



Universidade de Brasília – UnB
Universidade Federal da Paraíba – UFPB
Universidade Federal de Pernambuco – UFPB
Universidade Federal do Rio Grande do Norte – UFRN

**Programa Multiinstitucional e Inter-regional
de Pós –Graduação em Ciências Contábeis**

**“AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA APLICAÇÃO AOS
CLUBES DE FUTEBOL”**

Renato Pereira Amador

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Brasília

2004

Renato Pereira Amador

**“AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA APLICAÇÃO AOS
CLUBES DE FUTEBOL”**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção de título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba, da Universidade Federal de Pernambuco e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Brasília

2004

Reitor da Universidade de Brasília – UnB

Professor Doutor Lauro Morhy

Vice-Reitor da Universidade de Brasília – UnB

Professor Doutor Timothy Martin Mulholland

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação – UnB

Professor Doutor Noraí Romeu Rocco

Diretor da Faculdade de Estudos Sociais Aplicados – FA/UnB

Professor Doutor Gileno Fernandes Marcelino

Vice-Diretor da Faculdade de Estudos Sociais Aplicados – FA/UnB

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva

Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais – CCA/UnB

Professor Mestre Elivânio Geraldo de Andrade

Coordenador-Geral do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB, UFPE e UFRN

Professor Doutor Jorge Katsumi Niyama

RENATO PEREIRA AMADOR

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA APLICAÇÃO AOS CLUBES DE FUTEBOL

Dissertação submetida como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília (UnB), Universidade Federal da Paraíba (UFPB), Universidade Federal de Pernambuco (UFPE) e Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN), à seguinte comissão examinadora:

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva
Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da UnB, UFPB, UFPE e UFRN - orientador

Professor Doutor Tiago Wickstrom Alves
Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos - Examinador

Professor Otávio Ribeiro de Medeiros, Ph.D.
Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da UnB, UFPB, UFPE e UFRN – Examinador interno

Brasília , 30 de Março de 2004

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	7
LISTA DE TABELAS	8
LISTA DE QUADROS	9
AGRADECIMENTOS	10
RESUMO	11
ABSTRACT	12
1 INTRODUÇÃO	13
1.1 O FUTEBOL BUSINESS	13
1.2 A ECONOMIA DESPORTIVA	17
LEIS E REGULAMENTOS ESPORTIVOS.....	22
CONTRATOS COM A MÍDIA ESPORTIVA.....	22
ARENAS E ESTÁDIOS.....	23
1.3 CONTEXTUALIZAÇÃO.....	24
1.4 OBJETIVO GERAL	24
1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	25
1.5 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO	25
1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO	26
2 A ECONOMIA NO FUTEBOL	27
2.1 CARACTERÍSTICAS	27
2.2 A NOVA ECONOMIA DO FUTEBOL.....	32
3. JOGADORES DE FUTEBOL: DIRECIONADORES DE CUSTOS	45
3.1 MERCADO DE TRANSFERÊNCIA.....	45
3.2 UM MODELO TEÓRICO PARA AS TAXAS DE TRANSFERÊNCIA.....	48
3.3 O CASO BOSMAN.....	58
3.4 A QUESTÃO DOS SALÁRIOS.....	61
4 A CONTABILIDADE NO FUTEBOL	63

4.1 O TRATAMENTO CONTÁBIL PARA OS JOGADORES DE FUTEBOL.....	65
4.2 AS IMPLICAÇÕES DO FRS 10	70
4.3 A CONTABILIDADE DA MARCA.....	75
4.4 A CONTABILIDADE DOS ATIVOS FIXOS	77
4.5 A DEPRECIAÇÃO	81
4.6 A QUESTÃO DOS SUBSÍDIOS PARA INVESTIMENTOS EM ESTÁDIOS	82
4.7 O FLUXO DE CAIXA	86
4.8 DISCLOSURE NO FUTEBOL	94
4.9 TREINAMENTO E DESENVOLVIMENTO	96
5. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	99
5.1 APLICAÇÃO DO MODELO DE AVALIAÇÃO AO CLUBE DE FUTEBOL MANCHESTER UNITED.....	102
6. CONCLUSÃO	121
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	125
8. REFERÊNCIAS DA <i>INTERNET</i>.....	133
ANEXO 1.....	135

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1. CONTRATOS COM A TV (US\$ MILHÕES)	16
FIGURA 2. TOTAL DE RECEITAS DOS TIMES DA 1 ^ª . DIVISÃO (EM US\$ MILHÕES/ANO)	17

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - DISTRIBUIÇÃO DE RENDA	61
TABELA 2 - CUSTO DE REMUNERAÇÃO X RECEITAS	62
TABELA 3 - CRITÉRIOS DE CONTABILIZAÇÃO DE INSTALAÇÕES	79
TABELA 4 – VOLUME DE VENDAS DE INGRESSOS.....	89

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO - £'000.....	106
QUADRO 2 – BALANÇO PATRIMONIAL - £'000	107
QUADRO 3 – FLUXO DE CAIXA - £'000	108
QUADRO 4 - INDICADORES DE DESEMPENHO	108
QUADRO 5 – DADOS PROJETADOS.....	112
QUADRO 6 – BALANÇO PATRIMONIAL PROJETADO - £'000	113
QUADRO 7 - DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO PROJETADA - £'000	114
QUADRO 8 - FLUXO DE CAIXA PROJETADO	115
QUADRO 9 - INDICADORES PROJETADOS.....	116
QUADRO 10 -VARIÁVEIS DO FLUXO DE CAIXA.....	118
QUADRO 11 –FLUXO DE CAIXA DESCONTADO - £'000	119

AGRADECIMENTOS

Aos professores do Programa Multi-institucional e Inter-regional de pós-graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB, UFPE e UFRN pelo incentivo e competência acadêmica.

Ao Professor Doutor Jorge Katsumi Niyama pela determinação e dedicação ao programa de Mestrado.

Ao meu orientador Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva pela grande colaboração, antes e durante a execução dos meus trabalhos.

À Márcia (CCA) pela presença singular nos momentos mais difíceis.

Aos colegas de turma, Ducinéli, Jaildo, Paulo, Flávio e Cupertino com os quais certamente aprendi muito.

Aos meus alunos, de todas as turmas, por serem fundamentais para o meu crescimento acadêmico.

Especialmente à minha esposa Ione e meus filhos João Gabriel, Fernanda e Pedro Ivo pelo incentivo, amparo e compreensão em todos os momentos dessa jornada.

RESUMO

O futebol, visto como negócio, movimentava cifras ao redor de US\$ 1,5 bilhão ao ano em todo o mundo. Dessa forma, houve a necessidade de se profissionalizar a gestão esportiva para atender uma demanda mais exigente. As transações envolvidas no negócio futebol são observadas nos contratos de mídia, patrocínios, publicidade e outras fontes alternativas à geração de receitas aos clubes de futebol.

As peculiaridades da economia do futebol, no entanto, produzem elementos de observação empírica que direcionam a avaliação de um clube. Tais peculiaridades foram abordadas nesse trabalho com o objetivo de mensurar o valor de um clube de futebol diante dessas premissas.

O modelo aplicado foi o Fluxo de Caixa Descontado e a equipe analisada foi o Manchester United da Inglaterra.

Palavras chave: economia esportiva, fluxo de caixa, futebol, avaliação, Reino Unido.

ABSTRACT

Soccer, seen like business, action ciphers around of US\$ 1, 5 billion for year all over the world. Thus, there was the need to change the sporty administration to meet a more demanding demand. The transactions involved in the business soccer are observed in the media contracts, sponsorships, publicity and others alternative to the revenues generation to soccer clubs.

Soccer economy peculiarities, however, produce empiric observation elements that direct the evaluation of a club. Suches peculiarities were going boarded in this work with the goal of measuring the value of a soccer club ahead of these premises.

The applied model was the Discounted Cash Flow and the analyzed team was Manchester United from England.

Key words: sporty economy, cash flow, soccer, evaluation, United Kingdom.

1 INTRODUÇÃO

1.1 O FUTEBOL BUSINESS

Os negócios esportivos realizados nos Estados Unidos movimentam anualmente US\$ 324 bilhões. No Brasil não passam de US\$ 2 bilhões, dos quais o futebol representa US\$ 1,5 bilhão. No âmbito mundial, o futebol movimenta mais de US\$ 250 bilhões¹ ao ano.

O futebol, visto como negócio, começou na Itália², com grupos industriais investindo na aquisição de clubes. A Espanha seguiu o modelo e o Real Decreto 1251/1999 regulou as Sociedades Anônimas Desportivas – SAD, estabelecendo aspectos relativos à sua constituição, capital mínimo, participações, normas contábeis e administração geral.

No entanto, foi na Inglaterra que o profissionalismo no futebol atingiu o ápice, gerando algo mais que o clube-empresa, ou seja, implantou-se o conceito de “Futebol S. A”, com ações negociadas em Bolsas de Valores. Com uma grande tradição no futebol, a Inglaterra conseguiu, nos últimos anos, revitalizar suas equipes através de uma combinação de investimento da televisão com reestruturação administrativa.

Com respeito à televisão, a Inglaterra convivera por quatro décadas com apenas quatro opções – sendo a estatal BBC representando metade delas. Na década de noventa o consumidor passou a ter acesso a um menu com mais de 30 escolhas diferentes. O futebol se apresentou como um atrativo dessa nova TV, por

¹ SZUSTER, Flávia Rechtman. Contribuição para o aprimoramento da informação contábil dos clubes desportivos brasileiros. **Caderno IOB – Informações Objetivas** . Vol. 44 – 1ª semana Novembro/2001

² VALOR ECONÔMICO. Suplemento “The Economist”. São Paulo. 04 jun. 2002.

dois motivos: tinha apelo junto ao público suficiente para que as TVs pudessem cobrar por sua exibição; e os jogos preenchiam espaço nas grades de programação.

Na Inglaterra há cerca de cinco horas diárias de programação de futebol na televisão, assistida por 76% da população do país, ao menos uma vez por mês. Só no quadrimestre de setembro/dezembro de 1999 houve 130 jogos programados para a TV inglesa. Na Liga dos Campeões (o torneio europeu que deu direito ao Manchester de ir disputar o torneio intercontinental de clubes em Tóquio em 2000), a média de telespectadores passou de 52 milhões em 2000 para 58 milhões nas seis maiores TVs por assinatura européia em 2001. Com as TVs por assinatura, que também passaram a cobrar ingressos, o torcedor-cliente passou a escolher entre ir com a família para uma tarde de lazer em volta do futebol ou pagar para assistir a uma cobertura especial na televisão fechada.

A empresa *Media Partners* foi que lançou o primeiro pacote de jogos pela TV. Em vez de comprar o carnê com as entradas dos jogos no estádio, a empresa criou o carnê da TV, em que o torcedor comprava o direito de assistir aos jogos de seu time no sistema *pay-per-view*. Para fazer desse torcedor um assinante, cada rede de TV passou a negociar com os clubes o direito de transmitir os jogos. Esse movimento levou os valores pagos pelas TVs para transmitir os jogos do futebol italiano da casa dos US\$ 40 milhões em 1988 para nada menos que US\$ 490 milhões na temporada 1999/2000³.

A empresa *News Corporation* ingressou no mercado britânico em 1992, quando comprou o direito exclusivo de transmitir os jogos da Liga Inglesa, por meio de sua TV por assinatura, a BSkyB, pagando 192 milhões de libras por cinco

³ GAZETA MERCANTIL. São Paulo. P.B-4, 14 set. 1999.

temporadas. Nesse período, o número de clientes da BSkyB aumentou para 3 milhões. Entre 1992 e 1999, os 20 times ingleses da primeira divisão receberam da BSkyB o equivalente a R\$ 2,5 bilhões.

Ao mesmo tempo, os investidores aportaram recursos no futebol, interessados em ser sócios de times e também levar parte da receita da mídia. A estréia do futebol inglês na Bolsa de Londres ocorreu em 1983, com o *Tottenham Hotspurs*, que captou 9,2 milhões de libras. Mas foi entre 1991 e 1998 que o mercado de capitais assistiu à inclusão dos times no pregão da bolsa. Nesse período, 19 times levantaram o equivalente a R\$ 2 bilhões em recursos vendendo ações⁴.

De uma maneira geral, as ações dos times registraram forte valorização nos primeiros meses de negociação, atingindo uma alta de 40 por cento. As ações do Manchester United PLC acumularam alta de 1.005% entre junho de 1991 e junho de 2000. Esse aumento deve-se ao sucesso do Manchester United PLC dentro de campo, onde conquistou oito campeonatos ingleses, três europeus e o intercontinental nos últimos nove anos. Ao mesmo tempo essa equipe triplicou o seu faturamento⁵.

A busca pela eficiência administrativa criou uma nova geração de executivos, oriundos de multinacionais, instituições financeiras e grupos de mídia que se mesclaram com antigos dirigentes que aperfeiçoaram seus métodos.

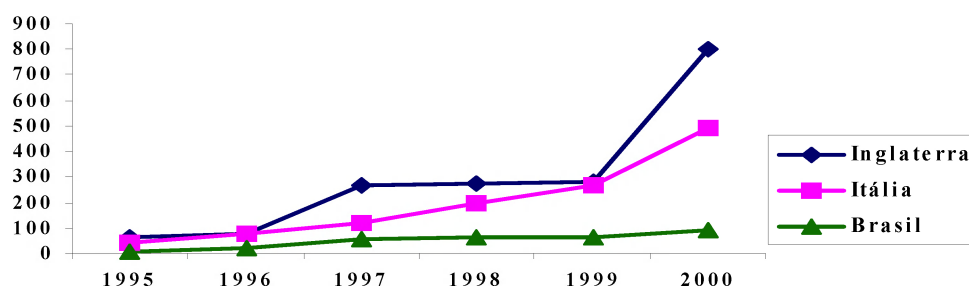
As empresas de comunicação viram que, para se proteger da explosão dos valores necessários para ter o futebol em suas programações, começaram participar

⁴ GAZETA MERCANTIL. São Paulo. P.B-4, 14 set. 1999

⁵ GAZETA MERCANTIL. São Paulo. P.B-4, 14 set. 1999

do capital dos próprios times. A BSkyB comprou 11% do Manchester United PLC e 9,9% do Leeds United. Já a TV Granada comprou, em setembro de 2001, 9,9% do Liverpool e a NTL fez oferta por 10% das ações do Newcastle. Na Itália, a Mediset integra o capital do Milan; na França o Canal Plus detém o controle do Paris Saint-Germain; e na Alemanha, o segundo maior grupo de mídia do mundo, o Bertelsmann, por meio de sua *holding* de TV UFA, administra contratos comerciais de nove clubes⁶. Pode-se perceber o aumento dos contratos com as TVs, comparativamente com o Brasil, Inglaterra e Itália, na figura 1. Percebe-se na figura 1, o faturamento dos clubes ingleses face ao direito de transmissão de seus jogos, demonstra um crescimento acentuado nos três últimos anos, devendo, no entanto, se estabilizar nos próximos anos.

FIGURA 1. CONTRATOS COM A TV (US\$ MILHÕES)

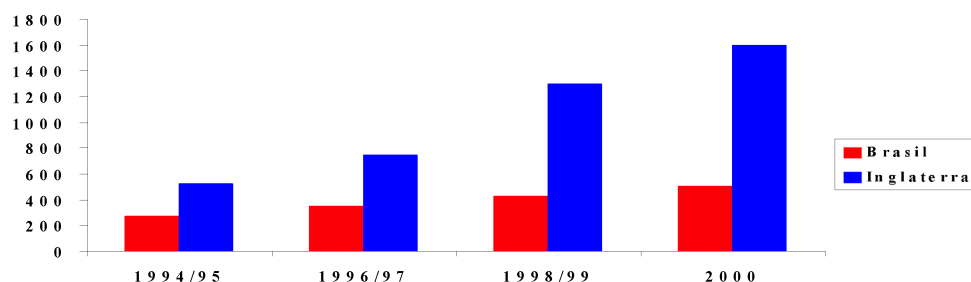


Fonte: Manchester United Annual Report, 2001.

Na figura 2 observa-se a comparação entre a receita bruta dos times da primeira divisão do futebol no Brasil com os times da mesma categoria na Inglaterra

⁶ GAZETA MERCANTIL. São Paulo. P.C-8, 14 out.. 1999

FIGURA 2. TOTAL DE RECEITAS DOS TIMES DA 1^A. DIVISÃO (EM US\$ MILHÕES/ANO)



Fonte: Manchester United Annual Report, 2001.

1.2 A ECONOMIA DESPORTIVA

A economia do esporte profissional é fascinante tanto para o público em geral como para os pesquisadores acadêmicos (Kahn, 1993; Scully, 1989). Há inúmeras características que devem ser abordadas na avaliação da performance competitiva e financeira de uma equipe desportiva.

SILVA *et alii*⁷(2002) analisou as diversas peculiaridades de uma equipe desportiva profissional, destacando as seguintes: “[...]”.

- a) Segundo Neale (1964) a atividade de esportes profissionais caracteriza-se por não se obter um fluxo de utilidades de forma individual. O negócio de esportes profissionais pressupõe a existência de cooperação entre diferentes empresas. Esse autor, diante das características do esporte profissional utiliza a denominação de economia peculiar do esporte profissional. Em alguns esportes a formação de ligas impede a entrada de novas equipes; no caso do futebol a entrada de uma equipe pressupõe um desempenho prévio, numa competição de nível inferior e a saída da equipe com pior desempenho.

⁷ SILVA, César Augusto Tibúrcio, BOTELHO, Ducineli Régis, AMADOR, Renato Pereira, NIYAMA, Jorge Katsumi. **III Encontro Ibero-Americano de Finanças e Sistemas de Informação**. Cesimbra, Portugal, 2002.

- b) Fort e Quirk (1995) lembram que ligas esportivas são negócios competitivos onde o grau de competição estabelecido deve ser balanceado de forma aceitável pelos clientes (fãs). Considerando o desvio-padrão do desempenho dos participantes (s) como medida da competição de um torneio, pode-se então afirmar que a soma do valor agregado das equipes dependerá da minimização de s . Uma alternativa de mensuração do grau de competitividade de um torneio é o coeficiente de Gini.
- c) As equipes de futebol são marcas essencialmente locais ou nacionais, existindo pouca penetração nos mercados fora de sede. Por consequência dessa característica, os membros de uma liga de esportes estão geralmente localizados em cidades onde existe um grande potencial de receita, particularmente grandes cidades. Outra consequência é a inexistência de mudanças de sede dos clubes.
- d) A receita proveniente de venda de ingressos teve sua parcela na geração de riqueza reduzida nos últimos anos. Em contrapartida, a televisão representa nos dias de hoje uma fonte significativa de receita para os clubes de futebol. Tal fato cria um problema: como as audiências da televisão são superiores nas cidades de maior porte, e os clubes têm sua base de sustentação localmente, existe um incentivo para que a disputa de um torneio seja menos balanceada em termos competitivos e a favor dos grandes clubes.
- e) Presença de subsídio cruzado entre as equipes participantes de um campeonato. Uma situação onde ocorre esse subsídio no futebol é o caso da equipe de maior torcida jogando no campo da equipe de menor torcida e a renda da partida ser do mandante do jogo.
- f) Existem dúvidas se a maximização de riqueza seja efetivamente o objetivo a ser alcançado pela equipe. Autores clássicos que analisaram os aspectos econômicos do esporte profissional, como Neale (1964) argumentam que a maximização do lucro não representaria a satisfação obtida pela vitória.

Mais recentemente, Fort e Quirk (1995) utilizaram a maximização do lucro na análise realizada sobre subsídio cruzado. Considere dois estados possíveis, s_1 e s_2 e os lucros econômicos associados, l_1 e l_2 , e probabilidades de sucesso de p_1 para o estado s_1 e p_2 para s_2 . Caso $l_1 > l_2$ e $p_1 < p_2$ um investidor racional escolheria o estado s_1 , pois ele produziria maior lucro econômico mesmo que isso signifique menor probabilidade de vitória. Entretanto, muitos dos investidores das equipes de futebol são torcedores que estariam dispostos a uma menor rentabilidade para seu investimento em troca da maior probabilidade de vitória. Nesse caso, o modelo racional de decisão, baseado na maximização da riqueza, pode ser um limitador importante. Um exemplo desse comportamento está na cotação das ações do clube de futebol italiano Juventus Futebol Clube, que registrou baixa de aproximadamente 6%, logo após a conquista do campeonato italiano de 2002. Os investidores acreditaram que o título ampliaria os gastos com salários e bônus dos jogadores, implicando na capacidade de geração e manutenção de caixa da agremiação.

- g) Os torneios com um grande número de equipes reduzem a probabilidade individual de sucesso. Admitindo uma probabilidade de sucesso igual entre os clubes, num campeonato com vinte clubes, como é o caso do campeonato da Inglaterra, a probabilidade de um clube vencer o torneio é de $1/20$. Em outras palavras, a torcida de um clube deveria esperar 20 anos para seu clube ser campeão. A entidade organizadora dos campeonatos necessita criar incentivos adicionais para manter o interesse dos clientes. Uma alternativa é punir a equipe de desempenho ruim com o rebaixamento; outra alternativa é premiar também o segundo, terceiro e quarto colocado na classificação final do campeonato com a possibilidade de participação em torneios europeus.
- h) Em virtude da necessidade de minimizar a dispersão do desempenho dos participantes (s), conforme exposto anteriormente, as entidades

responsáveis pelos torneios adotam medidas de segurança para impedir um desequilíbrio nessas competições. Em alguns torneios, como o caso do campeonato brasileiro de futebol, adota-se o *playoff*, para torneios de ponto corrido, como é o caso do campeonato inglês, utiliza-se premiar equipes com bom desempenho com participação potencial em torneios internacionais. Essas medidas, obviamente, beneficiam as equipes mais fracas em detrimento daquelas mais estruturadas.

- i) No sentido oposto a essa necessidade de redução da dispersão do desempenho dos clubes, a existência de equipes oriundas de cidades em maior porte cria uma pressão
- j) São pouco usuais as transações de aquisições, fusões e cisões nas equipes de futebol, ao contrário do que ocorre em outros setores da economia e até em outros esportes profissionais.
- k) Segundo Zak, Huang e Siegfried (1979) a estrutura das competições esportivas leva a possibilidade que uma equipe com maior potencial não prevaleça numa competição pelo uso ineficiente dos recursos humanos.
- l) Para Atkinson, Stanley e Tschirhart (1988) por ser um *zero-sum game* ,tentativas de obter uma soma total dos lucros econômicos máxima será infrutífera quando o benefício particular da vitória for substancial.”“.

