

Nota: ROL, PL, LL, CS e o Valor do Clube estão expressos em milhares de reais (R\$). MP e CE estão expressos em número de pessoas.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Recém-promovido da série B para a elite do futebol nacional (série A do Campeonato Brasileiro), o ano de 2021 para o Coelho (mascote do América-MG) teve um grande objetivo: manter-se na série A. Uma vez que o clube ficou tradicionalmente conhecido por conseguir acesso para a série A em determinado ano e sofrer o rebaixamento no ano seguinte. Focados no objetivo proposto, a diretoria, comissão técnica e jogadores tiveram a competência de não apenas se manterem na primeira divisão, mas, também, de atingirem a melhor colocação da

história da equipe na série A (8º lugar), o que garantiu, pela primeira vez, a vaga na Copa Conmebol Libertadores, principal competição de futebol do continente americano (MACEDO, 2021). Devido ao sucesso esportivo no ano de 2021, o clube apresentou a valoração de R\$41,2 milhões. Vale destacar que, devido às restrições da pandemia do COVID-19, as equipes não puderam contar com a presença da torcida em boa parte da temporada⁵, fator que possivelmente alavancaria ainda mais as receitas e o valor do clube no ano de 2021.

Para o ano de 2022, o desafio para o América foi ainda maior, com vaga para a Copa Libertadores e calendário cheio, a diretoria se viu diante do desafio de montar um elenco mais experiente e fortalecido, o que refletiu diretamente no custo da folha salarial da equipe, saltando de R\$55,2 milhões, em 2021, para R\$80 milhões, em 2022. Contudo, deve-se ressaltar que 2022 foi o ano de maior receita operacional líquida do clube, R\$144,2 milhões, reflexo da participação no torneio continental e permanência na série A do Brasileirão. Adicionalmente, é importante destacar que o ano de 2022 também ficou marcado na história do América-MG por ser o período em que o time se tornou SAF. Porém, sem encontrar um investidor que assegurasse as exigências da diretoria e do conselho deliberativo do clube, o time não negociou a venda da SAF.

Terceiro ano seguido na elite do futebol brasileiro e mais uma vez em uma competição continental, desta vez a Copa Conmebol Sul-americana, o ano de 2023 se apresentava como mais um ano histórico para o América-MG. Todavia, este ano ficou marcado por grande oscilação do time, na Copa Sul-americana a equipe fez história, chegando até as quartas de finais da competição. No Brasileirão também fez história, mas dessa vez de forma negativa, a equipe foi rebaixada ao atingir a última colocação do campeonato, com míseros 24 pontos. Porém, ao observar os dados financeiros da equipe para o ano de 2023, na Tabela 1, pode-se considerar que foi um ano de êxito em arrecadação, com mais uma vez a receita operacional líquida ultrapassando a faixa dos R\$100 milhões e a valoração do clube atingindo a casa dos R\$45 milhões. Ainda vale ressaltar, neste ano de 2023, a maior presença da torcida no estádio, o que reforça como o desempenho histórico na Copa Conmebol Sul-americana engajou a torcida, refletindo no maior percentual de estádio preenchido, 27,16%, alcançado pela equipe, no período analisado.

Após anos de altas receitas, resultados positivos dentro e fora de campo e projeção de crescimento para os anos subsequentes, o América-MG se encontrava mais uma vez no

⁵ Entre fevereiro de 2020 e o meio da temporada de 2021 (outubro de 2021), as partidas ocorreram sem público, por determinação das autoridades sanitárias estaduais e municipais.

calvário da série B em 2024. Este ano, porém, não foi como os anos analisados anteriormente. Na segunda divisão do Campeonato Brasileiro, a equipe ficou apenas na oitava colocação, não conseguindo o acesso para a série A. Mas a principal derrota para o ano de 2024 foi a saúde financeira do clube, que sofreu uma queda vertiginosa, pagando a conta do alto investimento dos anos anteriores e sofrendo com a queda da receita operacional líquida, devido, especialmente, ao menor valor arrecadado com direitos de transmissão e patrocínios. Neste cenário, verifica-se, na Tabela 1, que a equipe apresentou, em 2024, o maior prejuízo líquido, R\$58,4 milhões, dentre os anos analisados. Além disso, o resultado da valoração da equipe foi negativo. É importante ressaltar que este resultado não significa que o clube tenha um valor de mercado negativo, mas sim que a equipe está passando por uma situação financeira deficitária, com patrimônio e lucro líquidos negativos, inviabilizando que o MMM gere um valor de mercado adequado.

Em síntese, na Tabela 1, mais especificamente na primeira dimensão do cálculo da valoração pelo modelo de Markham (ROL + PL), nota-se, nos anos de 2021, 2022 e 2023, que o América-MG manteve um valor superior a R\$176 milhões para este termo do modelo. Neste período, o clube conseguiu ter boas receitas e manter o patrimônio líquido positivo, apesar de registrar lucro líquido negativo em todos os anos da amostra. Em 2024, o time apresentou uma receita menor e seu patrimônio líquido foi negativo. Os resultados negativos para o lucro líquido prejudicaram os resultados do segundo termo do MMM, onde, para todos os anos, o valor desta segunda dimensão da modelagem ficou abaixo da unidade. Quanto ao terceiro termo do cálculo da valoração, o mesmo pode ser considerado um ponto fraco do América-MG, que, por não ter uma torcida numerosa, apresentou um baixo percentual de preenchimento do estádio nos anos analisados. Adicionalmente, houve crescimento nos custos com salários, fazendo com que esta relação da terceira dimensão do MMM também gerasse resultados menores que a unidade. Dessa forma, dado que um baixo desempenho em qualquer termo da modelagem afeta negativamente a valoração final, o clube apresentou um resultado final negativo para o ano de 2024.

Passando para a análise dos dados financeiros e resultados da valoração para o Atlético-MG, apresentados na Tabela 2, observa-se que, ao longo do período analisado, o clube registrou uma ROL variando entre R\$394,3 milhões e R\$494,2 milhões, o que demonstra uma alta capacidade do time na geração de receitas. O PL também apresentou resultados expressivos, principalmente nos anos de 2023 e 2024, que levam em consideração os altos investimentos realizados pelos detentores da SAF atleticana. Estes valores expressivos para a ROL e PL do Atlético-MG permitiram o clube alcançar uma valoração

recorde de R\$1,8 bilhão, no ano de 2023. Entretanto, em 2024, como consequência do LL negativo, a valoração da equipe caiu para o patamar de R\$500,1 milhões.

Tabela 2 – Valoração do Atlético-MG (2021 a 2024)

Ano	2021	2022	2023	2024
Receita Operacional Líquida (ROL)	494.236	394.309	431.236	444.627
Patrimônio líquido (PL)	155.046	225.635	1.019.020	859.668
Lucro Líquido (LL)	101.865	70.589	19.482	-299.354
Média de Público (MP)	42.300	31.504	34.355	33.469
Capacidade do Estádio (CE)	61.927	57.829	46.452	43.484
Percentual Estádio Preenchido (%EP)	68,31	54,48	73,96	76,97
Percentual Relação Salarial (%RS)	53,92	64,83	61,92	65,58
Custos com Salários (CS)	266.506	255.634	267.009	291.592
Resultados do MMM para o Atlético-MG				
Primeiro Termo (ROL + PL)	649.282	619.944	1.450.256	1.304.295
Segundo Termo [(LL + ROL) / ROL]	1,21	1,18	1,05	0,33
Terceiro Termo (%EP / %RS)	1,27	0,84	1,19	1,17
Valor do Clube (Mil R\$)	991.988	614.197	1.810.547	500.146

Nota: ROL, PL, LL, CS e o Valor do Clube estão expressos em milhares de reais (R\$). MP e CE estão expressos em número de pessoas.