Conforme Kane (2000), os clubes profissionais, de diversas modalidades esportivas, devem buscar formas alternativas de incrementar seu crescimento econômico baseadas na capacidade de reter e aumentar o público consumidor e consolidar e expandir a sua marca. Nesse sentido, segundo esse autor, o valor econômico dos clubes esportivos depende de quatro variáveis básicas:

- a. A relação estabelecida contratualmente entre atletas e executivos;
- b. A legislação que regula a prática esportiva, bem como suas implicações nos negócios;
- c. Os contratos de veiculação de imagem nas diversas formas de mídia, incluindo TV a cabo; e
- d. Atributos relacionados à localização do clube esportivo e sua abrangência em um cenário mais amplo.

Essas variáveis são decorrentes da caracterização apresentada anteriormente e, dentro do modelo de avaliação de empresas, serão transformadas em informações relevantes.

Relação entre atletas e acionistas

Os executivos dos clubes contratam atletas no intuito de melhorar sua performance institucional e, principalmente, nessa nova era do esporte profissional, aumentar o valor para o acionista. Dessa forma, alguns aspectos devem ser observados na contratação, tais como a contribuição que cada atleta poderá agregar ao clube; os termos contratuais e suas respectivas condições; o atual desempenho do atleta; o valor e a forma de remuneração do atleta. Tais elementos podem direcionar a expectativa do clube em relação ao atleta e o grau de exigibilidade de resultados para a agremiação. Alguns atletas agregam valor ao seu clube até mesmo sem atuar.

Leis e regulamentos esportivos

A legislação esportiva é outro elemento de vital importância na avaliação financeira das equipes desportivas. Segundo Kane (2000), o ordenamento jurídico interfere em três aspectos de consequências financeiras: organizacional, geração de receitas e relacionamentos contratuais entre atletas e clubes.

A forma como o desporto é organizado, o calendário esportivo, a participação dos clubes em competições nacionais e internacionais, se definidos em regulamentos claros e objetivos, podem realçar a imagem da agremiação e favorecer a capacidade de geração de rendas futuras por meio de contratos com patrocinadores, direitos de transmissão de jogos, venda de artigos relacionados ao clube. No caso do futebol, uma questão de teor jurídico tem levado a grandes discussões e batalhas judiciais: a questão do passe (propriedade) do jogador de futebol. Há vários litígios em andamento, em diversos países, sobre os direitos exercidos pelos clubes face aos seus atletas. O desdobramento dessas ações e a necessidade de regulamentação específica pela FIFA (Federação Internacional de Futebol) devem alterar sensivelmente os critérios de avaliação nos modelos utilizados.

Contratos com a mídia esportiva

Outro indicador relevante para a avaliação financeira enfoca os contratos de exploração de imagem e transmissão esportiva pelas redes de TV abertas e TV a cabo. A década de 90 foi marcada pela grande expansão das redes de TV a cabo, cobrando ingressos pelas transmissões no sistema *pay-per-view*. Tais contratos

alavancaram de forma extremamente crescente as fontes de receitas dos clubes, com contratos milionários sobre os direitos de transmissão.

Arenas e estádios

O comparecimento dos torcedores nos estádios de futebol passou a ser aproveitado para geração de receita adicional pela venda de produtos. Na Inglaterra a tragédia de *Hillsborough* em 1989, onde durante a partida entre *Liverpool* e *Nottingham Forest* pela Copa da Inglaterra, 96 torcedores foram mortos por sufocamento ao serem lançados contra as grades do alambrado, um relatório foi encomendado pelo governo para avaliar as condições dos estádios de futebol. Esse relatório, conhecido como *Taylor Report*, exigiu que somente poderiam disputar campeonatos profissionais aqueles que oferecessem aos torcedores estádios seguros, com lugares individuais, demarcados e sentados. Isso incentivou a reforma e construção de novos estádios, onde o conceito de agregação de valor passou a ser utilizado.

Dessa forma, a análise das características peculiares a uma equipe desportiva é um fator preponderante para a pesquisa que visa mensurar o valor econômico de um clube. A identificação desses pré-requisitos configura-se em elemento essencial para a determinação do intervalo relevante a ser pesquisado, responsável pelos vetores que influenciam a avaliação econômica de uma equipe de futebol.

Diante do contexto, a questão fundamental da dissertação é avaliar: **como as variáveis específicas que caracterizam um clube de futebol profissional podem interferir no processo de avaliação.**

1.3 CONTEXTUALIZAÇÃO

A recente profissionalização de equipes de futebol, em especial nos países europeus, permite a utilização de técnicas financeiras de gestão, usualmente empregadas nas modernas corporações lucrativas. A presente dissertação centra na potencialidade de avaliação financeira de uma equipe de futebol pelo método do fluxo de caixa descontado (FCD).

Por esse método, o valor da empresa depende, em linhas gerais, da riqueza a ser gerada pela empresa, descontada por uma taxa de desconto apropriada. A riqueza a ser gerada é mensurada em termos de fluxo de caixa previsto. Nesse sentido, podem-se utilizar diferentes conceitos de fluxo de caixa, desde que a taxa de desconto seja coerente com o conceito de fluxo de caixa usado na avaliação.

Apesar da conceituação do FCD, é importante destacar algumas peculiaridades da atividade empresarial na área de esportes, em particular do futebol. A dissertação procura apresentar o modelo de avaliação de empresa nesse setor, enfatizando a caracterização específica das equipes de futebol e suas respectivas prerrogativas para a modelagem do FCD.

1.4 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral do presente estudo é analisar as características específicas de um clube de futebol e a aplicação do modelo de avaliação, considerando aspectos econômicos, sociais, geográficos e comportamentais, tendo como segmentação de pesquisa o cenário futebolístico do Reino Unido.

1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Para atingir o argumento do objetivo geral, o trabalho será subdividido em objetivos específicos, a saber:

- a) apresentar as características específicas dos clubes desportivos profissionais, analisando o esporte de uma forma geral;
- b) identificar quais as características que possuem influência material na mensuração de valor de um clube de futebol;
- c) analisar quais são os aspectos econômicos de maior relevância que podem exercer variações consideráveis no valor dos clubes de futebol;
- d) pesquisar o cenário econômico do futebol no Reino Unido;
- e) Modelar o Fluxo de Caixa Descontado e identificar o valor do clube pesquisado.

1.5 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO

A proposta de trabalho busca enfatizar os direcionadores essenciais que caracterizam os clubes de futebol. Não obstante, características de outras modalidades esportivas podem ser agregadas por terem indicadores aplicáveis às atividades desportivas profissionais de natureza semelhante, quais sejam, equipes com diversos atletas, grande giro financeiro, campeonatos organizados, repercussão internacional, influência de torcedores, profissionalismo etc.

No entanto, o modelo de avaliação levará em consideração apenas os clubes de futebol, que tenham caracterização de empresa, com ações negociadas em

Bolsas de Valores, restringindo ao Reino Unido em face da legislação mais abrangente e diante da transparência de informações financeiras e contábeis.

O modelo de avaliação de empresas será o Fluxo de Caixa Descontado, sendo que a concentração teórica será nas características (vetores) que possam interferir na mensuração de valor das equipes de futebol.

1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho desenvolvido em sete capítulos contempla a investigação histórica e a pesquisa por métodos de observação e coleta de dados.

Na primeira etapa, o capítulo 2 avalia a economia dos times esportivos profissionais e suas peculiaridades, avançando para a chamada “era da televisão” e suas relações contratuais. O capítulo 3 descreve as relações entre clubes e jogadores de futebol, analisando o mercado de transferência de atletas. No capítulo 4 são abordadas as questões relativas à Contabilidade no futebol e as respectivas regras sobre escrituração de ativos intangíveis, amortização de investimentos, depreciação, subsídios e legislação tributária . O capítulo 5 reside na abordagem do modelo do fluxo de caixa descontado aplicado ao clube de futebol inglês Manchester United, ajustado face às peculiaridades delineadas acerca dos clubes esportivos profissionais. O capítulo 6 contém as considerações finais sobre o tema dissertado.

2 A ECONOMIA NO FUTEBOL

2.1 CARACTERÍSTICAS

Os interesses acadêmicos pela economia dos times esportivos profissionais remota ao começo dos anos de 1950 (Dobson e Goddard, 1992). Desde então, vários livros e artigos em periódicos têm sido escritos com este propósito. Grande parte da literatura acadêmica foi produzida nos Estados Unidos. Há evidências que o tema acerca do desporto tem sugerido estudos econômicos, tem criado disciplinas com teor desportivo e a pesquisa nesse setor tem sido mais sofisticada. No entanto, no campo da econometria, tal estudo ainda é considerado recente. Artigos sobre economia esportiva têm aparecido regularmente em diversos jornais de negócios devido à sua importância social, cultural e econômica. O esporte profissional tem se destacado como uma importante área de pesquisa teórica e empírica.

A literatura existente sobre a economia de times esportivos profissionais tem sido amplamente explorada, principalmente nos Estados Unidos, enfocando, naturalmente, o beisebol, o basquetebol e o futebol americano. Porém, dos diversos artigos já publicados, existem alguns que tiveram uma influência particular para a economia dos esportes em geral, e para a economia do futebol em geral.

Os artigos publicados por Simon Rottenberg (1956) e Walter Neale (1964) foram fundamentais para o desenvolvimento das pesquisas posteriores. Ambos os artigos inserem implicações econômicas sobre as características estruturais dos mercados onde os times de futebol operam. O artigo de Peter Sloane (1971) teve também uma influência importante no desenvolvimento das pesquisas, especialmente em relação à economia do futebol.

Rottenberg (1956) analisou o impacto econômico dos contratos dos atletas desportivos com os respectivos clubes face à cláusula de reserva. O primeiro contrato assinado pelo jogador de beisebol obstava sua condição de “agente livre”, transferindo ao clube a opção de renovação do contrato após o período de contrato. A cláusula de reserva criou uma relação monopsônica, ou seja, cada jogador podia negociar com apenas um potencial comprador dos seus serviços. As autoridades do beisebol defenderam a cláusula de reserva na argumentação da necessidade de assegurar uma distribuição igualitária entre os atletas talentosos nos diversos times de beisebol. Sem a cláusula de reserva, os times considerados ricos (com maiores mercados potenciais) iriam cobrir as propostas financeiras dos times mais modestos para possuir os atletas mais talentosos. Economicamente, isso tenderia a reduzir a incerteza de resultados e o interesse do espectador na competição, diminuindo a renda auferida pela venda de bilheteria.

Segundo Rottenberg (1956), a cláusula de reserva não era condição necessária para assegurar equilíbrio competitivo. Os times esportivos profissionais são intrinsecamente diferentes de outros negócios. Em uma empresa de outro setor econômico, é provável prosperar se ocorrer a eliminação da competitividade e estabelecer uma posição monopolística. Considerando que os times esportivos profissionais têm uma vocação para maximização de lucros, a distribuição de talentos deveria ser uniforme, independentemente da cláusula de reserva (Rottenberg, 1956).

A análise de Neale (1964) começa por enfatizar a natureza específica dos esportes profissionais. Para Neale, o esporte profissional é uma indústria em que o monopólio é menos lucrativo que a competitividade. Neale trata este paradoxo

distinguindo entre a economia esportiva e a competição esportiva. A competição esportiva é mais lucrativa que o monopólio esportivo, pelas razões já esboçadas. A arrecadação depende da competição entre os times. Neale reforça que o produto da atividade esportiva profissional não é somente a partida, mas também a Liga organizadora, o campeonato em si. Nessa ótica, a teoria econômica da firma não se aplica a um time específico, mas ao conjunto de equipes que formam uma competição. No lado da demanda, os clubes esportivos produzem uma série de utilidades: diretamente para os espectadores que compram os ingressos para assentos nos estádios e para os espectadores de televisão. Há ainda um efeito indireto para as empresas de mídia esportiva por meio de propaganda, publicidade, venda de seus artigos e produtos.

Sloane (1971) observou que no futebol inglês, por exemplo, as autoridades esportivas fixam somente as regras dentro das quais os clubes podem operar. Decisões econômicas, como quanto investir em estádios e quantos jogadores contratar, são feitas pelo clube, embora a quantidade total de “produção” (quantas partidas por temporada) seja regulamentada, refletindo diretamente nos interesses dos clubes. Sloane debateu a abordagem de Neale acerca da maximização dos lucros, argumentando que a teoria da firma é aplicável às Ligas de determinadas atividades desportivas face à regulamentação econômica imposta pelas autoridades pertinentes. O lucro pode não ser o principal objetivo de um clube, sendo a sua sobrevivência o aspecto fundamental (Sloane, 1971). Para Sloane o objetivo do clube é descrito pela função utilidade:

$$U = u(P, A, X, \pi R - \pi_0 - T) \text{ sujeito à } \pi R \geq \pi_0 + T$$

Onde P = sucesso nas partidas, A = média de público, X = saúde financeira da Liga, πR = lucros acumulados, π_0 = lucro mínimo aceitável após os impostos e taxas, e T = impostos.

O modelo de maximização tem implicações diferentes face às suposições de Rottenberg e Neale. Em particular, se o peso de P na função utilidade é mais acentuado que X e πR , o argumento de que a diminuição dos retornos preveniriam a acumulação de talentos nas mãos de um pequeno número de clubes ricos não é necessariamente seguro, salvo haja restrição financeira que interfira na aquisição de novos jogadores. A idéia de que a política de lucros deveria ajudar a manter uma distribuição razoável de talentos entre os times mais ricos e os mais pobres pode ser enfraquecida. A hipótese de cláusula de reserva, renda compartilhada, taxaço de transferências colidem com os objetivos de lucratividade dos clubes esportivos.

Na abrangência de outras peculiaridades, o futebol (dentre outras modalidades de esporte profissional) se diferencia de outras formas de entretenimento pelo fato que cada partida (ou produto) é única e seu resultado imprevisível. Como tal, a presença de público em qualquer partida é influenciada por uma variedade de fatores: o calendário da competição, a importância relativa do jogo, a qualidade das instalações dos estádios, a expectativa sobre o resultado do jogo e o número de gols marcados, os quais dependerão das características e qualidades dos times (Peel e Thomas, 1996).

A análise econômica do esporte profissional desenhou-se fortemente na noção de incerteza de resultados, criando a hipótese de que o interesse público (e

sua respectiva renda) será maior se os resultados forem relativamente incertos (Sloane, 1971).

As influências sobre a demanda continuam sendo fortemente pesquisadas nas áreas de economia desportiva. A maioria das pesquisas nesta área preocupa-se com a bilheteria das partidas, tendo uma amostragem que insere diversas temporadas. Dobson e Goddard (1992) investigaram a demanda do público cativo na *English Football League*. Eles identificaram três fatores importantes que determinam tal demanda: a forma de organização, a importância de uma partida no campeonato, e a distância geográfica entre os dois clubes.

Simmons(1996) analisou as determinantes econômicas da bilheteria dos clubes, encontrando a evidência que a presença de público cativo é vinculada aos preços reais dos ingressos durante um longo período de tempo, sendo os espectadores casuais mais sensíveis ao preço em detrimento daqueles que possuem ingressos para toda a temporada.

A economia, no entanto, é marcada pela dinâmica das relações de mercado. No caso específico do futebol, a partir da década de 1990 houve uma alteração substancial no comportamento econômico dos agentes esportivos onde a profissionalização na gestão dos clubes inseriu o conceito de lucratividade como fator preponderante para o sucesso de uma associação.

O advento do clube-empresa teve o seu início na Itália, passando pela Espanha e culminando de forma material na Inglaterra.

O cenário do futebol inglês estabeleceu novos paradigmas para a profissionalização do desporto, abstraindo de outros segmentos econômicos a

caracterização de empresa lucrativa, trazendo à tona uma nova economia do desporto.

2.2 A NOVA ECONOMIA DO FUTEBOL

A era da televisão

O advento das transmissões de partidas de futebol pela televisão foi o fator mais importante na nova era de negócios no futebol.

Na Inglaterra, os contratos de propaganda durante as partidas são negociados em nome dos clubes inscritos na *Football Association Premier League* (FA). No período compreendido entre 1998 e 2001, a receita da FA foi de £743 milhões, sendo que £640 milhões foram pagos pela empresa televisiva *British Sky Broadcasting (BSkyB)* pelo direito de transmissão de 60 partidas ao vivo por temporada⁸.

A importância do aumento de rendas advindas dos contratos televisivos como uma nova fonte de finanças no futebol pode ser ilustrada pela comparação dos contratos atuais com o primeiro contrato dessa natureza firmado em 1965 com a emissora BBC de Londres, cujo valor era de £5.000 pelos mesmos direitos. Embora o aumento nos negócios envolvendo televisão está, em parte, explicado pelo crescimento da popularidade do futebol, um fator igualmente significativo é o desenvolvimento na indústria da radiodifusão (Kuyper, 1997). Até o advento da TV via satélite, os direitos de transmitir partidas de futebol na Inglaterra eram compartilhados entre a BBC de Londres e a empresa ITV Network Limited. A entrada da British Satellite Broadcasting (BSB) nessa equação, em 1988, resultou em um

⁸ VALOR ECONÔMICO. Suplemento "The Economist". São Paulo, 04 de Junho de 2002.

genuíno processo competitivo de licitação. A introdução de outros operadores de TV por assinatura resultou em um processo de licitação mais competitivo ainda, e conseqüentemente um grande negócio para os clubes. O futebol beneficiou-se de uma reversão fundamental na economia de mercado de radiodifusão. Enquanto no passado os programas tinham que competir face á escassez de canais de televisão, atualmente o grande número de canais disputam a escassez de programação. Uma conseqüência disto é que a renda migrou dos proprietários dos canais de televisão para os proprietários de programas, com as companhias de televisão dispostas a pagar mais para as autoridades desportivas pelo direito de transmissão das partidas.

Os acordos para a distribuição de renda para os clubes da Primeira Divisão Inglesa estão determinados na seção D do regulamento da FA, como segue:

- 50 por cento para ser igualmente dividido entre os clubes ;
- 25 por cento para ser dividido em função da colocação do clube na temporada;
- 25 por cento para os clubes cujas partidas são transmitidas ao vivo (Para cada time é assegurado pelo menos três partidas ao vivo).

O futebol, que sempre contou com a arrecadação de bilheteria como sua principal fonte de renda, depara-se com a inclusão da televisão como fonte alternativa. Desde o advento das partidas televisionadas as autoridades reguladoras européias (FA, UEFA) argumentam que o excesso de transmissões poderiam alterar a presença do público nas partidas de futebol. Williams (1994) notou que até meados de 1980 , a FA estava recusando freqüentemente a permissão para a televisão transmitir ao vivo as partidas de outros países.

As associações eram assistidas pelo artigo 14 do estatuto da UEFA que declarou que uma associação de futebol em um país conveniado à UEFA poderia autorizar a transmissão somente se o outro país (receptor de imagens) não fizer objeções à transmissão. No entanto, a introdução da televisão via satélite inviabilizou o artigo 14. A B Sky B transmite sinal para todo o Reino Unido, enquanto que a BBC utiliza sistema de transmissão regional, tornando impossível, por exemplo, excluir o público escocês da audiência da primeira liga de futebol da Inglaterra. O artigo 14 foi substituído pelo artigo 44 para fornecer alguma flexibilidade na organização do calendário esportivo e permitir a transmissão de partidas de outros países desde que não colidam com os jogos do país receptor. O relaxamento da regra assegurou também que a UEFA poderia prover um maior público comprador de jogos (pay-per-view), aumentando espaço para anunciantes e patrocinadores, demonstrando o reconhecimento do poder crescente e influência econômica da televisão no futebol. Com a expansão da televisão no futebol, questiona-se sobre os efeitos negativos da abundância de partidas transmitidas em detrimento do comportamento da demanda de público. Cameron (1977) descreve tal hipótese como “*matar as galinhas dos ovos de ouro*”, argumentando que o futebol televisionado jamais deteriorará o mercado. A literatura acadêmica sobre economia do esporte profissional pouco tem explorado a relação entre os direitos de transmissão televisiva e a fonte primária de arrecadação dos clubes; a receita de bilheteria. Em um estudo sobre a influência da televisão na venda de ingressos (frequência de torcedores), Baimbridge, Cameron e Dawson (1996) descreveu que enquanto a transmissão de partidas ao vivo às segundas-feiras resultou em um significativo declínio de bilheteria, as transmissões via satélite aos domingos não delinearam o mesmo resultado. Como consequência,

a queda na receita de bilheteria às segundas-feiras era compensada pelo valor pago sobre os direitos televisivos. A avaliação, porém, leva em conta somente os espectadores referentes à partida que está sendo televisionada. Nos Estados Unidos, Zhang *et al.* (1998) investigou a relação entre a mídia de radiodifusão e a taxa de ocupação dos torcedores na liga de hóquei. Sua conclusão foi que os contratos de transmissão e a sua respectiva qualidade eram positivamente relacionados com a taxa de ocupação face o incremento de informações que aumentam o interesse do espectador em assistir as transmissões pela televisão.

Restringindo a discussão para condições puramente econômicas, estudos que enfocam as determinantes de demanda, comparando implicitamente espectadores com clientes, fornecem apenas parcialmente a importância do espectador na indústria do futebol. Para Morrow (1999) as considerações sobre clientes são insuficientes em face da peculiaridade do produto futebol em termos econômicos. A expectativa dos consumidores do futebol vai além dos produtos tangíveis que eles possam adquirir, ou seja, a atmosfera do futebol.

A televisão tem desempenhado um papel importante como fonte de receita para o futebol, uma vez que aproxima o torcedor do mercado esportivo de consumo. Certamente se não houvesse torcedores, o futebol televisado seria um produto menos atraente, tanto como espetáculo como fonte de renda para os clubes. O reconhecimento de que as rendas de televisão (inclusive patrocínio e publicidade) tiveram um grande crescimento, tornando-se a força econômica mais importante do futebol no Reino Unido (Morrow, 1999).