Fonte: Resultados da pesquisa.

No ano de 2021, o Atlético-MG conquistou a tríplice coroa (Campeonato Mineiro, Copa do Brasil e Campeonato Brasileiro) de forma inédita, além de chegar na semifinal da Copa Libertadores. O ótimo desempenho em campo refletiu na alta geração de receita, alavancada, em boa parte, pela premiação nos campeonatos. Neste cenário, a valoração do clube, calculada pelo método de Markham (2013), atingiu o patamar de R\$ 991,9 milhões, conforme Tabela 2. Vale ressaltar que a montagem do plantel de jogadores para 2021 teve início ainda em 2020, quando o patrocinador e conselheiro do clube, Rubens Menin, começou a financiar diversas transferências de jogadores, por meio de empréstimos concedidos ao clube (RIBEIRO, 2020).

No ano de 2022, apesar do título do Campeonato Mineiro e da Supercopa, o Atlético-MG não conseguiu repetir o mesmo desempenho nas grandes competições nacionais e continental. Como consequência, os resultados financeiros obtidos em 2022 foram menores em relação a 2021, exceto para o patrimônio líquido, que teve um grande aumento neste ano, provavelmente atrelado à evolução do valor de mercado dos atletas do elenco atleticano. No ano de 2022, o baixo desempenho esportivo refletiu na menor geração de receita e menor

percentual de estádio preenchido, culminando na valoração, pelo MMM, no patamar de R\$614,1 milhões.

Em 2023, aconteceram dois grandes marcos na história do Clube Atlético Mineiro. Primeiro, a SAF do clube foi aprovada e vendida para grandes empresários mineiros e atleticanos, o maior entre eles, Rubens Menin, que, como mencionado anteriormente, já realizava aportes financeiros para ajudar a equipe. Segundo, em 2023 o Atlético inaugurou a Arena MRV, seu estádio próprio, que logo no primeiro ano já refletiu diretamente no balanço financeiro do time. Neste ano, o resultado da valoração do clube atingiu seu ápice, R\$1,8 bilhão, impulsionado pela casa nova, o patrimônio líquido ficou acima da casa do bilhão (R\$). São valores históricos para a instituição, que passam o recado do quão importante é para um clube de futebol ter seu estádio próprio.

O ano de 2024 foi um ano com algumas decepções para o Atlético-MG, tanto administrativamente quanto no aspecto esportivo. Na Copa do Brasil e Copa Libertadores, o clube apresentou campanhas históricas, chegando à final das duas competições, no entanto, foi derrotado em ambas. No Campeonato Brasileiro, a equipe brigou até a última rodada para se salvar do rebaixamento. Como consequência, veio o desajuste financeiro do clube. Conforme RIBAS (2025), devido ao alto gasto com o elenco nos anos anteriores e às dívidas da SAF, o Atlético-MG contabilizou um déficit de mais de R\$299 milhões, em 2024. Diante deste cenário, de acordo com os resultados do MMM para o Atlético-MG, na Tabela 2, houve uma desvalorização de mais de 72% na valoração da equipe, passando de R\$1,8 bilhão, em 2023, para R\$500,1 milhões, em 2024. Vale ressaltar, conforme resultado do terceiro termo do MMM para 2024, na Tabela 2, que, apesar do clube ter um alto custo com a folha salarial, o mesmo consegue apresentar um excelente resultado na taxa de ocupação do estádio, fazendo com que o resultado da terceira dimensão do modelo se mantivesse acima da unidade, evitando uma desvalorização maior.

Em relação ao Cruzeiro-MG, como mencionado em seções anteriores, que, por consequência das gestões temerárias antecessoras a sua SAF, aprovada em dezembro de 2021, resultados ruins eram esperados. Tal expectativa foi confirmada, conforme dados da Tabela 3, com o resultado negativo da valoração do clube, no ano de 2021.