Uma situação semelhante surgiu no esporte norte americano na década de 1960. Este reconhecimento possivelmente contribuiu para uma mudança no poder

para as emissoras de televisão. De certa forma, a televisão surgiu como um catalisador para as mudanças no futebol. Szymansky e Smith (1997) argumentaram que as forças de mercado, por si só, não provocariam uma reestruturação na indústria do futebol devido à ausência de um controle corporativo. Em sua visão, somente quando forças externas (neste caso uma combinação das empresas de televisão e o *Taylor Report*⁹) impuseram uma estratégia coordenada pôde ocorrer uma perspectiva de mudança. No lado negativo desse processo, a visão econômica do futebol falha em reconhecer suas dimensões política e social e que de fato o futebol tem se desgastado por meio da sua relação com a televisão. A evidência disso é fundamentada nas preocupações dos torcedores quanto ao calendário esportivo, as mudanças de datas e horários em função da televisão e a incapacidade dos clubes nas relações com seus consumidores-torcedores.

Enquanto existe um argumento de que a força motriz na relação entre clubes e televisão é essencialmente financeira, o papel dos reguladores na posse do futebol pela televisão é mais complexo. Diferente dos clubes individuais, as associações de futebol (FA por exemplo) são descritas em termos de proteção e promoção do futebol em todos os níveis. Por exemplo, o *Object 2* do estatuto da *Scottish Football Association* (SFA) é promover, fomentar e desenvolver o jogo de futebol em todas as esferas, sem discriminação contra qualquer pessoa por motivo de raça, religião ou política. Morrow (1999) enfatiza que para muitos é difícil de ver como a aprovação de novas estruturas na Liga pode gerar maior riqueza, mas que a concentração em poucas mãos é consistente com tais objetivos.

As decisões da FA em 1991 e da SFA em 1998 para sancionar a separação

⁹ relatório encomendado pelo governo para avaliar as condições dos estádios de futebol

dos clubes considerados “grandes” das respectivas ligas é evidência do *regulatory capture*¹⁰. A regulamentação existe em diversas áreas da atividade econômica, tais como a provisão de água ou eletricidade, onde a natureza da atividade significa produção, distribuição ou venda e a ausência de uma estrutura de mercado competitivo requer a criação de agentes para guiar e monitorar a atividade. *Regulatory capture* ocorre quando o interesse econômico ou meramente político direciona os vetores de uma determinada atividade. Significa, em outras palavras, uma forma de controle subliminar visando interesses específicos. Para Morrow (1999) um exemplo do *regulatory capture* pode ser observado na entidade que era responsável por fixar as normas de Contabilidade no Reino Unido, a *Accounting Standards Committee*, indiretamente controlada pelas grandes corporações britânicas, cujas atividades, supostamente, o comitê deveria estar regulamentando.

Redistribuição e competição

A redistribuição de riqueza dentro das competições esportivas é justificada como uma forma de tentar assegurar o equilíbrio competitivo. Por exemplo, o futebol profissional no Reino Unido, em contraste direto com os esportes profissionais norte americanos, nunca teve a clara intenção de equilibrar as forças esportivas para a melhoria da competitividade. Os mecanismos para alcançar a redistribuição de riqueza pode variar de esporte para esporte. O esporte profissional nos Estados Unidos mantém uma política de remuneração de atletas (com teto salarial) competitiva e possui uma distribuição igualitária dos contratos de anunciantes nas transmissões televisivas. No Reino Unido, redistribuição de renda aconteceu

¹⁰ controle mantido pelo próprio sistema econômico.

principalmente através da renda indireta, compartilhando acordos em relação aos recursos advindos da televisão e receitas de bilheteria.

As recentes alterações na estrutura de operação da Liga Inglesa demonstram que, nos tempos atuais onde a geração de riqueza é muito maior, ironicamente a distribuição é menor. Ao longo da década de 1960 a renda compartilhada (ou subsídio cruzado) cresceu em importância com as novas competições e as formas de fomentar fontes alternativas de renda em conjunto. Porém nos idos de 1980, o descontentamento dos principais clubes induziu para uma reversão desta tendência de renda compartilhada. Em 1986 os acordos de renda compartilhada na Liga de Futebol Inglesa foram alterados em favor dos clubes maiores em face de ameaça de saírem da Liga. O percentual pago pelos clubes sobre a arrecadação de bilheteria, para cobrir despesas administrativas da Liga diminuiu de 4 para 3 por cento. Essa comissão desapareceu com a criação da *Premier League*.

Apesar da ênfase da cobertura da televisão na divisão superior, até 1986 a renda de televisão na Inglaterra era compartilhada igualmente entre todos os clubes membros da Liga de Futebol. As novas condições estabelecidas em 1986 nos contratos firmados com as empresas de televisão BBC de Londres e ITC vincularam que os clubes da Primeira Divisão deveriam receber 50 por cento, os clubes da Segunda Divisão 25 por cento e os da Terceira Divisão 25 por cento de cada negócio veiculado na televisão (propaganda, publicidade, anúncios etc). As quantias recebidas em cada Divisão eram compartilhadas igualmente pelos clubes daquela divisão como forma de redistribuição de rendas. Estes acordos permaneceram até 1992/93 quando houve uma ruptura na estrutura da Liga.

A separação dos clubes principais da Liga de Futebol resultou no princípio da redistribuição interligas, onde tanto a *Premier League* quanto a *Football League* negociam diretamente os seus contratos com as emissoras de televisão.

Os objetivos dos clubes

Nos estudos econômicos acerca dos objetivos dos clubes, realizados entre as décadas de 1970 e 1980, era comum descrever os clubes em uma função utilidade, buscando maximizar o sucesso enquanto estivessem solventes (Morrow, 1999). Esta descrição estava em contraste com a idéia das companhias convencionais sob a ótica de maximização de riqueza. Naquele momento, qualquer movimento longe do conceito de renda compartilhada e conseqüentemente longe da incerteza de resultados era considerada irracional no contexto de uma liga doméstica auto-suficiente com objetivos de maximização dos lucros. Porém, quando o sucesso de um clube é o objetivo predominante, uma vez que fornece o acesso a um mercado adicional (competições internacionais), a questão sobre incerteza de resultados se torna menos importante

As mudanças na forma das competições europeias são indicativas das mudanças na gestão do esporte. A substituição da Copa Européia pela UEFA *Champions League* promoveu um maior interesse dos clubes pela importância da sua promoção no continente europeu. Além disso, a decisão de permitir a entrada dos segundos colocados das oito maiores associações nacionais (de acordo com o *ranking*) na *Champions League*, em conjunto com os respectivos campeões, dobram as chances de países como Inglaterra, Alemanha e Itália terem seus representantes na competição. As mudanças na Copa Européia foram realizadas

com o intuito de maximizar as receitas dos clubes. Pela forma anterior, todos os países eram tratados igualmente: os campeões de todas as associações nacionais eram convidados a participar da Copa Européia. Do ponto de vista competitivo isto era completamente apropriado. Do ponto de vista de maximização de rendas, a participação de times de ligas menos atraentes, em países com baixo público para a televisão, diminuía a atratividade e conseqüentemente a lucratividade.

A *Champions League* tem sido uma competição altamente lucrativa, sendo que as questões financeiras são determinadas pelo Regulamento da *Champions League* da UEFA (artigos 18 e 19). As receitas advindas da venda de bilheteria são destinadas ao clube que joga em seu domicílio esportivo. Todavia, a maior recompensa financeira vem através da venda de patrocínio e transmissão televisiva. Essas quantias são recebidas pela UEFA e distribuídas de acordo com os critérios especificados no artigo 24.06 do Regulamento da *Champions League*, conforme segue:

“A renda gerada pelos contratos gerados pela UEFA para as 96 partidas dos grupos, 8 partidas das quartas de final, 4 partidas das semifinais e a final da *Champions League* serão alocadas da seguinte forma:

- a) 75% do total para ser distribuído entre os 32 clubes participantes, sendo:
- 45% como bonificação de participação e por pontuação nas 96 partidas dos grupos;
 - 15% para ser distribuído nas quartas de final, na semifinal e na final;

- 15% distribuídos aos clubes proporcionalmente aos direitos de transmissão pagos pelas associações dos seus respectivos países.
- b) 25% do total arrecadado para distribuir para as associações representativas da UEFA, assim como para os times eliminados na primeira fase do torneio;

Nesse sentido, a forma de organização dessa competição possui um elemento de redistribuição de rendas. Na realidade essa expectativa está relacionada com um dos objetivos da UEFA que é promover a solidariedade dentro da comunidade futebolística europeia, através do apoio aos clubes financeiramente enfraquecidos (Morrow, 1999). Porém é questionável a assertiva inserida no parágrafo 9º do artigo 18 e o próprio conceito da *Champions League* que o esporte tem prioridades acima dos interesses financeiros, haja visto que a competição tem sido estruturada ao redor dos clubes e das associações da elite europeia. Uma explicação alternativa para o formato da *Champions League* é a sua concepção como exemplo de *regulatory capture*. Nesse caso, o corpo administrativo da atividade futebolística da Europa tem sido envolvido pelos clubes de elite que são, por sua vez, direcionados pela perspectiva de grandes negócios em relação aos patrocínios e aos direitos de imagem. Outro aspecto determinante é o fato de que diversos clubes europeus têm seu capital aberto e suas ações negociadas em Bolsas de Valores. O objetivo claro dessas agremiações é a maximização de riqueza para seus acionistas. Em parâmetros econômicos, o comportamento dos grandes clubes é meramente racional dada a existência de um mercado altamente lucrativo

fora das fronteiras domésticas e da necessidade de remunerar seus investidores, reduzindo assim a redistribuição de renda.

A redistribuição e a televisão

O elemento de redistribuição de rendas que é encontrado nos negócios do futebol, tais como o contrato entre a Primeira Liga da Inglaterra e a rede de televisão *BSkyB*, surge devido ao fato que os negócios envolvendo direitos de transmissão continuam sendo organizados entre as empresas de mídia televisiva e as ligas de futebol. A razão econômica para essa modalidade contratual consiste na impossibilidade dos clubes venderem os direitos de transmissão das suas próprias partidas em face da característica indissociável existente entre os times e as partidas, que em um só corpo formam o produto futebol.

Para Morrow (1999) dois fatores preponderantes poderão influenciar a continuidade dessa modalidade contratual. Um fator provável é o próprio comportamento dos clubes, especificamente aqueles de maior poder econômico. Efetivamente existe um maior interesse público em transmissões de jogos dos clubes considerados da elite como o *Manchester United* ou *Liverpool* em detrimento de clubes como *Coventry City* ou *Leicester City*. De certa forma, o próprio sistema existente já reconhece esse fenômeno através das cotas (*facility fees*) recebidas pelos clubes. Enquanto o *Manchester United* e o *Liverpool* recebem aproximadamente £2 milhões por 12 partidas transmitidas ao vivo em uma temporada, o *Coventry* e *Leicester*, por exemplo, recebem £700 mil. A existência

das cotas é um indício da intenção dos grandes clubes em acabar com a redistribuição para os clubes das divisões inferiores.

Até meados da década de 1990 era de grande interesse dos clubes de grande porte manter um fundo comum de direitos televisivos e permitir que a liga negociasse diretamente com as emissoras no intuito de maximizar as receitas e beneficiar as próprias operações da liga. Porém, as inovações ocorridas no campo da tecnologia encorajaram vários clubes da Inglaterra, tais como *Manchester United* e *Rangers* para aproveitar-se de sua popularidade e planejar ou lançar seus próprios canais de televisão via satélite.

O segundo fator refere-se à legitimidade dos acordos firmados entre a liga e as emissoras de televisão em nome de seus clubes membros. O contrato celebrado com a *BSkyB* pode, hipoteticamente, ser questionado se for considerado um monopólio que direcione um desequilíbrio econômico perante as demais emissoras contrariando os interesses públicos. Se isso for considerado pela Corte Britânica (*Restrictive Practices Court*), eventualmente os clubes irão negociar diretamente com as emissoras, independentemente da *Premier League*, podendo ocasionar impactos na estrutura de financiamento do futebol (Morrow, 1999).

Szymansky (1998) tentou encontrar um caminho sistemático para construir essas possibilidades em um modelo econômico que resultaria em um valor financeiro para os clubes individualmente. Nesse modelo, o custo de relegar a *Premier League*, por exemplo, para o *Tottenham Hotspurs* foi estimado em £10,6 milhões; para o *Bolton Wanderers* foi estimado £1,8 milhões. Os custos de oportunidade também são relevantes para as cidades sede desses clubes. Harverson (1997) estimou que o eventual descenso do clube *Southampton* à

Premier League no fim da temporada 1996/97 reduziria as receitas anuais em 26% e a sua lucratividade em 57%.

Conforme ocorre o enriquecimento dos clubes, naturalmente se tornam aptos a adquirir jogadores de maior qualidade. O risco dessas contratações incide na possibilidade de uma queda no índice de incerteza das partidas e das competições. Dentro da própria estrutura do futebol europeu seria possível alterar a distribuição de renda em benefício dos times menos favorecidos da liga (Morrow, 1999). A distribuição igualitária das receitas de televisão, negociadas pela liga, é uma forma de assegurar a incerteza de resultados (Baimbridge *et al.*, 1996).

Na Itália, em 1998, o acordo coletivo para venda de direitos de imagem foi interrompido quando os quatro maiores times daquele país, àquela época, (*Juventus, AC Milan, Inter Milan e Napoli*) firmaram um acordo de seis anos com o *Canal Plus*, proprietária da rede de televisão italiana *Telepiu*, para cobertura exclusiva das suas partidas jogadas “em casa”. Por esse contrato, os times receberiam 18% da arrecadação da televisão pela transmissão dos jogos (Betts e Harverson, 1998).

3. JOGADORES DE FUTEBOL: DIRECIONADORES DE CUSTOS

A mudança estrutural na indústria do futebol nos anos recentes não é restrita à introdução da televisão (satélite ou cabo) como fonte alternativa de renda para os clubes. Outro fator essencial tem afetado o negócio futebol, quer seja em suas finanças ou em suas relações com seus jogadores. Trata-se da decisão da *Court of Justice of the European Communities* (CJEC, 1995) no caso da *Union Royale Belge des Societes de Football Association (ASBL) versus Bosman* (Morris *et alli*, 1996). *Bosman* talvez seja o mais famoso jogador belga, cuja fama advém não de suas habilidades como atleta, mas de sua persistência e determinação para buscar na justiça os seus direitos contra o seu antigo clube e as autoridades de futebol. Este capítulo considera o papel dos jogadores de futebol como direcionadores de custos para os clubes.

3.1 MERCADO DE TRANSFERÊNCIA

O mercado de transferência tem uma longa história no contexto do futebol profissional sob a égide das ligas subordinadas a UEFA (corpo administrativo do futebol na Europa) ou à FIFA (corpo administrativo do futebol mundial). Em contraste, o ambiente corporativo tem um número limitado de exemplos nas operações envolvendo o mercado de transferência. Mesmo em outras modalidades esportivas, o mercado de transferência não tem a mesma receptividade como no futebol.

No Reino Unido, todo jogador “empregado” de um clube pertencente a uma determinada liga deve possuir um registro nessa mesma liga (*FA Premier League* por exemplo) e na associação qual é afiliado (*Football Association* por exemplo).

Somente os jogadores que assinaram o registro formal em determinada liga podem participar das competições por ela organizadas. As origens históricas do sistema de transferência podem ser detectadas em uma cláusula inserida nos regulamentos da FA em 1885 que exigia o registro anual de todos os jogadores na associação. O registro, por sua vez, tornou-se um meio hábil para se comprar e vender direitos dos atletas. Se um grande clube quisesse um jogador em particular, deveria recompensar o clube menor financeiramente para que esse pudesse repor o seu “prestador de serviços” (Harding, 1991). Na prática, porém, resultou na criação de um mercado de transferência sendo a inscrição do jogador o meio de negociar os seus próprios direitos.

Até 1963, se um jogador desejasse mudar de equipe deveria obter a anuência do clube em que estivesse atuando. Se o clube concordasse, poderia então haver a transação desde que um outro clube estivesse disposto a pagar a taxa de transferência. Caso não concordasse, o jogador não tinha outra opção senão continuar naquele clube. No final da temporada o jogador poderia ser retido no clube ou disponibilizado em uma lista de transferência sob condições previamente estabelecidas, gerando uma relação monopolística sobre o atleta.

George Eastham, jogador do *Newcastle United*, apoiado pela *Professional Footballers's Association* (PFA), questionou o sistema de transferência e a *High Court* determinou em 1963 que o sistema era uma restrição ilegítima do comércio. O caso *Eastham* resultou em um novo sistema contratual. A nova forma designou um período de contrato inicial, um ou dois anos, e um período de opção (igual ao período inicial). Se a opção não fosse exercida, então o jogador estava livre para atuar em outra equipe. A opção permitiu aos clubes a renovação dos contratos,

desde que as condições não fossem menos favoráveis que as anteriores. Se o jogador recusasse a proposta, poderia então ser disponibilizado para transferência. Na maioria dos casos esse mecanismo resultou em tribunais independentes, formado pelos representantes das partes interessadas e um *chairman* independente para fixar a taxa de transferência. Na verdade, o sistema continuava permitindo aos clubes em reter um jogador até depois do vencimento do contrato para reivindicar uma taxa considerada adequada para a transferência do atleta.

Em 1977 o sistema foi novamente modificado pela introdução do que se chamou "*freedom of contract*" (Morrow,1997). A diferença básica era que tendo cumprido suas obrigações contratuais, um jogador estava livre para negociar suas condições de oferta. O clube que mantinha o seu registro tinha o direito a uma taxa de compensação caso sua proposta ao jogador não fosse menor que a de outro interessado. A taxa de transferência era acordada entre as partes ou por um "Tribunal de Compensação" representativo da liga a qual pertenciam os clubes, ou pela *Commission of the International Football League Board* quando as ligas eram distintas.

O objetivo da criação do sistema de transferência era de prevenir uma alta rotatividade dos jogadores entre os clubes. Do ponto de vista dos clubes, o sistema de transferência tem sido mecanismo importante para construir times de grande competitividade. A compra e venda de jogadores seguem o preceito de melhorar o desempenho do clube e contribuir para o sucesso esportivo e financeiro. Porém, para os jogadores, os méritos do sistema são menos óbvios. Os primeiros trabalhos sobre a economia do futebol sugeriam que era apropriado adotar uma perspectiva isonômica com o objetivo de compartilhar o sucesso (Sloane,1971). Segundo

Morrow (1997) isso foi rejeitado por Stewart (1986, pág. 25) cujo argumento inseria que a aceitação de objetivos comuns mascarava o sistema de transferência: ao inibir a mobilidade dos atletas profissionais, o sistema cerceava os objetivos dos próprios jogadores em detrimento dos objetivos dos clubes.

3.2 UM MODELO TEÓRICO PARA AS TAXAS DE TRANSFERÊNCIA.

O alto nível das taxas de transferências, embora publicamente conhecido, não tem sido muito explorado sob a ótica de modelos econômicos. Os poucos modelos explorados levam em consideração a qualidade do jogador bem como as características dos clubes compradores e vendedores. Para Carmichael e Thomas (1993) o modelo de taxas de transferências implica que as forças de barganha são impulsionadas pelas características dos agentes envolvidos (jogador e clubes). Reilly e Witt (1995) usaram uma metodologia empírica semelhante para analisar se existem efeitos da discriminação racial para a determinação das taxas de transferência, cuja conclusão não encontrou evidências sobre a questão. Carmichael e Thomas (1993) adotaram uma metodologia dividida em duas fases; primeiro estimando o modelo de variável dependente sobre a probabilidade de um jogador ser transferido; depois, o modelo que determina a taxa de transferência. Porém, em ambas as fases, somente as características do jogador são utilizadas. Dada a evidência prévia que as características dos clubes são também importantes determinantes do mercado de transferência, o modelo sugerido pode ser seriamente comprometido.

Embora estes estudos prévios forneçam evidências empíricas sobre a determinação das taxas de transferência, eles sofrem de uma falta de rigor no modelo teórico do mercado de transferência (Gerrard e Dobson, 2000).

Dobson e Gerrard (2000) modelaram o mercado de transferência dentro da estrutura de performance e lucratividade dos clubes. Esta estrutura é similar àquela adotada por Vrooman (1997) para a análise dos times da *Major League of Baseball* norte-americana e a de Szymanski e Smith (1997) que estimam uma fronteira entre lucro e performance para os clubes de futebol profissional da Inglaterra. Szymanski e Smith (1997) discutem que a taxa de transferência de um jogador é o resultado de um processo competitivo, implicando que a taxa seja estabelecida pelo fundo de reserva do clube vendedor.

O modelo de Gerrard e Dobson pode ser derivado pela utilização da lucratividade e pela performance do time (TP-CP)¹¹. O ponto de partida para esta abordagem é a suposição de Sloane (1971) que o clube de futebol tem uma utilidade maximizável sujeita a uma restrição de solvência financeira. O modelo TP-CP assume que a função utilidade do clube de futebol tem dois parâmetros: o desempenho e o lucro do clube. Formalmente os objetivos do clube podem ser descritos na equação (1):

$$\max U = U(Q, \pi) \quad (\text{equação 1})$$

sujeito a $\pi \geq \pi^*$,

onde $U(.)$ é a função utilidade do clube de futebol, Q é o nível de desempenho do time, π é o nível de lucro e π^* é a restrição (lucro mínimo a ser atingido).

¹¹ Team performance-club profit

A equação (1) é uma declaração geral dos objetivos de um clube de futebol que abrange a maximização de lucros como um caso especial em que o desempenho do time tem efeito direto na função utilidade do clube.

O desempenho do time depende do talento nas atuações, q , e a qualidade da metodologia de preparação (métodos de treinamento, estratégias e motivação do time), θ , conforme equação (2):

$$Q = Q(q, \theta) \quad (\text{equação 2})$$

A função do lucro do time pode ser observada pela equação (3), onde R = receitas e C = custos dos times de futebol:

$$\pi = R - C \quad (\text{equação 3})$$

A função de receitas (renda) pode ser descrita na forma da equação (4):

$$R = pG(p, Q) + F(Q) + N \quad (\text{equação 4})$$

Nessa equação, p é o preço de ingresso médio, G é a média de público no estádio, F são outras fontes de receitas diretamente ligadas ao time de futebol (exceto bilheteria) e N são as demais receitas. O nível de desempenho do time deverá influenciar o volume de receitas vinculadas ao time de futebol (G e F).