Tabela 3 – Valoração do Cruzeiro-MG (2021 a 2024)

Ano	2021	2022	2023	2024
Receita Operacional Líquida (ROL)	120.206	184.864	207.683	282.713
Patrimônio líquido (PL)	-826.409	48.278	347.965	363.620
Lucro Líquido (LL)	-113.047	123.664	260.116	-169.908
Média de Público (MP)	12.884	41.037	30.408	35.790
Capacidade do Estádio (CE)	43.172	58.401	42.844	57.732
Percentual Estádio Preenchido (%EP)	29,84	70,27	70,97	61,99
Percentual Relação Salarial (%RS)	64,90	45,60	57,67	75,60
Custos com Salários (CS)	78.008	84.290	119.765	213.722
Resultados do MMM para o Cruzeiro-MG				
Primeiro Termo (ROL + PL)	-706.203	233.142	555.648	646.333
Segundo Termo [(LL + ROL) / ROL]	0,06	1,67	2,25	0,40
Terceiro Termo (%EP / %RS)	0,46	1,54	1,23	0,82
Valor do Clube (Mil R\$)	-19.341	599.650	1.540.361	211.484

Nota: ROL, PL, LL, CS e o Valor do Clube estão expressos em milhares de reais (R\$). MP e CE estão expressos em número de pessoas.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Em 2021, ano de centenário do Cruzeiro, o torcedor imaginava páginas heroicas e imortais, como cita o hino do time. Porém, a realidade foi completamente diferente, rebaixado para a série B do Brasileirão, em 2019, o objetivo do clube em 2021 era claro, retornar para a série A da competição. Contudo, por mais um ano o Cruzeiro não conseguiu o acesso para a primeira divisão do Campeonato Brasileiro e, na Copa do Brasil, foi eliminado precocemente, comprometendo a geração de receita da equipe. Conforme dados da Tabela 3, a receita operacional líquida do clube, em 2021, foi de R\$120,2 milhões, já o patrimônio líquido e o lucro líquido foram negativos, no patamar de R\$826,4 milhões e R\$113 milhões, respectivamente. Neste cenário, a valoração do Cruzeiro, pelo MMM, gerou um resultado negativo, confirmando a situação financeira deficitária da equipe e inviabilizando a geração de um valor de mercado adequado.

Naquele momento, apenas por conta própria, parecia difícil para o Cruzeiro encontrar uma forma de se recuperar de toda a crise financeira, administrativa e esportiva. Era necessário um choque de gestão, que veio em dezembro de 2021, quando foi anunciada a venda da SAF do clube para o ex-jogador e, agora empresário, Ronaldo Nazário.

Com a promessa de equacionar os problemas financeiros do Cruzeiro e colocá-lo na série A do Campeonato Brasileiro, no início de 2022 a equipe de Ronaldo assumiu a gestão

do time para montar o planejamento da temporada daquele ano. A imagem de Ronaldo ajudou a melhorar a credibilidade do clube no mercado e a atrair novos patrocínios. Entretanto, segundo Duarte (2022), também foi preciso injeção de dinheiro para que fossem pagas, em especial, as dívidas de curto prazo, que inviabilizavam o clube de registrar novos jogadores. Com salários em dia e contas sendo ajustadas, em seu primeiro ano como SAF, em 2022, o resultado esportivo apareceu de forma imediata, após três anos na série B do Campeonato Brasileiro, o Cruzeiro-MG alcançou o acesso para a série A do Brasileirão ao fim daquela temporada. Neste cenário, com base nos resultados apresentados na Tabela 3, nota-se que a valoração do clube, que no ano de 2021 foi negativa, em 2022 alcançou a marca de R\$599,6 milhões, como consequência do aumento da ROL e LL, o maior percentual de torcida nos estádios, 70,27%, e, principalmente, da melhora no patrimônio líquido do clube, uma vez que a dívida ficou em posse da associação, mas com a SAF se responsabilizando pelo pagamento ao longo dos anos posteriores.