A função de custos do time de futebol pode ser observada na equação (5):

$$C = W(q) + O \quad (\text{equação 5})$$

Nessa equação, W representa o custo total do jogador para o clube, e O outros custos não relacionados com os jogadores. No modelo é assumido que os custos dos jogadores são positivamente relacionados com seus respectivos níveis de talento.

Gerrard e Dobson assumiram que a restrição do lucro é inoperante. Dessa forma, a primeira condição para o nível ótimo de rendimentos face ao talento da equipe é verificado nas equações (6) e (6a):

$$pG_Q Q_q + F_Q Q_q - W_q = \frac{-U_Q Q_q}{U_\pi} \quad (\text{equação 6})$$

$$MRP - W_q = MRS \quad (\text{equação 6 a})$$

Nessas equações, MRP é o produto de renda marginal, $pG_Q Q_q + F_Q Q_q$, W_q é o custo marginal e MRS é a taxa marginal de substituição, $-U_Q Q_q / U_\pi$.

As equações (6) e (6a) demonstram que o nível ótimo de talento da equipe ocorre quando a lucratividade marginal, $MRP - W_q$, iguala-se a MRS . A equação (7),

$$W_q = MRP - MRS \quad (\text{equação 7})$$

implica no "sportsman-owner effect" ($MRS < 0$), demonstrando que o custo marginal do jogador excede o MRP . Em outras palavras, o custo de propriedade do jogador

dilata o nível de desempenho do time além do ponto coerente com a maximização dos lucros.

Além de determinar o nível ótimo de desempenho do time, a equação (7) pode também ser utilizada para determinar o limite máximo para o clube despendar na otimização de seu desempenho. O nível real de pagamento para o jogador em troca dos seus serviços (incluindo salários e bonificações), definidos como V , depende da estrutura de mercado de trabalho dos jogadores de futebol. A suposição de um *free agency* (um mercado de trabalho para os jogadores perfeitamente competitivo) leva a considerar $W_q=V$.

Porém, no futebol profissional da Inglaterra, o mercado de trabalho dos jogadores está sujeito a um restrito controle na forma de transferência (incluindo as taxas). Eficazmente, os valores de transferência permitem a um clube reter os direitos de propriedade sobre os jogadores além do término do contrato atual, até que o clube concorde em transferir o atleta. Como em qualquer sistema de reserva de jogadores, esta implica na possibilidade de exploração monopsônica com $W_q=V$.

Para Gerrard e Dobson, ao considerar o movimento dos jogadores sob o regime de taxas de transferência, as transações podem ser vistas como o comércio do direito de propriedade acima da exploração monopsônica dos serviços dos jogadores. O valor desse direito de propriedade para o clube vendedor, T^S , é definido como:

$$T^S = W_q^S - \omega^S \quad (\text{equação 8})$$

onde W_q^S é o valor marginal do jogador para o clube vendedor ($\equiv MRP^S - MRS^S$) e ω^S é o valor atual da remuneração do atleta.

Por outro lado, T^B representa a taxa de transferência mínima aceitável do clube vendedor (preço de reserva).

O valor do direito de propriedade do clube comprador, após a aquisição do passe é dado pela seguinte equação:

$$T^B = W_q^B - \omega^B \quad (\text{equação 9})$$

onde W_q^B é o valor marginal do jogador ($\equiv MRP^B - MRS^B$) e ω^B é o (novo) valor atual da remuneração do atleta. T^B representa o preço máximo para o clube comprador adquirir o atleta. A taxa de transferência T ficará na faixa definida entre o limite superior T^B e o limite inferior T^S . Exatamente nesse intervalo que determina a taxa de transferência é que se observa a controvérsia na literatura existente. Para Speight e Thomas (1997) na medida em que todos os jogadores são heterogêneos, um clube vendedor (que detém os direitos de registro do atleta) exerce o monopólio da renda auferida pela venda; o valor dessa venda depende da capacidade de pagamento do comprador. Similarmente, o comprador, quando for licitante exclusivo, pode explorar essa relação monopsônica face à necessidade (posição financeira) do vendedor.

Para Dobson e Gerrard (2000) a hipótese de Rottenberg-Noll é que as taxas de transferência situadas acima de T^S implicam que o clube vendedor está apto a extrair renda monopolística sobre o clube comprador.

Definido o grau de renda de monopólio como $\phi = (T - T^S) / (T^B - T^S)$, a hipótese de Rottenberg-Noll implica que $\phi > 0$. Segundo Dobson e Gerrard (2000) esta é a posição adotada por Carmichael e Thomas (1993), cujo argumento é que as taxas de transferência são determinadas pelo processo de barganha entre os clubes, resultando em taxas de transferência acima de T^S . Em contraste, Szymanski e Smith (1997) discutem que as taxas de transferência são determinadas competitivamente, não implicando nenhuma renda de monopólio ($\phi = 0$), ou seja, as taxas de transferência estão situadas abaixo de T^S .

Szymanski e Smith (1997) sustentam que as duas abordagens são difíceis de distinguir empiricamente. Dobson e Gerrard simularam um teste empírico para avaliar se as taxas de transferência são em parte resultado de monopólio do clube vendedor, considerando a taxa de transferência de um jogador i movendo-se de k (clube vendedor) para j (clube comprador). A taxa (T_{ij}) para um jogador i é dada pela equação:

$$T_i = \phi T_{ji}^B + (1 - \phi) T_{ki}^S \quad (\text{equação 10}) - \text{Média ponderada do grau de monopólio}$$

onde T_{ji}^B é a oferta máxima de preço pelo clube comprador ao jogador i e T_{ki}^S é o preço de reserva do clube vendedor para o jogador i . A taxa observada é a média ponderada entre a oferta máxima de preço do clube comprador e o preço de reserva do clube vendedor. Essas variáveis dependem de três fatores: (i) o efeito de performance no jogador após a transferência; (ii) o ganho marginal do jogador para o clube ($MRP - MRS$); (iii) o grau da exploração monopsonista $\frac{\sigma}{W_q}$. As mudanças de

performance do jogador depende de sua característica individual. O ganho marginal do clube detentor do jogador depende das características do próprio clube, particularmente o nível de desempenho do time (Vrooman, 1996). O grau de exploração monopsonica pode depender de ambas as características: do jogador e do clube. Pelo modelo de Dobson e Gerrard (2000) as conseqüências são demonstradas pelas equações:

$$T_{ki}^S = T^S(P_i, S_{ki}) + U_{ki}^S \quad (\text{equação 11})$$

e

$$T_{ji}^B = T^B(P_i, B_{ji}) + U_{ki}^B \quad (\text{equação 12})$$

onde P_i representa o vetor de característica do jogador, S_{ki} representa o vetor de característica do clube vendedor, B_{ji} representa o vetor do clube comprador e U_{ki}^S , U_{ki}^B são as condições independentes de erro estocástico. Supondo uma relação linear de ganhos pelas equações que seguem:

$$T_{ki}^S = s_0 + s_1 P_i + s_2 S_{ki} + u_{ki}^S \quad (\text{equação 13})$$

$$T_{ji}^B = b_0 + b_1 P_i + b_2 B_{ji} + u_{ki}^B \quad (\text{equação 14})$$

onde s_1, s_2, b_1, b_2 são os respectivos vetores de parâmetros. Substituindo as equações (14) e (15) na equação (10):

$$T_i = [(1 - \phi)s_0 + \phi b_0] + [(1 - \phi)s_1 + \phi b_1]P_i + (1 - \phi)s_2S_{ki} + \phi b_2B_{ji} + u_i \quad (\text{equação 15})$$

ou

$$T_i = \alpha_0 + \alpha_1P_i + \alpha_2S_{ki} + \alpha_3B_{ji} + u_i \quad (\text{equação 15a})$$

onde:

$$\alpha_0 \equiv (1 - \phi)s_0 + \phi b_0$$

$$\alpha_1 \equiv (1 - \phi)s_1 + \phi b_1$$

$$\alpha_2 \equiv (1 - \phi)s_2; \alpha_3 \equiv \phi b_2$$

$$u_i \equiv (1 - \phi)u_{ki}^S + \phi u_{ki}^B$$

A equação (15^a) fornece a base de teste para se verificar se as taxas de transferência são rendas de monopólio. Desde que o valor máximo de preço ofertado pelo clube comprador é em parte determinado pelas características desse clube (i.e. $b_2 \neq 0$), segue que se, como Szymanski e Smith (1997) sustentam, as taxas de transferência são competitivas, mesmo desconsiderando os ganhos de monopólio (i.e. $\phi = 0$), então $\alpha_3 = 0$. Conseqüentemente, um teste de ganhos de monopólio sobre as taxas de transferência (na hipótese de Rottenberg-Noll) é verificar se as características do clube comprador são significativamente determinantes nas taxas de transferência.

O modelo teórico sugere um conjunto de variáveis explicativas para as taxas de transferência e que interagem no processo de avaliação financeira: as

características do jogador, as características do clube vendedor e as características do clube comprador.

Características do jogador

O modelo defendido por Dobson e Gerrard (2000) pressupõe que a qualidade do jogador de futebol interfere, em parte, na taxa de transferência. Dessa forma, nos modelos empíricos a qualidade de um jogador é mensurada por três tipos de variáveis características: (a) experiência profissional; (b) a forma atual do jogador; (c) característica da posição tática. A experiência profissional é observada por seis vetores: a idade do jogador no momento da transferência, o número de clubes pelos quais ele atuou, o número total de jogos em que participou em relação aos jogos pelos clubes em que atuou, a média de gols marcados em cada temporada, o número de jogos internacionais e o número de participações em jogos internacionais sub-21 (jogadores com idade inferior a 21 anos). Para Dobson e Gerrard (2000) a forma atual é medida pelo número de atuações na temporada anterior e o número de gols marcados nessa mesma temporada. As variáveis posicionais contemplam o jogador como goleiro, defensor, meio-campista e atacante.

Características dos clubes vendedores e compradores

O modelo teórico de Dobson e Gerrard sugere que a taxa de transferência de um jogador não dependa somente das características do atleta mas também das características do clube vendedor e do clube comprador. Segundo Vrooman (1996) dois tipos de características do clube são consideradas para ambos os envolvidos (vendedor e comprador): o desempenho do time e o tamanho do mercado no qual

ele está inserido. O desempenho do time é definido pelas seguintes variáveis básicas: a classificação (posição) do time na última temporada, a classificação do time na temporada atual, o saldo de gols do time na última temporada.

A expectativa infere que quanto melhor a classificação do time vendedor, tanto na última temporada quanto na atual, mais alto será o valor dos seus jogadores.

Uma variável importante para o clube comprador, relacionada à sua classificação na temporada, deve ser observada: se o time está competindo para vencer o campeonato ou para evitar o rebaixamento para uma divisão inferior.

3.3 O CASO BOSMAN

Jean-Marc Bosman, de nacionalidade belga, era um jogador profissional de futebol pertencente ao *Royal Club Liegeois*, cujo contrato teve vigência até 30 de junho de 1990. Antes de esse contrato expirar, o clube ofereceu a Bosman um novo contrato que incluía uma redução salarial de aproximadamente 75%, o que implicava no menor salário permitido pela URBSFA (o corpo administrativo do futebol belga). Bosman recusou o contrato e foi colocado na lista de transferência do clube (Morris, 1993). O seu passe foi fixado em aproximadamente £200.000. Nenhum clube manifestou interesse em sua contratação e o próprio Bosman contatou o clube francês *Dunkerque*. O *Royal Club Liegeois*, preocupado com a solvência financeira do *Dunkerque* recusou a instrução a URBSFA para emissão do certificado de transferência. Como resultado, a transferência não podia ocorrer. Quando, conforme as regras da URBSFA, o clube suspendeu Bosman, o jogador processou tanto o

clube como a URBSFA e obteve mandatos interinos que, em teoria, o permitia jogar em outros clubes. Porém, seu processo inseria uma tentativa de mudança na legislação esportiva, sugerindo o fim das taxas de transferência e as restrições em relação ao número de jogadores estrangeiros em uma equipe de futebol, o que impossibilitou sua transferência para outro clube. O caso Bosman sofreu uma demorada jornada na justiça belga onde ele buscou uma compensação do *Royal Club Liegeois*, da URBSFA e da UEFA, alegando que a taxa de transferência (valor do passe) era inaplicável para o seu caso. A opinião da Advocacia Geral da Corte de Justiça das Comunidades Europeias (CJEC) foi favorável ao jogador.

Thomas (1966) notou que as restrições no mercado de trabalho (como mercados de transferência) são normalmente explicadas em termos de se tentar alcançar um equilíbrio nas forças do futebol conforme a incerteza da hipótese de resultados. Um dos argumentos postos para Corte de Justiça no caso Bosman foi que as peculiaridades da economia do futebol, e em particular o mercado de trabalho no esporte profissional, justificavam o sistema de transferência. O argumento posto pela Associação Belga de Futebol, UEFA e pelos governos italiano e francês era que o sistema de transferência contribuiu para a distribuição de riqueza aos clubes de futebol, conduzindo para uma maior incerteza de resultados. Segundo Morrow (1997) esse argumento induz que a sobrevivência e sustentabilidade dos clubes pequenos dependem do capital dos grandes clubes.

A Corte de Justiça (*Court of Justice of the European Communities – case C-415/93*) aceitou e legitimou a manutenção do equilíbrio financeiro e competitivo entre os clubes preservando um certo grau de igualdade e incertezas de resultados, particularmente dada à importância econômica e social do futebol na comunidade,

rejeitando, no entanto, as regras do sistema de transferência como um meio para alcançar esses objetivos. Essa decisão foi apoiada em vários fatores. Uma era a relação entre as taxas de transferência e a respectiva compensação em investimentos para o desenvolvimento e aprimoramento do esporte.

No contexto da incerteza de resultados e redistribuição de riqueza, porém, a Corte era da opinião que as regras de transferência não garantiam que a disponibilidade de recursos financeiros seria um fator decisivo no sucesso do esporte profissional. Esse ponto também foi levantado pela Advocacia Geral, a qual notou que a existência de um sistema de transferência resultou na necessidade dos clubes pequenos em vender o seu melhores jogadores, aceitando as condições impostas pelos grandes clubes, impossibilitando a compensação pela aquisição de outro jogador de qualidades semelhantes.

Como uma alternativa para o mercado de transferência, a Corte de Justiça concordou com a sugestão da Advocacia Geral , que medidas como acordos coletivos de trabalho e/ou a redistribuição das receitas advindas da venda de bilheteria e direitos de transmissão representassem um meio satisfatório de promover o equilíbrio financeiro e competitivo, sem impedir o princípio da liberdade de atuação dos jogadores.

Um argumento relevante instaurado pela Corte salientava que apesar das informações da UEFA e outros envolvidos no caso Bosman, existia uma falta de evidência para demonstrar como o mercado de transferência contribuía para equilibrar as perspectivas financeiras e competitivas e como os clubes menores seriam colocados em dificuldades financeiras de esse mercado fosse abolido.

Algumas informações sobre a extensão de como as taxas de transferência interferem na redistribuição de renda entre os clubes estão apontadas no *Deloitte & Touche Annual Reviews of Football Finance*

Tabela 1 - Distribuição de Renda

	1995/96		1994/95		1993/94		1992/93	
	(£m)		(£m)		(£m)		(£m)	
<i>Premier League</i>	%	(25,2)	%	(9,5)	%	(13,0)	%	(6,0)
(saídas líquidas)								
Liga de Futebol								
Primeira Divisão	73	18,3	97	8,8	46	6,0	33	2,0
Segunda Divisão	16	4,0	-4	(0,3)	45	5,9	53	3,2
Terceira Divisão	11	2,9	11	1,0	9	1,1	13	0,8
Total recebido		25,2		9,5		13,0		6,0

Fonte: Deloitte & Touche (1997, 1996), *The Football Trust, The Football League*

A Tabela 1 demonstra que no período de 1992 a 1996 a *Premier League* transferiu recursos para as três divisões da liga, cujas quantias, em valores absolutos, são imateriais para as divisões inferiores. O fluxo de entradas líquido para a terceira divisão na temporada de 1995/96 foi de £2,9 milhões enquanto que as transferências no mesmo período da primeira divisão foram de £94,2 milhões (Morrow, 1997).

3.4 A QUESTÃO DOS SALÁRIOS

Uma das conseqüências do caso Bosman foram os aumentos significativos nos custos de salários para os clubes. O nível dos salários nos esportes profissionais são geralmente altos, embora não sejam evidenciados analiticamente

nas demonstrações financeiras. Os salários de jogadores são publicados em conta de resultados juntamente com o dispêndio de salários de toda a corporação esportiva.

A Tabela 2 demonstra a variação salarial no período de 1993 a 1997 em relação ao faturamento no mesmo período.

Tabela 2 - Custo de remuneração x Receitas

	1996/97	Δ%	1995/96	Δ%	1994/95	Δ%	1993/94
	(£m)		(£m)		(£m)		(£m)
Premier League							
Total de remuneração	213.384	23,6	172.683	19,5	144.505	23,8	116.685
Receitas	455.471	31,5	346.858	7,2	322.858	33,7	241.479
Salários /Receitas	46,7%		50,0%		44,8%		48,3%

Fonte: Deloitte & Touche (1997,1996), Touche Ross (1995), Club accounts

4 A CONTABILIDADE NO FUTEBOL

A questão da contabilidade no futebol no Reino Unido foi amplamente explorada pelo Professor Stephen Morrow da *Heriot-Watt University, Edinburgh* em seu trabalho *Accountability and Finance in Football* (1999).

Existem três demonstrativos financeiros de grande relevância para a maioria dos clubes de futebol: o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultados e o demonstrativo de Fluxo de Caixa. Tais relatórios possuem o objetivo intrínseco de gerar informações sobre a posição financeira, o desempenho e a viabilidade financeira de empreendimentos para que uma grande variedade de usuários possam avaliar a gestão do administrador (*Accounting Standards Board – ASB*, 1995).

O Balanço Patrimonial fornece as informações financeiras e patrimoniais em uma determinada data. Para os clubes de futebol do Reino Unido o encerramento fiscal está normalmente direcionado para o fim da temporada. O Balanço reporta o controle de recursos financeiros da organização, sua estrutura de capital, sua liquidez e sua viabilidade econômica. A Demonstração de Resultados fornece as informações sobre o desempenho do período escriturado, aferindo as receitas em confrontação com as despesas do mesmo período. A viabilidade financeira refere-se à habilidade da empresa em responder às necessidades e oportunidades inesperadas. As demonstrações financeiras dos clubes de futebol se concentraram, historicamente, em um conceito restrito de gerenciamento (*stewardship*) particularmente voltado a oferecer informações aos acionistas referente à utilização adequada dos recursos de capital em poder da administração. Em síntese, o papel das demonstrações financeiras era voltado para evidenciar a existência dos recursos da empresa e a posição dos seus credores (Morrow, 1999). As demonstrações

financeiras das organizações do Reino Unido estão sob a égide de convenções e práticas de modo a serem elaboradas com base no custo histórico.

Os recursos contabilizados a custo histórico demonstram o valor da transação efetuada, no momento da aquisição. Dessa forma, nenhuma conta contábil é sensível às mudanças futuras de valor, cuja consequência é um Balanço Patrimonial que não reflete os valores reais de ativos e passivos individualmente, nem um valor para a companhia de forma global.

A convenção britânica de mensuração monetária implica que as demonstrações financeiras somente podem incluir itens que possam ser objetivamente mensurados em unidade de moeda. No caso dos clubes de futebol, é comum que os recursos intangíveis significantes como os serviços prestados pelos jogadores sejam omitidos das demonstrações.

Segundo Morrow (1999) uma consequência desta ênfase em apresentar o gerenciamento dos recursos para os acionistas era a limitação das demonstrações e até que ponto elas podiam refletir a realidade econômica dos clubes. Morrow (1999) afirma que os balanços dos clubes de futebol não se assemelham aos balanços das companhias convencionais uma vez que os clubes estavam freqüentemente com patrimônio líquido negativo, ou seja, os recursos eram significativamente menores do que as obrigações. Na Holanda, o órgão regulador do futebol, KNVB, exige que toda organização de futebol profissional deve ter patrimônio líquido positivo ou pelo menos nulo (Brummans e Langgendiijk, 1995). Webb e Broadbent (1986) discutiram sobre o uso das demonstrações financeiras tradicionais e suas respectivas compreensões e considerações acerca das causas das dificuldades financeiras dos clubes. Uma dificuldade adicional era a falta de comparabilidade entre as

demonstrações dos diversos clubes face ao tratamento contábil diferente adotado pelos clubes para taxas de transferência dos jogadores, rendas de concessões e patrocínio. As demonstrações financeiras no Reino Unido devem ser preparadas de acordo com os padrões emitidos pela *Accounting Standards Board (Financial Reporting Standards)*, ou o seu predecessor o *Accounting Standards Committee (Statements of Standard Accounting Practice)*. Frequentemente, porém, tais padrões falharam em destacar as peculiaridades econômicas e financeiras da indústria do futebol. Para Morrow (1999), em anos recentes ocorreu uma melhoria significativa em termos de quantidade e qualidade das informações contábeis fornecidas pelos clubes de futebol. Em parte isto reflete a abrangência do conceito de *stewardship*: o reconhecimento que os acionistas têm necessidade de informações contábeis concretas para formar juízo sobre como os diretores (gestores) administram os recursos a eles confiados. Uma variedade de outros fatores contribuiu também para a melhoria das informações, como o envolvimento maior de conselheiros profissionais nos clubes de futebol, maior consciência financeira dos diretores dos clubes, a cultura de melhores práticas, a necessidade de fornecer informações adequadas para investidores e financiadores potenciais e prover, de forma relevante, os padrões de contabilidade geralmente aceitos.