O ano de 2023 foi, para o Cruzeiro, um ano de reafirmação na elite do Campeonato Brasileiro, para tanto, foi necessário maior investimento e ambição da diretoria, pressionada pelos torcedores para que houvesse maior injeção de capital na aquisição de atletas. No Brasileirão, o Cruzeiro disputou até as últimas rodadas a sua permanência na série A, algo esperado em um ano de volta à primeira divisão da principal competição do país. O ano de 2023 também foi mais um ano para a SAF organizar as contas do clube de forma mais eficiente. Neste sentido, ao observar a Tabela 3, pode-se dizer que 2023 foi um sucesso em termos financeiros para o Cruzeiro. A respeito da valoração, o clube alcançou a marca de mais de R\$1,5 bilhão. Um fato que contribuiu para o ótimo resultado neste ano foi a aprovação da Recuperação Judicial (RJ) solicitada pelo clube, alternativa possível graças à adesão do Cruzeiro ao modelo de gestão via SAF. A RJ possibilitou que a dívida do clube⁶ fosse reduzida no valor e prolongado o prazo de quitação dos débitos (DUARTE, 2023).

Apesar do ótimo resultado financeiro no ano de 2023 e da volta para a série A do Campeonato Brasileiro, a torcida do Cruzeiro-MG almejava voltar a disputar títulos com os grandes clubes do Brasil. Este também era o plano de Ronaldo Nazário e sua equipe de gestão na SAF do clube. Porém, com o péssimo início esportivo em 2024, com derrota para o principal rival (Atlético-MG) na final do Campeonato Mineiro e eliminação precoce na Copa do Brasil, o ambiente de trabalho ficou insustentável para Ronaldo, diante das cobranças da torcida. Neste contexto, em abril de 2024, Ronaldo vendeu a SAF do clube para o bilionário

⁶ A Recuperação Judicial se aplica à associação civil Cruzeiro Esporte Clube, e não à SAF; a SAF apenas repassa valores para pagamento das dívidas conforme plano aprovado.

empresário e torcedor assumido do Cruzeiro, Pedro Lourenço. O objetivo do novo gestor era o mesmo do antigo, voltar a competir nos grandes campeonatos, mas Pedro quis antecipar o processo, e logo em seu primeiro ano como dono da SAF do Cruzeiro realizou investimentos milionários no elenco, com grandes contratações e salários atraentes para novos atletas e profissionais. O clube quase foi premiado com o primeiro título da era Pedro Lourenço ainda em 2024, quando foi finalista da Copa Sul-americana, todavia foi derrotado pelo Racing, da Argentina. Diante do elevado gasto com o novo elenco e a frustração de receitas, em 2024 o Cruzeiro voltou a registrar um lucro líquido negativo, no valor de R\$169,9 milhões, conforme Tabela 3. Este resultado negativo contribuiu para que a valoração do time, pelo MMM, chegasse, em 2024, no patamar de R\$211,4 milhões, valor bem menor que aquele alcançado no ano anterior. Tal fato pode demonstrar como um alto investimento visando pular processos da reconstrução do clube, no primeiro momento é prejudicial à saúde financeira da instituição.

Em síntese, ao observar, na Tabela 3, os resultados do MMM para o Cruzeiro-MG, verifica-se que o primeiro termo da modelagem de Markham para cálculo da valoração, que compreende a soma da ROL e PL, apresentou valores crescentes de 2022 em diante, após o clube retornar para a série A do Brasileirão, alavancar suas receitas e ajustar as finanças, ao adotar a gestão via SAF. Este ajuste financeiro também é refletido nos resultados do segundo termo do MMM, principalmente nos anos de 2022 e 2023, quando a segunda dimensão da modelagem alcançou valores acima da unidade, evidenciando a importância da geração de lucro líquido para a obtenção de resultados expressivos na valoração do clube. Por fim, para os resultados do terceiro termo do MMM, que reflete os impactos da torcida e da relação salarial do clube, observa-se, também, que nos anos de 2022 e 2023, quando houve uma maior presença da torcida nos estádios e ajuste das finanças pela SAF, os resultados para a terceira dimensão do modelo ficaram acima da unidade, demonstrando uma melhor relação entre a capacidade do clube de preencher estádio e sua folha salarial. Dessa forma, fica evidente, pelo MMM, que um baixo desempenho em qualquer termo da modelagem afeta negativamente a valoração final, ao passo que resultados positivos e consistentes nas diferentes dimensões se reforçam mutuamente, gerando resultados maiores para a valoração, o que reforça o caráter multiplicativo do modelo, em que cada componente exerce efeito proporcional sobre o resultado final.

5 CONCLUSÕES

Em meio à transformação dos principais clubes mineiros, América-MG, Atlético-MG e Cruzeiro-MG, em Sociedade Anônima do Futebol (SAF), compreender quais fatores são determinantes na evolução da valoração destas equipes é fundamental neste processo de venda dos clubes e profissionalização de suas gestões. Portanto, o presente estudo buscou analisar os principais indicadores financeiros destes times mineiros, aplicando a metodologia do Modelo Multivariado de Markham (MMM), com foco nesta avaliação da evolução e dos fatores impactantes no valor de mercado destes clubes com adesão ao modelo de gestão via SAF, para os anos de 2021 a 2024. Ao ser aplicada a metodologia elaborada por Markham, a hipótese de que a adesão ao modelo SAF contribuiu para evolução da saúde financeira dos clubes, portanto, crescimento em sua valoração, não foi rejeitada. Os resultados encontrados demonstraram que a transformação em SAF contribuiu de forma positiva para a valoração das equipes, mas que, por si só, não é suficiente para garantir uma valoração permanentemente crescente, no âmbito das equipes avaliadas. Contudo, uma boa gestão de gastos, proporcionais à capacidade de geração de receitas no curto prazo, equacionamento e equilíbrio das dívidas e fomento ao engajamento da torcida são fatores essenciais para que as equipes alcancem resultados maiores na valoração.

O motivo da queda na valoração do América-MG pode estar associado com as decisões cruciais que o clube tomou em momentos importantes. O clube teve um grande momento de alta nos resultados financeiros, logo após aprovar sua SAF, em 2022. Mas devido aos elevados requisitos para negociar a venda de sua SAF, a negociação não foi concretizada. Com isso, é possível que o clube tenha deixado passar uma grande oportunidade em que sua valoração estava em um patamar maior. Nesta indecisão de negociar ou não a venda da SAF, o clube, no papel da associação administrativa, não se programou adequadamente, tampouco elaborou um planejamento de longo prazo, o que pode ter contribuído para não alcançar resultados melhores como em 2022, por exemplo.

No caso do Atlético-MG, a partir de 2023, ano de estabelecimento da SAF atleticana, é notável o aumento do patrimônio líquido e das receitas da equipe, mas este aumento pode estar associado, em parte, à inauguração da Arena MRV e como a nova casa proporciona novas rendas ao clube. Por outro lado, a alta dívida do clube é um impasse que a diretoria terá que resolver nos próximos anos. A adesão à Recuperação Judicial poderia ser uma saída interessante, mas grande parte dos débitos está relacionada a empréstimos bancários realizados por bancos dos próprios donos da SAF atleticana (RESENDE, 2025). Assim, a

avaliação mais precisa dos efeitos do modelo de gestão via SAF dependerá da forma como essas questões serão conduzidas ao longo do tempo.

Já a avaliação para o Cruzeiro-MG é o contexto em que os resultados obtidos apresentam maior correspondência para a não rejeição da hipótese proposta no estudo. Pois, baseado nos resultados encontrados, pode-se dizer que a adesão ao modelo SAF foi associada a uma recuperação financeira mais consistente para o clube, que logo em seu primeiro ano de gestão via sociedade anônima do futebol, 2022, apresentou uma boa recuperação financeira. No ano seguinte, 2023, o clube atingiu o ápice na sua valoração, R\$1,5 bilhão. Em 2024 houve uma queda na valoração, trazendo o alerta sobre como pular processos em uma reconstrução financeira pode não ser benéfico ao clube. Mas os resultados indicam como um choque de boa gestão é importante para o distanciamento de momentos financeiramente negativos, como aqueles vividos pelo clube antes da SAF.