4.1 O TRATAMENTO CONTÁBIL PARA OS JOGADORES DE FUTEBOL

O tratamento contábil para os jogadores é uma área que tem atraído, em anos recentes, o interesse para acadêmicos e pesquisadores. É pragmático pensar em jogadores como ativos. Diferente das instalações e outros ativos, eles são os únicos recursos de valor. Robinson (1969) discutiu que a principal diferença entre

investimentos em pessoas e investimentos em propriedades era o fato que o poder de ganho de um indivíduo, diferentemente da propriedade, não podia ser considerado um artigo comercializável. O sistema de transferência em que os contratos dos jogadores podem ser negociados é uma exceção para esta regra. Na realidade o ativo não é o jogador propriamente dito, mas o seu contrato.

Segundo Morrow (1999) os clubes ingleses, de uma forma geral, adotaram uma variedade de tratamentos contábeis para refletir os seus investimentos em jogadores. Seguindo a publicação em Dezembro de 1997 pela *Accounting Standards Board* (ASB) do *Financial Reporting Standard (FRS)10* em “*Goodwill and Intangible Assets*”, a questão de como registrar os investimentos em jogadores ficou aberta (Morrow, 1998) . Enquanto a FRS 10 terá grande alcance de conseqüências para os clubes, seus requisitos não foram vistos como uma surpresa para os clubes, financistas ou analistas, dado que o padrão de contabilização está inalterado face ao *FRED (Financial Reporting Exposure Drafts)* nº 12, emitido pelo ASB em junho de 1996 (Morrow, 1997).

A prática tradicional de contabilização de jogadores de futebol excluiu qualquer forma de valorização dos jogadores no Balanço Patrimonial, quer sejam eles comprados no mercado de transferência ou aqueles desenvolvidos internamente pelos clubes. Seguindo esta prática, as taxas de transferência (e os custos associados) são simplesmente lançados em lucros e perdas no ano em que a transferência acontece (o tratamento é de receita ou despesa do período).

O primeiro clube inglês a adotar uma forma alternativa de contabilização foi o *Tottenham Hotspurs*. No final do exercício fiscal, em 31 de maio de 1989, o clube adotou uma política de contabilidade que direcionava o registro dos custos de

aquisição dos jogadores como ativos intangíveis no Balanço Patrimonial (Morrow, 1999). O *Tottenham* foi seguido pelo *Heart of Midlotian* no ano seguinte e depois disso vários clubes decidiram que a prática tradicional não apresentava uma visão real dos negócios financeiros dos clubes de futebol. Em um período anterior à decisão do “Caso Bosman”, treze clubes ingleses e cinco clubes escoceses incluíram a estimativa de valor dos seus jogadores no Balanço Patrimonial, em 1996 (Morrow, 1999). A prática mais comum era contabilizar os jogadores adquiridos no mercado de transferência como ativos intangíveis. O valor da aquisição menos um valor residual estimado para o fim do contrato era amortizado pelo prazo de duração do contrato ou até o período em que o jogador atingisse a idade de 33 anos. Outros clubes incorporavam um único valor para toda a equipe, incluindo os jogadores adquiridos no mercado de transferência e aqueles desenvolvidos nas categorias de base cuja capitalização dos valores poderia ser realizada mediante parecer da Diretoria ou por parecer de profissionais ligados à mídia esportiva.

No caso da *Union Royale Belge des Societes de Football Associatio ASBL v. Bosman*, a Corte de Justiça Européia regulou que os clubes somente poderiam cobrar taxas de transferência para um jogador se ele fosse vendido durante o período do seu contrato, ou se ele fosse vendido no final do seu contrato para um clube dentro do mesmo estado membro da União Européia. Esta decisão, combinada com a incerteza sobre a probabilidade da sobrevivência do sistema de transferência doméstica no longo prazo (depois da decisão do caso Bosman), teve um efeito no tratamento contábil adotado por clubes em relação aos seus jogadores. Enquanto alguns dos dezoito clubes de futebol, como *Rangers* e *Newcastle United*, reverteram para o método tradicional de contabilizar as transferências como receitas

e despesas através da conta de lucros e perdas, a maioria dos clubes optou por continuar capitalizando os jogadores adquiridos no mercado de transferência, porém amortizando o custo total de aquisição durante a vigência do contrato e considerando o valor residual zero no fim do contrato.

Conforme já discutido neste capítulo, apesar das melhorias alcançadas pela adoção do FRS 10, ainda se pode argumentar que os demonstrativos financeiros apresentados pelos clubes de futebol fornecem informações insuficientes no que se refere ao seu principal recurso, sabidamente seus jogadores, para possibilitar aos usuários dos demonstrativos o entendimento completo da natureza e do potencial da companhia. Mais especificamente, poderiam ser oferecidas maiores informações com relação ao valor dos jogadores. *Aston Villa, Chelsea, Coventry City, West Ham United, Celtic and Hibernian*, divulgaram uma avaliação estimada do valor de mercado de seus jogadores desde 1997 em seus demonstrativos financeiros. Normalmente, se trata da avaliação de um diretor, ou uma avaliação de seguro. Entretanto, melhorias na metodologia de valoração de um jogador oferecem uma oportunidade única aos clubes para divulgarem informações relevantes relativas aos recursos principais dos clubes. Mais ainda, a utilização de um modelo para valoração do jogador, em oposição à confiança nas avaliações dos diretores, retira o risco de argumentos preconceituosos, sejam eles intencionais ou nos números divulgados (Morrow, 1996a). A adoção de uma metodologia de valoração específica que obtenha aceitação geral também possibilitaria maior comparabilidade entre as companhias.

Outras informações que seriam úteis caso fossem oferecidas com relação ao

principal recurso dos clubes, seriam os detalhes da vida útil do bem; por exemplo, a duração média dos contratos dos jogadores, e o período de contratos que estarão válidos ao término do ano contábil do clube. Na demonstração de contas de 1997 os clubes *Leeds United*, *Manchester United* e *Newcastle United*, as informações desta natureza estão limitadas ao comentário de que eles tomaram as medidas necessárias para assegurar contratos mais longos para os jogadores a fim de proteger seus investimentos pós-*Bosman*. As informações mais detalhadas são fornecidas pelo *Aston Villa* e *Tottenham Hotspurs*, os quais quantificam o período de tempo para cessação dos contratos de jogadores nos seguintes termos:

“... a grande maioria da linha de frente de nosso time, de acordo com seus contratos, estarão jogando nas próximas três temporadas, o que nos dá uma certa proteção contra as implicações da regra de *Bosman*”.

(Declaração do diretor do *Tottenham Hotspurs* no Relatório anual de 1997).

“... a estratégia da diretoria é proteger o investimento feito pelo clube no seu plantel de jogadores assegurando a presença de jogadores jovens com contratos de longo prazo... ao final do ano o clube tinha uma equipe de jogadores com idade média inferior a 25 anos, dos quais mais da metade estão assegurados em contratos válidos para além do ano 2000”.

(Declaração do diretor do *Aston Villa* no Relatório anual de 1997).

Além das declarações dos executivos dos clubes, os relatórios auditados resumem em suas notas explicativas a forma de amortização/depreciação dos ativos pertinentes.

4.2 AS IMPLICAÇÕES DO FRS 10

A *FRS (Financial Report Standards) nº 10, Goodwill and Intangible Assets*, foi introduzida pelo *ABS* em dezembro de 1997 para ser aplicado pelas companhias após 23 de dezembro de 1998 (Morrow, 1999). A questão de como as companhias deveriam considerar como *goodwill* uma variedade inteira de ativos tais como marcas, patentes e licenças, foi assunto de controvérsia.

A *FRS 10* foi principalmente introduzida para padronizar a forma qual grandes empresas multinacionais como *Grand Metropolitan* e *Guinness* (que se fundiram para formar a *Diageo*) e a *Cadbury-Schweppes* adotariam para contabilizar o seu *goodwill* e as marcas que surgiriam face à aquisição de outras companhias.

O *ASB (1995)* define ativo como direitos ou outro acesso a benefícios econômicos futuros controlados por uma entidade como resultado de transações ou eventos passados. O benefício econômico futuro de um clube de futebol ocorre principalmente pela performance dos seus jogadores. Os atletas habilitam um clube a gerar renda através de bilheteria, comercialização de produtos, direitos televisivos, patrocínio etc. Dessa forma, a inclusão do custo de aquisição de um jogador como ativo é pertinente uma vez que ele é uma forma de investimento para geração de receitas futuras.

A *FRS 10* definiu que os ativos intangíveis adquiridos separadamente em uma negociação deveria ser capitalizado pelo seu custo, desde que os ativos intangíveis sejam identificáveis (capaz de serem vendidos separadamente) e controlados pela entidade através de propriedade legal. Na seção de definição dos padrões contábeis, a *ASB* estabelece “*a team of skilled staff*” como exemplo onde benefícios econômicos futuros fluirão para a entidade, mas que a entidade não tem controle

sobre esses benefícios para reconhecê-los como ativos intangíveis. Porém, a natureza incomum de um contrato com um jogador de futebol significa que o clube tem o controle sobre o atleta durante o termo contratual, e conseqüentemente sugere que jogadores adquiridos devam ser reconhecidos como ativos intangíveis (Morrow, 1996a). Não obstante, para aqueles clubes que não pretendiam capitalizar o custo de aquisição dos jogadores no Balanço Patrimonial, a questão do controle parecia fornecer a melhor oportunidade de refutar a contabilização dos jogadores conforme tratamento contábil de capitalização exigido pelo normativo.

Na prática, quando um clube assina um contrato com um jogador é exigido que o custo de aquisição seja contabilizado no Balanço e a amortização ocorra pelo prazo de vigência do contrato. Esses custos são escriturados como ativos fixos intangíveis no Balanço Patrimonial.

A norma também exige que os ativos intangíveis devam ser analisados face à desvalorização no final do primeiro exercício financeiro após a aquisição e em outros períodos se algum evento ou mudanças circunstanciais indiquem que os valores investidos não possam ser recuperados.

Segundo Morrow (1999) vários clubes como *Aston Villa*, *Chelsea*, *Coventry City*, *West Ham United*, *Celtic* e *Hibernian* divulgam a avaliação financeira dos seus jogadores como um valor realizável pela venda. O valor de venda é o valor presente dos fluxos de caixa futuros obtidos com a utilização desse ativo.

Há também o questionamento acerca do registro contábil dos jogadores de futebol em decorrência da forma como ele chega ao clube: por formação nas categorias de base ou pela aquisição no mercado de transferência. A *FRS 10* declara que um jogador desenvolvido internamente pode ser reconhecido como um

ativo intangível se ele tiver um valor de mercado *prontamente determinável*. A ASB, no entanto, afirma que um ativo somente possui valor de mercado se, primeiro, pertence a uma população homogênea de ativos que são equivalentes em todos os cumprimentos essenciais, e secundariamente, se existe um mercado dinâmico, provado por transações freqüentes, para aquela população de ativos. É improvável que um serviço prestado por um jogador de futebol seja considerado homogêneo e que haja um valor de mercado prontamente aceitável. O mais adequado seria sua comparação com as marcas, que por sua natureza jamais serão iguais. Esses ativos são considerados como sendo semelhantes mas não equivalentes em todos os cumprimentos essenciais. Para Morrow (1999) ao passo que razões teóricas válidas para não se distinguir contabilmente entre atletas formados no clube e aqueles adquiridos, a distinção é necessária para atender o FRS 10. O requisito para um mercado de valor prontamente determinável tende a impedir a reavaliação a valores superiores de um jogador adquirido no mercado de transferência.

Existe dúvida se a introdução do FRS 10 irá melhorar a qualidade e a consistência dos relatórios financeiros dos clubes de futebol. Frequentemente grandes somas de dinheiro são gastas pelos clubes na aquisição de jogadores. Do ponto de vista contábil tem sido uma situação anômala que vários clubes do Reino Unido tenham optado por registrar essas somas como receitas ou despesas, distorcendo, conseqüentemente as informações disponíveis sobre o desempenho financeiro e sobre o valor de seus ativos. Um benefício encontrado pelo requisito que todos os clubes devam “ativar” os jogadores adquiridos no mercado de transferência é que haverá melhoria em termos de comparação na indústria do futebol. Um benefício adicional é que melhorará a posição financeira de vários

clubes, aumentando a representatividade do balanço patrimonial, tornando-o mais concreto.

Um exemplo citado por Morrow (1999) faz alusão ao exercício contábil de 1997 onde clubes como *Leicester City* (com ações negociadas no mercado de capitais) e outros como *Coventry City*, *Derby Country* e *Dunfermline Athletic* (clubes não-cotados) apresentaram passivos maiores do que os ativos. O regulamento da transição da contabilização dos jogadores adquiridos para a nova regra determinava que o custo de aquisição dos jogadores adquiridos fossem anulados com lançamento para conta de lucros e perdas para serem relançados em seu ativo como custo menos amortização (daqueles contratos ainda em vigência). O resultado prático dessa cláusula é que um clube estará apto a apresentar balanços patrimoniais mais parecidos aos de empresas convencionais.

Os problemas, no entanto, vão além da questão da contabilização por custos históricos. O maior entrave surge pelo requisito de se distinguir um jogador adquirido no mercado daqueles formados no próprio time (ou ainda aqueles que se transferiram sem taxa de transferência a exemplo do caso Bosman). Em termos de geração de benefícios econômicos futuros para o clube empregador existe uma pequena distinção entre essas categorias de jogador, que pode evidentemente ser discutida, é que o alto valor da aquisição poderia trazer maior visibilidade e retorno para o clube. A diferenciação surge, no entanto, do requisito da ASB que uma transação ou evento passado é necessária para o reconhecimento de um ativo. Quando um clube adquire um jogador no mercado de transferência, o valor pago pela aquisição pode ser considerada uma transação passada que permite o reconhecimento do ativo. Conseqüentemente os balanços dos clubes que adquirem

os jogadores no mercado parecerão mais “saudáveis” do que aqueles que não são ativos nesse tipo de mercado. Os clubes que se concentram no desenvolvimento dos jogadores, além de não poderem contabiliza-los em seu Balanço como Ativos devem lançar para resultados todas as despesas incorridas no desenvolvimento dos atletas.

Modelos de avaliação de jogadores têm sido desenvolvido por economistas sendo que alguns têm sido utilizado na prática por clubes ou por instituições voltadas ao mercado de capitais (Morrow, 1999). Esses modelos poderiam ser usados para contabilizar o valor do atleta no ativo do clube detentor de seus direitos. Porém, embora a ASB tenha aceitado um número limitado de atletas desenvolvidos na equipe para serem lançados no Balanço Patrimonial dos clubes (pelo valor de mercado prontamente verificável), a inclusão de todos os demais jogadores dependeria de um modelo de contabilidade alternativa, cujos valores dos ativos fossem avaliados constantemente. No entanto o Balanço Patrimonial não reivindica para ser um instrumento de avaliação de qualquer companhia, independente da sua atuação econômica. Além disso as empresas dos mais diferentes ramos de atividade enfrentam problemas semelhante no que diz respeito ao tipo de informações que podem ou não ser inseridas em suas demonstrações financeiras. O futebol não é a única atividade onde os bens primários são os serviços prestados por pessoas. Admitindo que a mudança no modelo de contabilidade não é uma opção viável, uma alternativa para melhorar a qualidade a quantidade de informações deve ser avaliada.

Vários clubes ingleses que não registravam o custo de aquisição de seus jogadores em seus balanços, passaram a fazê-lo em consonância com o FRS 10. A

adoção dessa metodologia tem como pressuposto melhorar os critérios de comparação das informações financeiras dos clubes face às necessidades, dentre outros, dos analistas e investidores. A questão que deve ser discutida é se a FRS 10 possui efeito significativo na avaliação financeira de um clube de futebol uma vez que não tem efeito direto no fluxo de caixa (Morrow, 1999). Porém, na esfera tributária é que podem surgir os efeitos indiretos no fluxo de caixa. De acordo com a Deloitte & Touche (1998a), a carga tributária não será aliviada pelo registro em ativo do custo de aquisição do jogador no ano da sua transferência. Porém, nos anos subsequentes, a amortização do investimento, lançada em conta de resultados, deverá reduzir o impacto fiscal. O impacto real no fluxo de caixa, evidentemente não abordado pela outorga legal, serão os prováveis benefícios futuros esperados pelos investimentos em ativos.

4.3 A CONTABILIDADE DA MARCA

A importância da marca tem sido reconhecida há muito tempo por especialistas em administração e marketing. A contabilidade britânica começou a discutir a questão da marca em meados da década de 1980 (Morrow, 1999). Nessa época diversas companhias multinacionais do Reino Unido, principalmente empresas de alimentos e bebidas, tais como *Guinness* e *Grand Metropolitan*, decidiram capitalizar as marcas adquiridas por meio de incorporação de outras companhias como ativos em seu Balanço Patrimonial. Até a publicação do FRS 10, em dezembro de 1997, nenhuma regra contábil existia para esse assunto. O tratamento contábil exigido para as marcas está alinhado com os critérios adotados em relação aos jogadores de futebol: as marcas adquiridas separadamente ou

através da aquisição de outra companhia devem ser contabilizadas como ativos enquanto que aquelas geradas internamente não podem ser capitalizadas por serem ativos exclusivos e por não terem valor de mercado determinável (Morrow, 1999).

A questão das marcas no futebol é pertinente. Uma marca pode ser pensada como o nome pelo qual um produto pode ser reconhecido e vendido. Para um clube de futebol a marca é efetivamente o clube ou talvez com mais precisão o nome do clube. O valor de uma marca é uma variável que depende de quanto pode gerar em termos de renda para aquele clube. Muito do valor de uma marca está relacionado a fatores intangíveis como reputação, imagem e lealdade do consumidor. Como tal, muitos clubes de futebol considerariam eles mesmos como sendo marcas valiosas, principalmente no aspecto de fidelidade do cliente. Enquanto um apreciador contumaz de uma determinada marca de cerveja pode ser persuadido a experimentar outra marca, dificilmente um torcedor de um time será persuadido a consumir produtos e serviços de outros times.

A maioria das marcas dos clubes são o que pode ser descrito como marcas locais, ou seja, não se estendem para fora de sua limitação geográfica.

Outras marcas podem ser descritas como marcas internacionais, onde o reconhecimento do nome e sua comercialização atravessam os parâmetros geográficos. Na Inglaterra times como o *Manchester United* e *Liverpool* podem ser considerados como marcas internacionais. Cada um desses clubes possui reputação e perfil público que estende para outros países. Isso permite que eles gerem rendas ao longo do mundo pela comercialização de todos os tipos de produtos do clube, desde camisas oficiais até *whisky* e vinho. Os clubes podem também se aproveitar da tecnologia como a Internet para divulgar e comercializar os seus produtos. A

expansão da marca é latente no ramo futebolístico e os clubes estão tomando atitudes para aumentar o poder de comercialização.

Porém, apesar do potencial significativo de renda advindo da utilização da marca, o FRS 10 exige que elas fiquem fora do Balanço. Em cada clube, a marca é claramente gerada internamente, criada junto com a agremiação. Conforme citado anteriormente, os jogadores desenvolvidos internamente só podem ser reconhecidos como ativos intangíveis se houver para cada atleta um valor de mercado prontamente determinável. Isto exige que os recursos pertençam a uma população homogênea (equivalente em todos os requisitos materiais) e que exista um mercado ativo, comprovado por transações freqüentes para aqueles ativos. A visão do ASB é que as marcas geradas internamente (ou criadas junto com os clubes) não satisfazem qualquer um desses critérios, não devendo, conseqüentemente, serem reconhecidas nas demonstrações financeiras. As conseqüências dessas práticas podem levar a uma situação no mínimo peculiar. Por exemplo, o *Manchester United* e o *Liverpool* possuem marcas prontamente identificáveis e avaliáveis. Nenhum desses clubes, no entanto, pode reconhecer a sua marca como ativo intangível. Porém, se por hipótese o *Manchester United* adquirisse o comando do *Liverpool*, poderia incluir parte do custo de aquisição como um ativo em seu Balanço Patrimonial.

4.4 A CONTABILIDADE DOS ATIVOS FIXOS

Diferente do registro contábil dos jogadores, as instalações de um clube de futebol continuam sendo o seu maior ativo. A natureza dos estádios de futebol

significa que um investimento substancial deve gerar retorno suficiente, porém a utilização desse ativo não é freqüente.

Face a isso, diversos clubes ingleses melhoraram muito as suas instalações que acompanham os seus estádios, tais como escritórios, hotel, restaurantes etc, para fomentar o uso dos seus recursos. Outra alternativa é a locação do estádio para eventos musicais ou espetáculos diversos. Os estádios de futebol são similares às igrejas: alto investimento, alta manutenção e um espaço de tempo limitado para o seu uso primário

O modelo contábil adotado no Reino Unido está sob a convenção do custo histórico. Isto significa que os recursos são contabilizados pelo custo de aquisição. O *Companies Act 1985* modificou a convenção do custo histórico permitindo a reavaliação dos terrenos e construções em condições específicas. Dessa forma, os clubes de futebol podem incluir em seus balanços os valores a custo histórico ou por avaliação, ou ainda por uma combinação entre ambos. A tabela 3 resume as informações inclusas nas demonstrações financeiras do exercício social de 1997 acerca das suas instalações.