Debater sobre questões financeiras e administrativas no futebol, suas características e particularidades é extremamente importante, em especial nessa nova fase do futebol brasileiro, com novos patrocínios, crescimento do investimento nacional e internacional nas equipes e modernização das gestões dos clubes. Para tanto, é de grande valia que novos estudos sejam realizados para que, de alguma forma, possam gerar informações que auxiliem a tomada de decisão nesta nova realidade. Além disso, novas pesquisas podem ajudar na desmistificação de que futebol se decide apenas dentro das quatro linhas, posto que, na realidade, o jogo praticado por um time começa pelas decisões e ações que excedem ao campo. A Lei da SAF é recente e suas implicações ainda estão em estágio inicial, assim sendo, para trabalhos futuros, são recomendadas abordagens com um maior período de tempo e número de equipes, possibilitando a geração de novos dados que irão contribuir para a avaliação dos impactos da nova legislação no futebol brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANTOUN, Bruno Olinto; CARNEIRO, Luis Felipe Ferreira dos Santos. Avaliação Financeira no Mercado do Futebol: um estudo de caso do Fluminense Football Club. 2023. **Projeto de Graduação (Engenharia de Produção) – Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**, Rio de Janeiro, 2023.

BORTOLAI, Leonardo Ferraz. Valuation de um clube de futebol sob a perspectiva da nova Lei da SAF. 2022. **Monografia (Graduação em Engenharia de Produção) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo**, São Carlos, 2022.

DUARTE, Gabriel; PARRELA, Leonardo; ROCHA, Pedro. Jogadores do Cruzeiro anunciam greve por causa de salários atrasados. GE Globo, 13 out. 2021. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/cruzeiro/noticia/jogadores-do-cruzeiro-cogitam-greve-por-causa-de-salarios-atrasados.ghtml>. Acesso em: nov. 2025.

DUARTE, Gabriel. Ronaldo tem corrida contra relógio e chegará a R\$ 40 milhões em pagamento de dívidas no Cruzeiro. ge.globo.com, Belo Horizonte, 05 abr. 2022. Atualizado em 05 abr. 2022. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/cruzeiro/noticia/2022/04/05/ronaldo-tem-corrida-contra-relogio-e-chegara-a-r-40-milhoes-em-pagamento-de-dividas-no-cruzeiro.ghtml>. Acesso em: nov. 2025.

DUARTE, Gabriel; MACEDO, Guilherme; FONSECA, Rodrigo. Recuperação Judicial do Cruzeiro: credores aprovam plano de pagamentos da associação. ge.globo.com, Belo Horizonte, 21 jun. 2023. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/cruzeiro/noticia/2023/06/21/recuperacao-judicial-do-cruzeiro-credores-aprovam-plano-de-pagamentos-da-associacao.ghtml>. Acesso em: nov. 2025.

ECKERT, Alex et al. Métodos de avaliação do valor das empresas: proposição de aplicação em uma empresa prestadora de serviços contábeis. **Scientia Plena**, v. 7, n. 11, 2011.

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: nov. 2025.

IRANI, Felipe Gattás. Avaliação de clubes brasileiros na era das sociedades anônimas de futebol (SAF): uma comparação de métodos. 2023. 42 f. **Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas**, São Paulo, 2023.

MACEDO, Guilherme. América-MG carimba vaga inédita na Libertadores e fatura R\$ 21,4 milhões em prêmio no Brasileirão. Globo Esporte, 10 dez. 2021. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/america-mg/noticia/america-mg-carimba-vaga-inedita-na-libertadores-e-fatura-r-214-milhoes-em-premio-no-brasileirao.ghtml>. Acesso em: nov. 2025.