Tabela 3 - Critérios de contabilização de instalações

Clube	Valor contabilizado (£ milhões)	Método	Provisão para depreciação
<i>Premier League</i>			
Arsenal	25.2	Custo Histórico	Não
Aston Villa	18.7	Custo Histórico	Sim
Blackburn Rovers	35.8	Avaliação	Não
Leeds	12.4	Custo Histórico	Sim
Chelsea	51.2	DRC	Não
Coventry City	9.8	DRC	Não
Derby County	0.5	Avaliação	Sim
Everton	14.6	DRC	Não
Leicester City	10.9	DRC	Sim
Liverpool	23.0	Custo Histórico	Sim
Manchester United	54.3	Custo Histórico	Não
Middlesbrough	14.9	Custo Histórico	Sim
Newcastle United	31.5	Avaliação	Sim
Nottingham Forest	10.0	Custo Histórico	Sim
Sheffield Wednesday	23.9	DRC	Não
Southampton	3.4	Custo Histórico	Sim
Sunderland	0.4	Custo Histórico	Não
Tottenham Hotspurs	34.4	DRC	Sim
West Ham United	26.2	DRC	Não
Wimbledon	0	-	-
<i>Scottish Premier</i>			
Aberdeen	4.9	Custo Histórico	Sim
Celtic	27.5	Custo Histórico	Não
Dundee United	7.0	Custo Histórico	Sim
Dunfermline Athletic	0	-	-
Heart of Midlothian	8.0	DRC	Sim
Hibernian	0	-	-
Kilmarnock	8.0	DRC	Sim
Motherwell	1.7	Custo Histórico	Sim
Raith Rovers	2.9	Custo Histórico	Sim
Rangers	67.5	Avaliação	Não

Fonte: Morrow (1999, pg. 137)

A tabela 3 demonstra a extensão que existe em se levar o valor das propriedades ao Balanço dos clubes de futebol no Reino Unido, com valores acima de £60 milhões (*Rangers*) e outros com valores inferiores a £2 milhões (*Motherwell*). As diferenças podem ser explicadas por fatores como a dimensão do estádio, a data

de construção (se for registrado a custo histórico) e a frequência e parâmetros de reavaliação que ocorreram. Outro fator é o conjunto de recursos que formam o estádio. Em muitos clubes as instalações não são apenas compostas da arena esportiva. Vários clubes possuem campos de treinamento, restaurantes, lojas de conveniência, espaços para convenções etc. Outros clubes mais diversificados como *Rangers* e *Chelsea* possuem também propriedades como hotéis e escritórios. A Tabela 3 mostra que 14 clubes possuem seus próprios estádios e outras propriedades, incluídas e reavaliadas em suas demonstrações financeiras. As bases aceitáveis de avaliação são determinadas pela *Royal Institution of Chartered Surveyors* em sua *Appraisal and Valuation Manual* (RICS, 1995). As orientações mais relevantes estão incluídas nas ASB (*Exposure Draft FRED 17*) , *The Measurement of Tangible Fixed Assets* (ASB,1997).

O ASB recomenda a base DCR (*Depreciated Replacement Cost*) para a Avaliação de propriedades específicas. O DRC é definido como “a quantia agregada ao valor do terreno para o uso ou eventual substituição na mesma localidade mais o custo de substituição das edificações, deduzindo fatores como idade, condições, obsolescência e outros fatores relevantes; isso deve resultar na propriedade existente valer menos para a empresa do que uma nova substituição” (RICS 1995). As propriedades específicas, como os estádios de futebol, raramente são vendidas no mercado aberto para continuidade da sua utilização, exceto como parte da venda de uma companhia inteira. Os exemplos fornecidos pela RICS incluem escolas, universidades, hospitais e refinarias de petróleo.

Devido à falta de transações comparativas, a DCR poderia ser considerada a base mais apropriada para reavaliar os estádios de futebol. Não obstante, é uma

base insatisfatória (Morrow,1999); representa uma forma de avaliação da propriedade, mas em circunstâncias onde, por definição, nenhuma evidência de valor pode ser encontrada. O uso da DCR freqüentemente sugere uma avaliação mais alta que a base do mercado. Para Morrow (1999) “é difícil de acreditar que a maioria dos clubes que registraram os valores de propriedade por essa metodologia recuperariam o valor contabilizado em uma transação de mercado”.

4.5 A DEPRECIÇÃO

O SSAP 12, *Accounting for Depreciation* (ASB), requer que haja depreciação em todos os bens fixos que tenham uma vida útil finita. O objetivo do padrão é alocar o custo menos qualquer valor residual esperado ao longo dos períodos em que se espera obter benefícios do uso do bem que está sendo depreciado, para que possa refletir o uso anual do ativo.

Quando um bem tenha sido reavaliado, a subsequente depreciação deveria ser baseada na reavaliação e na vida útil remanescente. Como tal, o padrão é claro: ela se relaciona com a alocação dos custos em períodos de contabilidade apropriados. Porém, ela não se relaciona com as mudanças no valor do bem em si.

A despeito da clareza do padrão, muitas empresas do Reino Unido não incorporam o requerimento do SSAP 12 de depreciar todos os ativos fixos de vida útil finita (Morrow, 1999). Muitos clubes de futebol também falham em se adequar por não depreciar o valor de seus estádios. Suas justificativas são semelhantes às daquelas das cervejarias, hotéis e lojas; eles argumentam em sua nota de Políticas de Contabilidade que dado ao fato de que é uma política da empresa manter suas propriedades em certas condições, o valor residual estimado seria pelo menos igual

aos seus valores contábeis, neste caso não haveria depreciação porque a mesma seria imaterial.

A tendência crescente a não fazer a depreciação de certos bens, especialmente propriedades, é levada em consideração pelo ASB em sua ata de exposição FRED 17, *Measurement of Tangible Fixed Assets* (Mensuração de Ativos Fixos Tangíveis) . A ata de exposição apóia o SSAP 12, deixando claro que embora a vida útil de uma propriedade possa ser estendida por meio de manutenção periódica, poucos bens podem ser considerados como ativos com vida útil ilimitada. Assim sendo, a depreciação deveria ser aplicada. Vale a pena observar que no caso dos 11 clubes que não calcularam a depreciação de seus estádios, nenhum teve suas contas qualificadas pelos auditores dos clubes por não se adequarem a SSAP 12 (Morrow, 1999).

4.6 A QUESTÃO DOS SUBSÍDIOS PARA INVESTIMENTOS EM ESTÁDIOS

O *Taylor Report* induziu muitos clubes a investirem pesadamente em campos e instalações no início dos anos 90. Alguns clubes aproveitaram a oportunidade para mudarem para novos estádios; outros continuaram a fazer melhorias no estádio existente e aumentar a utilização do mesmo para maximizar as receitas advindas do bem. Estas obras são freqüentemente acompanhadas do recebimento de subsídios de organismos como o *Football Foundation* (Fundo Fiduciário do Futebol) ou do *Sports Council* (Conselho do Futebol). O Fundo Fiduciário do Futebol tem dado apoio ao desenvolvimento da indústria em todos os níveis desde 1975. Antes da introdução da Loteria Nacional, a principal fonte de receita do Fundo Fiduciário do Futebol eram os sorteios efetuados pelas empresas de futebol. Entretanto, a receita

do Fundo diminuiu de £37 milhões, no período anterior à Loteria Nacional, para aproximadamente £9 milhões por ano à medida que as empresas não puderam mais contribuir para o Fundo, como ocorrera no passado. Para assegurar o futuro do Fundo, e para que o mesmo continuasse a prover subsídios ao futebol em todos os níveis, em todo o Reino Unido, foi composto um novo pacote de financiamento. De acordo com este novo arranjo, o Fundo Fiduciário do Futebol recebe (a partir do ano de 2000):

- £ 5 milhões ao ano da Primeira Divisão a cada um dos próximos quatro anos, mais £ 5 milhões ao ano do Conselho de Esportes Britânico pelos próximos três anos para ajudar os clubes a completar trabalhos de segurança essenciais para que estejam em conformidade com o Relatório Taylor.
- O Conselho de Esportes Britânico e a Associação de Futebol fornecerão £10 milhões cada, durante os próximos quatro anos para possibilitar ao Fundo a continuidade de seus trabalhos de desenvolvimento de campos e melhorias de trabalho no âmbito do jogo, e que estão fora do escopo do Relatório Taylor.

O Fundo também continuará a se beneficiar da receita advinda dos sorteios (3% das apostas). Além disso, na Escócia, o Conselho de Esportes Escocês e o Fundo do Futebol fizeram uma parceria que dará apoio ao *Lottery Sports Fund* a para promoção de segurança no trabalho do Fundo do Futebol.

A prioridade atual do Fundo é ajudar na concessão de subsídios para projetos de desenvolvimento de trabalhos nos campos da *FA Premier League*, *Football League* e da *Scottish Football League*, para ajudar os clubes na implementação das recomendações do Relatório Taylor. A concessão de subsídios, da ordem de até £ 2 milhões por clube, está disponível para novos campos e arquibancadas, assentos, coberturas, segurança, trabalhos de melhoria etc.

O tratamento contábil dado aos subsídios está discriminado no SSAP 4 (ASB) e na Lei das Empresas, de 1985 (Companies Act). A regra básica é de que os subsídios deverão ser reconhecidos na demonstração de resultados, de modo que possam ser associados às despesas para as quais eles possam contribuir. Isto se aplica igualmente aos subsídios de capital (subsídios para dispêndio com ativos fixos). Quando uma empresa recebe um subsídio de capital, o padrão permite a compensação do subsídio contra o custo do ativo relacionado, com a designação de uma reserva de capital separada que, posteriormente, é liberada ou transferida para o demonstrativo de lucros e perdas durante toda a vida do bem relacionado. Contudo, de acordo com a Lei de Empresas de 1985, somente o último tratamento é permitido. Porém, insatisfeitos com os dois tratamentos permitidos pela SSAP 4, os clubes adotaram uma variedade extraordinária de tratamentos contábeis para espelhar os subsídios de capital recebidos. Por sua vez, estes tratamentos deverão ser considerados.

Segundo Morrow (1999), a maioria dos clubes (*Aston Villa*, *Blackburn Rovers*, *Derby County*, *Leicester*, *Liverpool*, *Manchester United*, *Middlebrough*, *Newcastle United*, *Nottingham Forest*, *Southampton*, *Sunderland*, *Tottenham Hotspurs*, *West*

Ham United, Aberdeen, Dundee United, Heart of Midlothian, Hibernian, Kilmarnock, Raith Rovers e Rangers) tentaram adotar a política requerida pela Lei das Empresas de 1985 e recomendada pelo SSAP 4. Isto envolve a aplicação do conceito de encontro de contas, pelo qual receita e despesa relacionadas são consideradas no demonstrativo de lucros e perdas do período ao qual se relacionam. Em outras palavras, o subsídio de receita é liberado, ou creditado à conta de lucros e perdas, e é considerado em relação às despesas de depreciação do ativo para o qual o subsídio foi concedido.

A lógica, ou até mesmo a aceitabilidade da adoção desta política contábil, não é clara nos casos do *Blackburn Rovers, Manchester United, Sunderland, West Ham United e Rangers*, uma vez que a Tabela 3 mostra que estes clubes não calculam a depreciação de seus estádios ou de bens de propriedade semelhantes. Desta forma, é difícil ver como o processo de casamento de contas está sendo feito já que não há custo passando pela conta de lucros e perdas com relação ao estádio contra o qual o subsídio foi efetuado. As notas da política de contabilidade do *Manchester United* e do *West Ham United* mostram claramente que os subsídios estão sendo vinculados à depreciação calculada sobre os ativos fixos comprados com os subsídios. Com base nas informações disponíveis ao público, uma conclusão possível é de que os subsídios recebidos por ambos os clubes, dizem respeito somente aos ativos fixos que são de fato depreciados, tais como instalações fixas, instalação de equipamentos, instalação de refletores, ao invés de se referirem aos bens de propriedade.

A diversidade de tratamentos adotados pelos clubes, com relação aos

subsídios recebidos, ainda é uma questão preocupante. Parece haver pouca justificativa para tamanha diversidade, principalmente se lembrarmos que há um padrão de contabilidade nesta área. Esta diversidade leva a dificuldades na interpretação das informações contábeis e, conseqüentemente, ausência de parâmetros de comparabilidade. Mais ainda, a ausência de uma explicação clara das políticas contábeis adotadas por alguns clubes, também traz preocupações adicionais.

4.7 O FLUXO DE CAIXA

Há muito que a importância do dinheiro em espécie nos negócios foi reconhecida. Se, por sua vez, o lucro nos dá uma medida do desempenho de uma entidade no longo prazo, é a habilidade desta entidade de manter um fluxo de caixa adequado que, em última instância, irá determinar a sua sobrevivência. Historicamente, esta ênfase na importância do fluxo de caixa tem tido grande importância para os clubes de futebol. Webb e Broadbent (1986) por exemplo, observaram que todas as decisões do usuário por eles identificadas como sendo em relação a clubes de futebol, sob a perspectiva financeira, estavam mais proximamente relacionadas às transações em espécie do que ao conceito de lucro. A natureza do negócio do futebol naquela época significava que tudo dependia do fluxo de caixa: os influxos eram originários principalmente das compras de ingressos e as saídas eram advindas principalmente do pagamento de salários, taxas de transferência e taxas de juros. Esta dependência do dinheiro em espécie para medir o progresso e a sobrevivência ainda prevalece em muitos clubes. Contudo, para os

clubes de ponta, poderia se argumentar que mudanças em seus procedimentos operacionais e financeiros, reduziram a ênfase que precisava ser dada ao fluxo de caixa, evidentemente sem desconsiderar a sua importância para qualquer negócio.

Um dos problemas significativos enfrentado por qualquer negócio em espécie é a imprevisibilidade dos fluxos de caixa. Para os clubes de futebol, historicamente, os fluxos de caixa principais resultavam da compra de ingressos para assistir os jogos. Como consequência qualquer coisa que afetasse a atração exercida pelo jogo (como por exemplo o baixo rendimento do clube, outras atrações de diversão, jogos no meio da semana que reduzem a frequência nos estádios, etc) ou qualquer coisa que pudesse até mesmo impedir a realização do jogo, como por exemplo as condições do tempo, teriam um impacto material nos fluxos de caixa. Entretanto, enquanto as entradas de caixa eram variáveis e imprevisíveis, as saídas de caixa eram previsíveis, certas e inevitáveis. Se acontecesse ou não o jogo, os jogadores tinham que ser pagos, embora custos adicionais como o pagamento de prêmios aos jogadores, pudessem ser evitados.

Hoje em dia, pode se argumentar que para os clubes de ponta, o futebol não é mais um negócio de dinheiro em espécie. Esta visão pode ser respaldada se considerarmos a mudança na natureza da receita e sua implicação nos fluxos de caixa internos dos clubes. As principais fontes de receita dos clubes modernos são predominantemente a venda de ingressos, receita de comerciais e contratos de patrocínio, receita televisiva e de propaganda de produtos. Os fluxos de caixa associados a cada uma destas fontes diferem entre si e serão analisados separadamente.

Receitas de ingressos

As receitas de ingressos, na forma tradicional em que os ingressos eram entregues pelos torcedores na entrada dos estádios uma vez por semana, eram a principal fonte de receita dos clubes. Embora o pagamento feito pelos torcedores na compra de ingressos continue a ser uma fonte de receita significativa para os clubes, grande parte destes recibos de ingresso hoje em dia é vendida antecipadamente para a temporada. A Tabela 4 mostra o nível de vendas de ingressos para a temporada, para os principais clubes da Inglaterra e Escócia, em relação à capacidade dos estádios.

Como pode ser observado na Tabela 4, muitos clubes têm uma proporção excepcional de compradores de ingressos para a temporada. Devido ao fato de que a maioria das vendas dos ingressos ocorre nos meses de verão anteriores ao começo da nova temporada, os clubes de ponta não precisam confiar nas fontes de receita incertas e variáveis, pois na verdade estes clubes estão efetivamente recebendo suas receitas, ou os proventos das vendas, com um ano de antecedência. Assim sendo, na verdade, há uma certeza muito maior de existência de uma fonte de receita certa para os clubes de futebol do que para outros negócios.

Tabela 4 – Volume de vendas de ingressos

Clube	Receita de ingressos (£ mil)	Número de ingressos vendidos (média por jogo)	Capacidade do estádio	Taxa de Ocupação (%)
<i>Premier League</i>				
Arsenal	10.632	NI	38.500	NI
Aston Villa	7.346	23.700	39.339	60,2
Blackburn Rovers	5.304	14.500	31.367	46,2
Leeds	6.562	18.000	40.000	45,0
Chelsea	NI	NI	41.000	NI
Coventry City	4.850	NI	23.662	NI
Derby County	4.425	18.364	30.000	61,2
Everton	NI	21.500	40.200	53,5
Leicester City	6.511	13.730	22.517	61,0
Liverpool	NI	25.000	35.000	71,4
Manchester United	30.111	40.000	56.387	70,9
Middlesbrough	NI	28.524	30.500	93,5
Newcastle United	25.505	32.124	36.610	87,7
Nottingham Forest	6.812	12.300	30.602	40,2
Sheffield Wednesday	6.223	12.670	39.859	31,8
Southampton	NI	9.000	15.000	60,0
Sunderland	NI	17.000	42.000	40,5
Tottenham Hotspurs	13.641	NI	33.208	NI
West Ham United	7.015	13.500	25.985	52,0
Wimbledon	NI	4.550	26.309	17,3
<i>Scottish Premier</i>				
Aberdeen	2.189	6.000	21.634	27,7
Celtic	10.626	42.500	47.500	89,5
Dundee United	NI	NI	12.616	NI
Dunfermline Athletic	NI	1.479	12.300	12,2
Heart of Midlothian	2.882	8.636	18.300	47,2
Hibernian	2.039	4.677	16.218	28,8
Kilmarnock	NI	4.600	18.128	25,4
Motherwell	NI	NI	13.742	NI
Raith Rovers	984	958	10.721	8,9
Rangers	NI	38.000	50.500	76,2

Fonte: Morrow (1999, pg.149)

Evidentemente que ainda há incerteza relacionada ao fato de que um nível alto de vendas de ingressos no auge de uma temporada, pode não se repetir no ano

seguinte se, por exemplo, o clube jogou mal ou se foi rebaixado. E isto cria um problema para os clubes que estão tentando conjugar dois orçamentos, dado que os jogadores, cujos salários representam o maior custo para os clubes, são empregados por meio de contratos de pelo menos três anos. Em outras palavras, ao passo que os custos são fixos no início de um período de três anos (ou mais), a receita é variável. Entretanto, este problema de casamento de contas surge da própria natureza do negócio do futebol, e como tal, não está relacionada especificamente com a contagem dos pagamentos em espécie e recibos.

O que a Tabela 4 mostra é que os clubes com altas vendas de ingressos para a temporada, tais como, *Middlebrough, Newcastle United e Celtic*, com taxas de ocupação em torno de 90%, estão em uma posição favorável, ou seja, recebem praticamente toda a sua renda da venda de ingressos, um número que provavelmente excede a soma de £10 milhões, antes mesmo que seja iniciado o campeonato. Contudo, é preciso observar que vários clubes introduziram esquemas por meio dos quais os torcedores podem pagar pela compra dos ingressos em prestações, pulverizando deste modo, as entradas de caixa para o clube. Entretanto, mesmo na eventualidade do não comparecimento do torcedor, a implicação da tabela 4 é que vários clubes têm uma fonte significativa de receita certa e previsível.

Patrocínio e receita comercial

A maioria dos clubes está agora envolvida em acordos de patrocínio substanciais, com empresas como a *Umbro, Scottish & Newcastle, Carlsberg e*

JVC.. Embora a natureza dos contratos de patrocínio seja variável de um clube para o outro, pelo menos parte destes acordos de patrocínio será recebida pelos clubes na forma de somas significativas no início do acordo, ou como é mais comum, anualmente no início de cada temporada.

Dependendo do acordo, outras quantias podem ser pagas em circunstâncias particulares, por exemplo se o clube for campeão da liga, ou se entrar na Liga Européia, ou ainda se evitar o rebaixamento. Conseqüentemente, em termos de fluxos de caixa, é bem provável que pelo menos parte do principal será pago antecipadamente, assim sendo, será uma fonte de receita certa e previsível. Um exemplo são os registros contábeis do *Manchester United* para o término do ano em 31 de julho de 2002 (*Annual Report 2002*), que incluía o valor de £22.3 milhões relativos a fonte de receita diferida que consistia de “ingressos para a temporada, patrocínio e outros elementos de receita recebidos antes do fim do ano para a próxima temporada do futebol...”.

Receita televisiva

A receita televisiva é uma fonte de receita cada vez mais importante. O total de pagamentos feito pela *FA Premier League* para a temporada de 2000/2001 (incluindo pagamentos feitos a clubes rebaixados) foi de £88.8 milhões, comparado a £ 41.3 milhões para a temporada anterior. Dessa forma, 50 por cento do dinheiro é distribuído igualmente entre os clubes da Primeira Divisão, 25 por cento é um pagamento baseado no mérito, dependendo da posição final na Divisão, e os 25 por cento restantes é uma taxa de uso de instalações que reflete o número de vezes que o jogo do clube é transmitido na televisão.

Os pagamentos são feitos aos clubes em intervalos não superiores a um trimestre, com um demonstrativo claro que mostra como foi feito o cálculo de cada taxa. Conseqüentemente, embora o montante total que os clubes irão receber da televisão não seja previsível ou certo, a metade da receita que é dividida entre os clubes, em uma base pró-rata, é uma receita certa e previsível em termos de fluxo de caixa.

Venda de Produtos

Há vários fatores que afetam o fluxo de caixa da venda de produtos. Para ser competitivo com outros negócios de atacado, há o chamado efeito do Natal, já que grande parte das vendas ocorre próximas ou no período de Natal. Há também um efeito sazonal. Normalmente as vendas de produtos serão menores na baixa temporada (e próximo ao fim da temporada). O efeito sazonal também existe num sentido mais convencional na venda de produtos como *kits* de réplicas, que evidentemente, depende em grande medida, em qualquer temporada, se o clube introduziu ou não um novo *kit* durante a temporada.

Embora a maioria dos clubes de ponta faça venda de seus produtos em catálogos e via *Internet*, não surpreende que grande parte das vendas de produtos ainda ocorra nos dias de jogos em casa.

Segundo Morrow (1999) pesquisa da *FA Premier League* feita com os torcedores levantou algumas provas de que o sucesso atual do time de fato resultou em maiores vendas de produtos durante a temporada, em que 90 por cento dos fãs de clubes que terminaram nos cinco primeiros lugares da Primeira Divisão compraram

alguns produtos em 1996/97, comparado a 86 por cento para os times que estavam entre os dez primeiros e 84 por cento para os clubes nas 5 posições finais. Contudo, este resultado também reflete o fato de que os grandes clubes, os que geram maior receita com vendas de produtos, tendem a ocupar as melhores posições dentro da Divisão.

Conseqüente e paradoxalmente, embora a venda de produtos seja um componente chave para as agremiações esportivas, para alguns clubes renomados pode ser a única fonte material de renda que é baseada em espécie, e assim sendo, pode-se presumir que seja uma fonte imprevisível. Contudo, os clubes de futebol se diferenciam de outros negócios no atacado, conforme discutido anteriormente neste capítulo, no sentido de que conta com uma fidelidade excepcional à marca. A pesquisa da *FA Premier League* feita com os torcedores indicou que apenas um em oito fãs na amostra total, não havia comprado absolutamente nenhum item de propaganda do clube nos últimos 12 meses. Curiosamente, a pesquisa também descobriu haver um relacionamento inverso entre a renda do torcedor e gastos com produtos do clube, em que a percentagem daqueles que não gastam com produtos, aumenta à medida que aumenta a renda do torcedor. Considerando todos estes fatores, observa-se que há uma demanda não-elástica por produtos de propaganda do clube. Isto é muito bom para os clubes já que significa que a receita advinda de produtos comercializados com a marca do clube, tem um grau de certeza associado a ela muito maior do que seria de se esperar em um ambiente de venda no atacado.

4.8 DISCLOSURE NO FUTEBOL

Observa-se que as empresas divulgam em seus relatórios anuais mais informações do que aquelas apresentadas em seus demonstrativos financeiros. Seja por uma atitude de imagem corporativa ou por pressões, pode ser que as empresas divulguem informações adicionais voluntariamente com a intenção de confirmar, por exemplo, a sua noção de responsabilidade social. As provisões legais e princípios regulamentares em algumas instâncias são mudados pelo governo, ou agências reguladoras, para que estejam em compasso com os valores sociais, e assim a divulgação é obrigatória.

Em 1993, a ASB introduziu o conceito da Revisão Financeira e Operacional (*Operating and Financial Review - OFR*) para as empresas do Reino Unido. A intenção era ter um ponto forte que fosse mais persuasivo que uma obrigatoriedade, assim sendo, este conceito não é um Padrão Contábil. Ao invés disso, ele foi elaborado como uma formulação e desenvolvimento das melhores práticas. No intuito de beneficiar os bons relatórios financeiros, a sua utilização foi comentada tanto pelo *Hundred Group of Financial Directors*, quanto pela Bolsa de Valores de Londres. O raciocínio lógico por trás do OFR é que em vista da grande complexidade dos negócios, acreditava-se haver uma necessidade crescente de haver uma discussão objetiva para a análise e explicação das principais características subjacentes aos resultados e posição financeira de uma empresa.

Embora direcionada a grandes empresas com ações no mercado, o ASB de fato sugere que *“outras empresas cotadas, especialmente as pequenas ou aquelas que operam em áreas especializadas ou altamente competitivas, são conclamadas a*

seguirem o espírito da Declaração e fazerem os maiores esforços para adaptarem as diretrizes detalhadas às suas circunstâncias particulares” (ASB, 1993). É interessante considerar se os clubes de futebol poderiam utilizar mais um instrumento como o OFR como um meio de divulgação de informações que não estão incluídas em seus demonstrativos financeiros ou se dariam informações adicionais para os itens já incluídos.

No momento, pouquíssimos clubes de futebol incluem um OFR autônomo em seus relatórios anuais. Isto não é surpreendente, primeiramente porque o OFR não é um padrão, e em segundo lugar, ele só é sugerido como “as melhores práticas” para grandes empresas, uma categoria que não inclui a maioria dos clubes de futebol. Um fator adicional é que não há requerimento que estabeleça que tipo de informação discriminada pela ASB deva ser incluído em um único documento. Muitas empresas preferem incorporar algumas das questões abordadas pela ASB nas estruturas de seções tais como Relatório do Diretor Executivo ou do Presidente. Esta abordagem foi adotada por vários clubes listados. O relatório anual de 1997 também nos dá exemplos de Revisões Financeiras e Revisões de Negócios, assim como de Revisões do Futebol e Revisões dos Gerentes. Em muitos casos, estes relatórios foram usados para divulgar algumas informações do tipo OFR. Embora as Revisões de Futebol possam ser mais parecidas com Revisão Operacional, na maioria dos casos, foram feitas poucas tentativas para relacionar estas atividades aos resultados (financeiros) do negócio, conforme é sugerido pela ASB. Frequentemente, o relatório toma a forma de uma revisão da temporada do futebol.

Devido à flexibilidade da OFR, existem varias questões naquele documento

que os clubes de futebol poderiam abordar com legitimidade. A idéia por trás do OFR é de que ele deveria assegurar que os leitores podem entender completamente a natureza do grupo, e ajudá-los a compreender seu potencial de negócios futuro. Mais especificamente, há duas áreas em que divulgações mais informativas por parte dos clubes de futebol ajudariam a alcançar este objetivo: primeiramente as informações relativas à avaliação de jogadores, e em segundo lugar com relação ao investimento (renda) no treinamento e desenvolvimento do time.

4.9 TREINAMENTO E DESENVOLVIMENTO

Uma segunda área na qual os clubes de futebol poderiam melhorar significativamente a divulgação de informações, é com relação aos Investimentos Futuros. A ASB observa que os usuários de relatórios anuais estão interessados em saber até que ponto os diretores buscaram manter e melhorar a receita futura ou lucros futuros. Um aspecto importante de investimento para o futuro é o dispêndio com ativos fixos em itens tais como novas instalações para treinamento. Vários clubes já divulgam informações relativas a investimentos desta natureza na parte narrativa de seus relatórios anuais, embora nenhum clube os quantifique. As despesas em outras áreas também podem ser relevantes, em maior ou menor grau, como uma forma de investimento futuro.

De relevância particular para os clubes de futebol é o investimento de receita em treinamento e desenvolvimento. Mais uma vez, tal investimento é de natureza de um bem fixo intangível. Entretanto, ele não seria reconhecido nos demonstrativos financeiros porque ele não está de acordo com os critérios gerais de aceitação para

o reconhecimento de um bem conforme estabelecido na Afirmação de Princípios, ou nos critérios mais específicos designados no FRS 10, ou até mesmo os critérios discriminados nos Padrões de Práticas Contábeis (SSAP) 13, Contabilidade para Pesquisa e Desenvolvimento .

Apesar disso, a importância fundamental do treinamento e desenvolvimento de jogadores jovens é bem reconhecida na indústria do futebol em todos os âmbitos por clubes, associações e representantes de jogadores. Muitos clubes de fato discutem aspectos relativos ao seu trabalho de desenvolvimento de jovens jogadores, normalmente no Relatório da Diretoria. Além de divulgar informações dos investimentos para expansão dos ativos fixos, vários clubes mencionam questões tais como a criação de academias de jovens, a importância de desenvolvimento de novos talentos, e o desempenho de times jovens. A informação tende a ser de natureza muito genérica, com poucas divulgações específicas ou quantitativas, que possibilitaria aos usuários dos relatórios avaliar a eficácia de tais gastos com treinamento e desenvolvimento. Clubes tais como o *Everton* e o *Sunderland* identificaram jogadores que fizeram progresso para entrar no time principal ou que alcançaram reconhecimento internacional.

Muitos dos gastos com treinamento e desenvolvimento de jogadores evidentemente são despesas de longo prazo, que por natureza produzem resultados incertos e subjetivos. Contudo, os clubes deveriam estar aptos a prover informação quantitativa significativa; como por exemplo o número de aprendizes, jogadores jovens e estudantes em treinamento atuando no clube, a percentagem destes que progredem para as categorias profissionais, o número de técnicos empregados, os

gastos com a equipe de treinamento e mudanças na estrutura dos mesmos, etc. Informações desta natureza dariam uma visão muito mais abrangente da posição da organização e de seu potencial futuro.

5. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A avaliação de empresas tem sido objeto de diversas linhas de pesquisa, que buscam no arcabouço teórico conceber modelos que ilustrem o valor de uma empresa ou quanto se deve pagar por seus resultados futuros, considerando elementos inerentes ao retorno e ao risco.

Segundo Cornell (1994), o objetivo de uma avaliação é o de estimar o valor justo de mercado de uma empresa face à estimativa de preço pelo qual uma propriedade trocária de mãos entre um comprador e um vendedor. Helfert (2000) define o valor justo de mercado como o valor de qualquer ativo ou grupo de ativos quando comercializado em um mercado organizado ou entre partes privadas em uma transação.

A definição do valor de uma empresa é um procedimento complexo que exige uma coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo. Existem diversos modelos de avaliação, embutindo, todos eles, determinados pressupostos e variados níveis de subjetividade.

Cornell (1994) identifica quatro modelos de avaliação de empresas: a) a avaliação pelo valor contábil ajustado; b) a avaliação pelo preço das ações e o montante de dívidas; c) a avaliação por múltiplos de mercado e d) a avaliação pelo fluxo de caixa descontado.

A metodologia de avaliação de empresas pelo Fluxo de Caixa Descontado tem suas origens no trabalho de Modigliani e Miller de 1961, intitulado “*Dividend policy, growth and the valuation of shares*”.

Para Assaf Neto (2003) o estudo dos modelos envolve uma crítica aos métodos patrimoniais baseados no princípio de custo, abordando desde o custo

histórico até o corrente corrigido e que, pelo maior rigor conceitual e coerência com a moderna teoria de Finanças, a prioridade é dada aos modelos de avaliação baseados no Fluxo de Caixa Descontado.

Copeland *et al.* (2002) focam seu trabalho na avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado, mas enumeram outras formas alternativas de indicar valor ao justificar a superioridade desse método. Os indicadores citados por Copeland são o lucro por ação, o retorno sobre o patrimônio líquido e o valor de mercado adicionado (*Market Value Added* – MVA). Copeland destaca que a avaliação pelo fluxo de caixa descontado é a melhor porque é a única que exige informações completas da empresa. Para compreender a criação de valor é preciso delinear uma visão de longo prazo, gerenciando todos os fluxos de caixa com base tanto na demonstração de resultados quanto no balanço patrimonial, e entender como comparar fluxos de caixa de diferentes períodos de tempo em uma base ajustada ao risco. O modelo delineado por Copeland *et al.* (2002) insere o conceito de valor contínuo dos fluxos:

$$\text{Valor Contínuo} = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g}$$

onde ,

FCF_{T+1} = nível normalizado do fluxo de caixa livre ao fim do primeiro ano após o período de previsão explícita;

g = taxa prevista de crescimento na perpetuidade;

WACC = Custo Médio Ponderado do Capital

Segundo Damodaran (1997), o método do Fluxo de Caixa Descontado procura determinar o valor da empresa com base na capacidade de remunerar seus acionistas no longo prazo, por meio de fluxos de caixa futuros esperados para a empresa. Sua principal característica é a de explicitar as variáveis-chaves (*value drivers*) para a formação do valor de avaliação e permitir a simulação dos mais diferentes cenários e premissas macroeconômicas, estratégicas, operacionais e financeiras quando da projeção dos fluxos de caixa.

A abordagem do Fluxo de Caixa Descontado se baseia no conceito de que um investimento agrega valor se gerar retorno sobre o investimento superior ao retorno que se poderia obter em investimentos de nível e risco semelhante (Copeland et al., 2002).

Segundo Brealey e Myers (1998) o valor de uma empresa é normalmente calculada como o valor presente dos fluxos de caixa para um horizonte de avaliação adicionado do valor de perpetuidade do negócio, também a valor presente.

A aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado tem suas premissas essenciais:

- a) o fluxo de caixa projetado, que pode ser definido como os recursos líquidos gerados pelas operações das empresas e que ficarão à disposição para distribuição aos acionistas. Sua projeção é determinada a partir de modelos de simulação aplicáveis à empresa. Esses modelos levam em conta as variáveis de natureza econômico-financeira que têm maior impacto na formação de fluxos de caixas futuros ;
- b) o valor residual , que é o valor do negócio ao final do período de análise, ou seja, o valor que os acionistas podem esperar obter com a alienação das

ações no final do horizonte de projeções adotado, ou então , o valor do fluxo de caixa perpétuo considerado ao se assumir um estado de equilíbrio da empresa a partir de certa data. A partir de então assume-se, geralmente, uma taxa de crescimento constante na projeção dos fluxos de caixa;

- c) a taxa de desconto, que será utilizada para calcular o valor presente dos fluxos de caixa futuros e que pode ser determinada pelo método do Custo Médio Ponderado do Capital (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*) que pondera o custo de oportunidade dos acionistas e o custo do capital de terceiros. O custo de oportunidade dos acionistas pode ser calculado pelo modelo CAPM (*Capital Asset Price Model*), que utiliza a seguinte equação:

$$E(R) = R_f + \beta(E[R_m - R_f])$$

Onde R_f = taxa livre de risco; β = beta da empresa; $E(R_m)$ = retorno esperado sobre o índice de mercado; e $E(R_m - R_f)$ = prêmio para ações.

5.1 APLICAÇÃO DO MODELO DE AVALIAÇÃO AO CLUBE DE FUTEBOL MANCHESTER UNITED

O *Manchester United PLC* (*public limited company*) é uma *holding* que possui as seguintes subsidiárias:

- *Manchester United Football Club*;
- *Manchester United Catering*;
- *Manchester United Interactive*;

- *MUTV*, o canal oficial do clube, é uma parceria entre o *Manchester United PLC*, *Granada* e *British Sky Broadcasting*, sendo que cada sócio possui 33,33% da *MUTV*.

A assembléia de acionistas é a principal autoridade do *Manchester United* e é responsável por designar a composição da Diretoria Executiva. O *Manchester United* começou suas operações na Bolsa de Valores de Londres no ano de 1991.

Segundo o *Annual Report 2003*, o *Manchester United* conta com aproximadamente 50 milhões de fãs espalhados pelo mundo e a estratégia do grupo está fundamentada nos seguintes pilares:

- Manter o desenvolvimento das operações comerciais de compra e venda de jogadores renomados e ampliar a estrutura de desenvolvimento de novos atletas;
- Alavancar a consciência da marca global do grupo por meio do desenvolvimento de novos produtos e serviços, gerando novo valor para as marcas registradas;
- Controlar e desenvolver novas rotas de mídia para atender as necessidades dos consumidores da marca como vendas pelo *website* (parceria com a Terra Lycos) e o lançamento do *MU Now!* (parceria com a Vodafone);
- Converter um número ainda maior de fãs por meio da implementação do CRM (*customer relationship management*), habilitando novos patrocinadores.

Para a aplicação do modelo de avaliação pelo Fluxo de caixa Descontado foram consideradas as informações históricas, a legislação contábil e as perspectivas numéricas com base no *Annual Report* 2003. Segundo o relatório de desempenho, O *Manchester United* realizou trinta e três jogos em seu estádio, *Old Trafford*, atraindo 2,2 milhões de espectadores (uma média de 67.000 pagantes por jogo). A renda média por espectador é de £28,00, sendo que no estádio há 5.765 assentos executivos que representam 30% da receita de bilheteria.. Em cada partida são vendidas aproximadamente 3.700 refeições. O *Annual Report* 2003 destaca , também, o crescimento das receitas advindas da mídia esportiva, que representam 32% da arrecadação total do *Manchester United*. Na temporada 2002/2003 o Manchester United contou com novos patrocinadores: *Budweiser, Pepsi, Dimension data, Lycos, Ladbrokes, Wilkinson Sword, Century Radio e Fuji*.

Para o desenvolvimento do modelo de avaliação foram construídos os seguintes quadros:

- Quadro 1 - Demonstração de Resultados do Exercício do período de 1999 a 2003;
- Quadro 2 - Balanço Patrimonial do período de 1999 a 2003;
- Quadro 3 - Demonstração do Fluxo de Caixa do período de 2000 a 2003;
- Quadro 4 - Indicadores de Desempenho do período de 1999 a 2003;
- Quadro 5 - Projeção de Dados quantitativos até 2003;

- Quadro 6 - Balanço Patrimonial Projetado até 2008;
- Quadro 7 - Demonstração de Resultados projetada até 2008;
- Quadro 8 - Indicadores de Desempenho projetados até 2008;
- Quadro 9 - Fluxo de Caixa projetado até 2008;
- Quadro 10 - Variáveis de avaliação;
- Quadro 11 - Fluxo de Caixa Descontado.

Os Quadros 1, 2 e 3 foram realizados com base nas informações contidas no *Financial Statements – 31/07/2003* (Anexo 1) e no *Annual Report 2002/2003* (disponível em <<http://ir.manutd.com/manutd/findata/reports/>>), demonstrando as variações patrimoniais, os resultados econômicos, o fluxo de caixa e as perspectivas de crescimento ressaltados nos relatórios da Diretoria.

Observou-se que a variação do volume de vendas foi gerada pelo aumento de jogos domésticos (£8,5 milhões), pelo novo contrato de patrocínio com a Nike (£3,5 milhões no primeiro ano e £20,7 milhões a partir do segundo ano), além das participações na Champions League (£27,6 milhões) e demais contratos com patrocinadores e direito de imagem (£128,7 milhões).

A partir das Demonstrações Financeiras foi construído o Quadro 4 para ilustrar o desempenho em face dos indicadores fundamentalistas..

Quadro 1 - Demonstração de Resultados do Exercício - £'000

Item	jul/99	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03
Vendas	110.674	116.005	129.569	146.062	173.001
Custo dos Produtos Vendidos	-23.934	-20.134	-22.120	-15.685	-16.567
Lucro Bruto	86.740	95.871	107.449	130.377	156.434
Depreciação Máq/Equipamentos	-4.565	-5.052	-6.514	-6.923	-7.283
Amortizações	-10.192	-13.092	-10.173	-17.647	-21.018
Despesas Operacionais	-51.672	-63.028	-71.930	-90.389	-101.362
Lucro Operacional Líquido	20.311	14.699	18.832	15.418	26.771
Juros passivos	-324	-221	-10	-465	-630
Juros ativos	2.008	677	737	492	314
Outras receitas/despesas financeiras	-1.777	0	0	-504	-454
Lucro Após Resultado Financeiro	20.218	15.155	19.559	14.941	26.001
Despesas/Receitas Não-Operacionais	2.193	1.633	2.219	17.406	13.344
Lucro Antes dos Impostos	22.411	16.788	21.778	32.347	39.345
Impostos	-8.211	-7.023	-4.838	-6.841	-9.564
Lucro Líquido Após Impostos (NPAT)	14.200	9.765	16.940	25.506	29.781
Participação dos minoritários	0	0	0	0	0
Dividendos	-4.676	-4.936	-5.195	-8.053	-10.391
Lucros Retidos	9.524	4.829	11.745	17.453	19.390

Fonte: Manchester United Annual Report 2002/2003

Quadro 2 – Balanço Patrimonial - £'000

Ativo	jul/99	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03
Caixa e Bancos	5.520	12.419	0	933	28.576
Títulos	35.615	0	0	0	0
Contas a Receber	5.606	8.471	9.709	22.117	14.255
Estoques	3.305	4.007	2.209	196	208
Outros ativos circulantes	6.451	9.228	10.872	10.162	28.442
Ativo Circulante	56.497	34.125	22.790	33.408	71.481
Terrenos e Edificações	83.799	102.054	106.739	113.888	116.202
Máquinas, Equipamentos e Instalações	31.444	42.140	42.500	46.233	42.235
Depreciação acumulada	-15.825	-19.685	-26.529	-31.792	-32.911
Ativo Fixo Líquido	99.418	124.509	122.710	128.329	125.526
Outros Investimentos	1.150	1.591	1.792	1.789	1.604
Intangíveis/Goodwill	30.125	32.315	71.117	82.209	68.518
Ativo Permanente	130.693	158.415	195.619	212.327	195.648
Total de Ativos	187.190	192.540	218.409	245.735	267.129
Passivo	jul/99	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03
Empréstimos bancários de curto prazo	1.722	1.856	1.237	362	277
Contas a pagar	15.630	11.431	10.669	21.579	12.579
Fornecedores	5.290	6.519	8.896	10.604	11.490
Credores diversos	16.060	19.905	24.133	20.914	25.856
Passivo Circulante	38.702	39.711	44.935	53.459	50.202
Empréstimo bancário de longo prazo	1.856	0	1.050	688	2.391
Exigível a Longo Prazo	1.856	0	1.050	688	2.391
Impostos diferidos	38.696	37.879	47.732	54.145	57.703
Exigível a Longo Prazo e Provisões	40.552	37.879	48.782	54.833	60.094
Ações Ordinárias	25.977	25.977	25.977	25.977	25.977
Lucros acumulados	81.959	88.973	98.715	111.466	130.856
Fundo de acionistas	107.936	114.950	124.692	137.443	156.833
Minoritários	0	0	0	0	0
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	187.190	192.540	218.409	245.735	267.129

Fonte: Manchester United Annual Report 2002/2003

Número de Ações	259.768	259.768	259.768	259.768	259.768
Preço corrente das ações (jul/03)	3,5	2,9	1,7	1,1	1,45

Quadro 3 – Fluxo de Caixa - £'000

Item	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03
Lucro Operacional Líquido	14.699	18.832	15.418	26.771
Depreciação/Amortização	18.144	16.687	24.570	28.301
EBITDA	32.843	35.519	39.988	55.072
Itens Operacionais				
(+)/- Ativo Circulante Operacional	-6.344	-1.084	-9.685	-10.430
+/- Passivo Circulante Operacional	875	5.843	9.399	-3.172
Fluxo de Caixa Operacional Líquido	27.374	40.278	39.702	41.470
Retorno s/ investimentos e Juros				
Juros recebidos	677	737	492	314
Juros pagos	-221	-10	-465	-630
Dividendos	-4.936	-5.195	-8.053	-10.391
Fluxo de caixa de juros e dividendos	-4.480	-4.468	-8.026	-10.707
Tributação				
Pagamento de impostos	-7.023	-4.838	-6.841	-9.564
Variação dos impostos diferidos	-817	9.853	6.413	3.558
Fluxo de caixa para tributação	-7.840	5.015	-428	-6.006
Investimentos				
Instalações, Máquinas e Equipamentos	-43.235	-14.888	-30.189	-25.498
Outros invest., intangíveis e <i>goodwill</i>	-2.631	-39.003	-11.593	13.422
Títulos Mobiliários	35.615	0	0	0
Fluxo de Caixa de Investimentos	-10.251	-53.891	-41.782	-12.076
Não-operacionais				
Receitas/Despesas não-operacionais	1.633	2.219	17.406	13.344
Fluxo de caixa de não-operacionais	1.633	2.219	17.406	13.344
Reavaliação				
Reavaliação	2.185	-2.003	-4.702	0
Fluxo de Caixa antes Financiamentos	8.621	-12.850	2.170	26.025
Financiamentos				
Ações Ordinárias	0	0	0	0
Empréstimos bancários de curto prazo	134	-619	-875	85
Empréstimos bancários de longo prazo	-1.856	-1.050	-362	1.703
Fluxo de Caixa dos Financiamentos	-1.722	431	-1.237	1.618
Fluxo de Caixa Total	6.899	-12.419	933	27.643

A variação de Disponibilidades entre o período 2002 e 2003 deveu-se, principalmente à parte do recebimento pela venda dos jogadores David Beckham,

Stam e Veron, gerando, ainda, valores a receber contabilizados em aproximadamente £35,4 milhões.