MARKHAM, Tom. What is the optimal method to value a football club? **Available at SSRN 2238265**, 2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2238265>. Acesso em: abr. 2025.

MIRANDA, Breno Moutinho Grossi. A reestruturação financeira do Clube de Regatas do Flamengo e seu impacto sobre o valuation. **Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas)-Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022.**

MIRANDA, Breno Moutinho Grossi; MATHIAS, João Felipe Cury Marinho. Valuation em clubes de futebol: o caso da reestruturação do Clube de Regatas do Flamengo. **OBSERVATÓRIO DE LA ECONOMÍA LATINOAMERICANA**, v. 22, n. 9, p. e6714-e6714, 2024.

MONTEIRO, Vitor Borges. Valuation de uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF): Proposta de mensuração do Valor de um clube. **LIBERTAS: Revista de Ciências Sociais Aplicadas**, v. 14, n. 2, 2024.

RESENDE, Samuel. Veja quanto o Atlético deve para cada banco, e os juros que são cobrados. No Ataque, [S. l.], 10 jan. 2025. Disponível em: <https://noataque.com.br/futebol/time/atletico-mg/noticia/2025/01/10/veja-quanto-o-atletico-deve-para-cada-banco-e-os-juros-que-sao-cobrados/>. Acesso em: nov. 2025.

RIBAS, André; DUARTE, Gabriel; REZENDE, Laura; CAPELO, Rodrigo. Atlético-MG fecha 2024 com prejuízo de R\$ 299 milhões, e dívida chega a R\$ 1,8 bilhão. ge.globo.com, Belo Horizonte, 16 mai. 2025. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/atletico-mg/noticia/2025/05/16/atletico-mg-fecha-2024-com-prejuizo-de-r-299-milhoes-e-divida-chega-a-r-18-bilhao.ghml>. Acesso em: nov. 2025.

RIBEIRO, Fred; FROSSARD, Guilherme; ROCHA, Pedro. Projeto ousado: Atlético-MG se aproxima de R\$ 130 milhões em contratações de 2020; veja tabela. ge.globo.com, Belo Horizonte, 03 jul. 2020. Atualizado em 03 jul. 2020. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/atletico-mg/noticia/projeto-ousado-atletico-mg-se-aproxima-de-r-130-milhoes-em-contratacoes-de-2020-veja-tabela.ghml>. Acesso em: nov. 2025.

RODRIGUES, Matheus Gerolamo. Clube empresa: Sociedade Anônima de Futebol como alternativa de refinanciamento das altas dívidas dos clubes de futebol brasileiros. **Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) — Insper, Faculdade de Economia e Administração, São Paulo, 2024.**

SARTORI, A. Football Clubs' Valuation: The European Elite 2019. **KPMG, Amsterdam, 2019.** Disponível em: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/sa/pdf/2019/football-clubs-valuation-2019-draft.pdf>. Acesso em: nov. 2025.

SILVA, Gabriel dos Santos. Além da raça, do amor e da paixão: uma análise da reestruturação econômica do Clube de Regatas do Flamengo sob a ótica do valuation. 2024. **Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) — Universidade Federal Fluminense, Instituto de Ciências da Sociedade e Desenvolvimento Regional, Campos dos Goytacazes, 2024.**

SOUZA, Alyson Aires de; GUERREIRO, Reinaldo; AMARAL, Juliana Ventura. Associação entre o ambiente de precificação e a abordagem de preço baseada no valor. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 32, n. 3, p. 1-23, 2021.

VALENTE, Rafael; SERAFIM, Maurício C. Gestão esportiva: novos rumos para o futebol brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 46, p. 131-136, 2006.

VENTURA, Pedro Sardenberg. O impacto da gestão profissional no valuation dos clubes de futebol: o caso do Palmeiras. 2024. **Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração)** — Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio, Rio de Janeiro, 2024.