Quadro 4 - Indicadores de Desempenho

Item	jul/99	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03
Retorno					
Retorno s/ Vendas (NPAT/Vendas %)	12,83	8,42	13,07	17,46	17,21
Giro do Ativo (Vendas/Ativo Total)	0,59	0,6	0,59	0,59	0,65
Alavancagem (Ativo Total/PL)	1,73	1,67	1,75	1,79	1,7
Retorno s/ PL	13,16	8,49	13,59	18,56	18,99
Lucratividade					
Margem Bruta (%)	78,37	82,64	82,93	89,26	90,42
Margem Operacional (%)	18,35	12,67	14,53	10,56	15,47
Margem Líquida	20,25	14,47	16,81	22,15	22,74
Retorno s/ Capital Empreg.-ROCE(%)	18,5	12,79	14,98	11,16	16,81
Retorno s/capital Investido - ROIC (%)	11,54	7,32	11,54	8,78	12,70
Retorno s/ Ativos	10,85	7,63	8,62	6,27	10,02
Eficiência Operacional					
Prazo Médio de Estoques (dias)	50,4	72,64	36,45	4,56	4,58
Prazo Médio de Recebimento (dias)	18,49	26,65	27,35	55,27	30,08
Prazo Médio de Pagamentos (dias)	238,36	207,23	176,05	502,16	277,14
Ciclo Operacional	-169,47	-107,93	-112,25	-442,33	-242,48
Estrutura Financeira					
Liquidez Corrente	1,46	0,86	0,51	0,62	1,42
Liquidez Seca	1,37	0,76	0,46	0,62	1,42
Capital Circulante (mil)	17.795	-5.586	-22.145	-20.051	21.279
Endividamento	3,31	1,61	1,83	0,76	1,7
Endividamento (Net Gearing)	-34,8	-9,19	1,83	0,09	-16,52
Solvência	62,69	66,51	1.883,20	33,16	42,49
Indicadores de Fluxo de Caixa					
EBITDA/Vendas (%)	-	28,31	27,41	27,38	31,83
FC Operac. Líq./Vendas	-	23,6	31,09	27,18	23,97
FC antes dos Financ./Vendas	-	7,43	-9,92	1,49	15,04
Indicadores de Mercado					
Número de ações	259.768	259.768	259.768	259.768	259.276
Preço da ação	3,5	2,9	1,7	1,1	1,45
Valor de mercado das ações	909.188	753.327	441.606	285.745	375.950
Lucro por ação	0,05	0,04	0,07	0,1	0,11
Preço/Lucro	64,03	77,15	26,07	11,20	12,62
Dividendos por ação	0,02	0,02	0,02	0,03	0,04
Valor de Merc. das ações/valor cont.	8,42	6,55	3,54	2,08	2,4
Valor Patrimonial da Empresa (VE)	912.766	755.183	443.892	286.794	378.618
VE/EBITDA	-	22,99	12,5	7,17	6,87
Indicadores de crescimento					
Lucros retidos/Vendas	8,61	4,16	9,06	11,95	11,21
Crescimento de Vendas	-	4,82	11,69	12,73	18,44
Margem Líquida	12,83	8,42	13,07	17,46	17,21
Lucros retidos/Lucro líquido	67,07	49,45	69,33	68,43	65,11
Giro do Ativo	0,59	0,6	0,59	0,59	0,65

O Quadro 5 apresenta um conjunto de indicadores realizados entre 1999 e 2003, os quais, em conjunto com as premissas acerca das peculiaridades econômicas que definem a capacidade de geração de caixa dos clubes esportivos (contratos com patrocinadores, mídia, transferências de atletas, forma de depreciação e seus efeitos tributários) e com as informações contidas no Chairman's statement (disponível em <<http://ir.manutd.com/manutd/findata/reports/>>) permitiram a projeção desses indicadores para o período de 2004 a 2008 (média ajustada em face das informações contidas nos relatórios de suporte citados).

O Quadro 5 possibilitou a construção dos Quadros 6, 7, 8 e 9, partindo das premissas de crescimento de vendas, das variações estimadas de investimentos, endividamentos e geração de caixa.

Observa-se que, no Balanço Patrimonial Projetado (Quadro 6) a estimativa de participação do Ativo Circulante (exceto as disponibilidades) corresponde a 18% do volume de Vendas. Já o Passivo Circulante projetado representa 33% do total de Vendas. As projeções de investimentos em Ativos Fixos denotam um crescimento de £2 milhões ao ano enquanto que os investimentos em intangíveis (atletas, marcas etc.) variam na ordem de £20 milhões ao ano.

No Exigível a Longo Prazo, o item de maior materialidade são os Impostos Diferidos que representam, em média, 35% do volume de vendas anuais.

Quadro 5 – Dados Projetados

Item	jul/99	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03	jul/04	jul/05	jul/06	jul/07	jul/08
	<i>Atual</i>	<i>Atual</i>	<i>Atual</i>	<i>Atual</i>	<i>Atual</i>	<i>Projetado</i>	<i>Projetado</i>	<i>Projetado</i>	<i>Projetado</i>	<i>Projetado</i>
Vendas	110.674,0	116.005,0	129.569,0	146.062,0	173.001,0	193.761,1	217.012,5	243.053,9	272.220,4	304.886,9
Crescimento de Vendas		4,8%	11,7%	12,7%	18,4%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
CMV/Vendas	21,6%	17,4%	17,1%	10,7%	9,6%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Taxa de Depreciação	4,6%	4,1%	5,3%	5,4%	5,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Desp. Operac./Vendas	46,7%	54,3%	55,5%	61,9%	58,6%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%
Taxa média de Juros pagos	9,1%	-	0,4%	44,3%	23,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Taxa média de Juros receb.	0,6%	5,5%	-	-1,3%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Result. Não Operac./Vendas	2,0%	1,4%	1,7%	11,9%	7,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Alíquota média de Impostos	36,6%	41,8%	22,2%	22,1%	24,3%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Média de dividendos pagos	32,9%	50,5%	30,7%	31,6%	34,9%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Variação de Ativo Fixo		25.091	-1.799	5.619	-2.803	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Variação de intangíveis		2.190	38.802	11.092	-13691	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Ativo Circulante/Vendas	46,1%	18,7%	17,6%	22,2%	24,8%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Passivo Circulante/Vendas	33,4%	32,6%	33,7%	36,4%	28,9%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Empréstimos/Vendas	3,2%	1,6%	1,8%	0,7%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Impostos diferidos/Vendas	35,0%	32,7%	36,8%	37,1%	33,4%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
Ações Ordinárias		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Preço corrente das ações	3,50	2,90	1,70	1,10	1,45	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10

Quadro 6 – Balanço Patrimonial Projetado - £'000

Ativo	jul/99	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03	jul/04	jul/05	jul/06	jul/07	jul/08	
	<i>Atual</i>					<i>Projetado</i>					
Caixa e Bancos	5.520,0	12.419,0	0,0	933,0	28.576,0	60.979,3	73.475,3	90.909,9	113.897,6	143.125,5	
Títulos	35.615,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Contas a Receber	5.606,0	8.471,0	9.709,0	22.117,0	14.255,0	11.587,7	12.978,3	14.535,7	16.279,9	18.233,5	
Estoques	3.305,0	4.007,0	2.209,0	196,0	208,0	169,1	189,4	212,1	237,5	266,1	
Outros ativos circulantes	6.451,0	9.228,0	10.872,0	10.162,0	28.442,0	23.120,2	25.894,6	29.002,0	32.482,2	36.380,1	
Ativo Circulante	56.497,0	34.125,0	22.790,0	33.408,0	71.481,0	95.986,3	112.537,5	134.659,6	162.897,3	198.005,1	
Terrenos e Edificações	83.799,0	102.054,0	106.739,0	113.888,0	116.202,0	117.668,9	119.135,7	120.602,6	122.069,4	125.536,3	
Máquinas, Equipamentos e Instalações	31.444,0	42.140,0	42.500,0	46.233,0	42.235,0	42.768,1	43.301,3	43.834,4	44.367,6	44.900,7	
Depreciação acumulada	-15.825,0	-19.685,0	-26.529,0	-31.792,0	-32.911,0	-39.814,9	-46.449,1	-52.828,5	-58.966,9	-64.877,8	
Ativo Fixo Líquido	99.418,0	124.509,0	122.710,0	128.329,0	125.526,0	120.622,1	115.987,9	111.608,5	107.470,1	103.559,2	
Outros Investimentos	1.150,0	1.591,0	1.792,0	1.789,0	1.604,0	1.604,0	1.604,0	1.604,0	1.604,0	1.604,0	
Intangíveis/Goodwill	30.125,0	32.315,0	71.117,0	82.209,0	68.518,0	88.518,0	108.518,0	128.518,0	148.518,0	168.518,0	
Ativo Permanente	130.693,0	158.415,0	195.619,0	212.327,0	195.648,0	210.744,1	226.109,9	241.730,5	257.592,1	273.681,2	
Total de Ativos	187.190,0	192.540,0	218.409,0	245.735,0	267.129,0	306.600,4	338.647,4	376.390,1	420.489,4	471.686,3	
	Passivo	jul/99	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03	jul/04	jul/05	jul/06	jul/07	jul/08
Empréstimos bancários de curto prazo	1.722,0	1.856,0	1.237,0	362,0	277,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Contas a pagar	15.630,0	11.431,0	10.669,0	21.579,0	12.579,0	16.110,5	18.043,7	20.209,0	22.634,1	25.350,2	
Fornecedores	5.290,0	6.519,0	8.896,0	10.604,0	11.490,0	14.715,8	16.481,6	18.459,4	20.674,6	23.155,5	
Credores diversos	16.060,0	19.905,0	24.133,0	20.914,0	25.856,0	33.114,9	37.088,7	41.539,4	46.524,1	52.107,0	
Passivo Circulante	38.702,0	39.711,0	44.935,0	53.459,0	50.202,0	63.941,2	71.614,1	80.207,8	89.832,7	100.612,7	
Empréstimo bancário de longo prazo	1.856,0	0,0	1.050,0	688,0	2.391,0	1.937,6	2.170,1	2.430,5	2.722,2	3.048,9	
Exigível a Longo Prazo	1.856,0	0,0	1.050,0	688,0	2.391,0	1.937,6	2.170,1	2.430,5	2.722,2	3.048,9	
Impostos diferidos	38.696,0	37.879,0	47.732,0	54.145,0	57.703,0	71.691,6	80.294,6	89.930,0	100.721,6	112.808,1	
Exigível a Longo Prazo e Provisões	40.552,0	37.879,0	48.782,0	54.833,0	60.094,0	73.629,2	82.464,7	92.360,5	103.443,8	115.857,0	
Ações Ordinárias	25.977,0	25.977,0	25.977,0	25.977,0	25.977,0	25.977,0	25.977,0	25.977,0	25.977,0	25.977,0	
Lucros acumulados	81.959,0	88.973,0	98.715,0	111.466,0	130.856,0	143.053,0	158.591,6	177.844,8	201.235,9	229.239,6	
Fundo de acionistas	107.936,0	114.950,0	124.692,0	137.443,0	156.833,0	169.030,0	184.568,6	203.821,8	227.212,9	255.216,6	
Minoritários	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	187.190,0	192.540,0	218.409,0	245.735,0	267.129,0	306.600,4	338.647,4	376.390,1	420.489,4	471.686,3	

Quadro 7 - Demonstração de Resultados do Exercício Projetada - £'000

Item	jul/99	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03	jul/04	jul/05	jul/06	jul/07	jul/08
	<i>Atual</i>					<i>Projetado</i>				
Vendas	110.674	116.005	129.569	146.062	173.001	193.761	217.013	243.054	272.220	304.887
Custo dos Produtos Vendidos	-23.934	-20.134	-22.120	-15.685	-16.567	-21.314	-23.871	26.736	29.944	33.538
Lucro Bruto	86.740	95.871	107.449	130.377	156.434	172.447	193.141	216.318	242.276	271.349
Depreciação Máq/Equipamentos	-4.565	-5.052	-6.514	-6.923	-7.283	-6.904	-6.634	-6.379	-6.139	-5.911
Amortizações	-10.192	-13.092	-10.173	-17.647	-21.018	-21.018	-21.018	-21.018	-21.018	-21.018
Despesas Operacionais	-51.672	-63.028	-71.930	-90.389	-101.362	-120.132	-134.548	-150.693	-168.777	-189.030
Lucro Operacional Líquido	20.311	14.699	18.832	15.418	26.771	24.394	30.941	38.227	46.343	55.391
Juros passivos	-324	-221	-10	-465	-630	-24	-19	-22	-24	-27
Juros ativos	2.008	677	737	492	314	0	0	0	0	0
Outras receitas/despesas financeiras	-1.777	0	0	-504	-454	-454	-454	-454	-454	-454
Lucro Após Resultado Financeiro	20.218	15.155	19.559	14.941	26.001	23.916	30.468	37.752	45.865	54.909
Despesas/Receitas Não-Operacionais	2.193	1.633	2.219	17.406	13.344	0	0	0	0	0
Lucro Antes dos Impostos	22.411	16.788	21.778	32.347	39.345	23.916	30.468	37.752	45.865	54.909
Impostos	-8.211	-7.023	-4.838	-6.841	-9.564	-5.979	-7.617	-9.438	-11.466	-13.727
Lucro Líquido Após Impostos (NPAT)	14.200	9.765	16.940	25.506	29.781	17.937	22.850	28.314	34.399	41.182
Participação dos minoritários	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos	-4.676	-4.936	-5.195	-8.053	-10.391	-5.740	-7.312	-9.060	-11.008	-13.178
Lucros Retidos	9.524	4.829	11.745	17.453	19.390	12.197	15.539	19.253	23.391	28.004

Quadro 8 - Fluxo de Caixa Projetado

Item	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03	jul/04	jul/05	jul/06	jul/07	jul/08
	<i>Atual</i>				<i>Projetado</i>				
Lucro Operacional Líquido	14.699	18.832	15.418	26.771	24.394	30.941	38.227	46.343	55.391
Depreciação/Amortização	18.144	16.687	24.570	28.301	27.922	27.652	27.397	27.157	26.929
EBITDA	32.843	35.519	39.988	55.072	52.316	58.593	65.625	73.500	82.320
Itens Operacionais									
(+)/- Ativo Circulante Operacional	-6.344	-1.084	-9.685	-10.430	8.028	-4.185	-4.688	-5.250	-5.880
+/(-) Passivo Circulante Operacional	875	5.843	9.399	-3.172	14.016	7.673	8.594	9.625	10.780
Fluxo de Caixa Operacional Líquido	27.374	40.278	39.702	41.470	74.360	62.081	69.531	77.875	87.219
Retorno s/ investimentos e Juros									
Juros recebidos	677	737	492	314	0	0	0	0	0
Juros pagos	-221	-10	-465	-630	-24	-19	-22	-24	-27
Dividendos	-4.936	-5.195	-8.053	-10.391	-5.740	-7.312	-9.060	-11.008	-13.178
Fluxo de caixa de juros e dividendos	-4.480	-4.468	-8.026	-10.707	-5.764	-7.332	-9.082	-11.032	-13.206
Tributação									
Pagamento de impostos	-7.023	-4.838	-6.841	-9.564	-5.979	-7.617	-9.438	-11.466	-13.727
Variação dos impostos diferidos	-817	9.853	6.413	3.558	13.989	8.603	9.635	10.792	12.087
Fluxo de caixa para tributação	-7.840	5.015	-428	-6.006	8.010	986	198	-675	-1.641
Investimentos									
Instalações, Máquinas e Equipamentos	-43.235	-14.888	-30.189	-25.498	-23.018	-23.018	-23.018	-23.018	-23.018
Outros invest., intangíveis e goodwill	-2.631	-39.003	-11.593	13.422	-20.454	-20.454	-20.454	-20.454	-20.454
Títulos Mobiliários	35.615	0	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo de Caixa de Investimentos	-10.251	-53.891	-41.782	-12.076	-43.472	-43.472	-43.472	-43.472	-43.472
Não-operacionais									
Receitas/Despesas não-operacionais	1.633	2.219	17.406	13.344	0	0	0	0	0
Fluxo de caixa de não-operacionais	1.633	2.219	17.406	13.344	0	0	0	0	0
Reavaliação	2.185	-2.003	-4.702	0	0	0	0	0	0
Fluxo de Caixa antes dos Financiamentos	8.621	-12.850	2.170	26.025	33.134	12.264	17.174	22.696	28.901
Ações Ordinárias	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Empréstimos bancários de curto prazo	134	-619	-875	85	-277	0	0	0	0
Empréstimos bancários de longo prazo	-1.856	-1.050	-362	1.703	-453	233	260	292	327
Fluxo de Caixa dos Financiamentos	-1.722	431	-1.237	1.618	-730	233	260	292	327
Fluxo de Caixa Total	6.899	-12.419	933	27.643	32.403	12.496	17.435	22.988	29.228

Quadro 9 - Indicadores Projetados

Item	jul/99	jul/00	jul/01	jul/02	jul/03	jul/04	jul/05	jul/06	jul/07	jul/08
	<i>Atual</i>					<i>Projetado</i>				
Retorno										
Retorno s/ Vendas (NPAT/Vendas %)	12,83	8,42	13,07	17,46	17,21	9,26	10,53	11,65	12,64	13,51
Giro do Ativo (Vendas/Ativo Total)	0,59	0,6	0,59	0,59	0,65	0,63	0,64	0,65	0,65	0,65
Alavancagem (Ativo Total/PL)	1,73	1,67	1,75	1,79	1,7	1,81	1,83	1,85	1,85	1,85
Retorno s/ PL	13,16	8,49	13,59	18,56	18,99	10,61	12,38	13,89	15,14	16,14
Lucratividade										
Margem Bruta (%)	78,37	82,64	82,93	89,26	90,42	89,00	89,00	89,00	89,00	89,00
Margem Operacional (%)	18,35	12,67	14,53	10,56	15,47	12,59	14,26	15,73	17,02	18,17
Margem Líquida	20,25	14,47	16,81	22,15	22,74	12,34	14,04	15,53	16,85	18,01
Retorno s/ Capital Empreg.-ROCE(%)	18,5	12,79	14,98	11,16	16,81	14,27	16,57	18,53	20,15	21,45
Retorno s/capital Investido - ROIC (%)	11,54	7,32	11,54	8,78	12,70	17,83	20,71	23,17	25,19	26,81
Retorno s/ Ativos	10,85	7,63	8,62	6,27	10,02	7,96	9,14	10,16	11,02	11,74
Eficiência Operacional										
Prazo Médio de Estoques (dias)	50,4	72,64	36,45	4,56	4,58	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90
Prazo Médio de Recebimento (dias)	18,49	26,65	27,35	55,27	30,08	21,83	21,83	21,83	21,83	21,83
Prazo Médio de Pagamentos (dias)	238,36	207,23	176,05	502,16	277,14	275,89	275,89	275,89	275,89	275,89
Ciclo Operacional	-169,47	-107,93	-112,25	-442,33	-242,48	-252,17	-252,17	-252,17	-252,17	-252,17
Estrutura Financeira										
Liquidez Corrente	1,46	0,86	0,51	0,62	1,42	1,50	1,57	1,68	1,81	1,97
Liquidez Sêca	1,37	0,76	0,46	0,62	1,42	1,50	1,57	1,68	1,81	1,97
Capital Circulante (mil)	17.795	-5.586	-22.145	-20.051	21.279	31.915	40.923	54.452	73.065	97.392
Endividamento	3,31	1,61	1,83	0,76	1,7	1,15	1,18	1,19	1,20	1,19
Endividamento (<i>Net Gearing</i>)	-34,8	-9,19	1,83	0,09	-16,52	-34,93	-38,63	-43,41	-48,93	-54,89
Indicadores de Fluxo de Caixa										
EBITDA/Vendas (%)	-	28,31	27,41	27,38	31,83	27,00	27,00	27,00	27,00	27,00
FC Operac. Liq./Vendas	-	23,6	31,09	27,18	23,97	38,38	28,61	28,61	28,61	28,61
FC antes dos Financ./Vendas	-	7,43	-9,92	1,49	15,04	17,10	5,65	7,07	8,34	9,48
Indicadores de Mercado										
Número de ações	259.768	259.768	259.768	259.768	259.276	259.276	259.276	259.276	259.276	259.276
Preço da ação	3,5	2,9	1,7	1,1	1,45	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Valor de mercado das ações	909.188	753.327	441.606	285.745	375.950	285.204	285.204	285.204	285.204	285.204
Lucro por ação	0,05	0,04	0,07	0,1	0,11	0,07	0,09	0,11	0,13	0,16
Preço/Lucro	64,03	77,15	26,07	11,20	12,62	15,90	12,48	10,07	8,29	6,93
Dividendos por ação	0,02	0,02	0,02	0,03	0,04	0,02	0,03	0,03	0,04	0,05
Valor de Mercado das ações/valor cont.	8,42	6,55	3,54	2,08	2,4	1,69	1,55	1,40	1,26	1,12
Valor Patrimonial da Empresa (VE)	912.766	755.183	443.892	286.794	378.618	287.141	287.374	287.634	287.926	288.253
VE/EBITDA	-	22,99	12,5	7,17	6,87	5,49	4,90	4,38	3,92	3,50

Quadro 10 - Variáveis do Fluxo de Caixa

CAPM – Capital Asset Price Model	
Taxa Livre de Risco*	5,00%
Prêmio de Risco*	6,00%
Beta*	0,70
Taxa de crescimento (perpetuidade)	1,00%
CAPM	9,20%

Custo Médio Ponderado do capital (WACC)	
<i>Ano Base - 2003</i>	
Valor de mercado das ações - £'000	375.950
CAPM	9,20%
Passivo Oneroso - £'000	2.668
Juros pagos	630
Custo da Dívida	23,61%
Capital Total - £'000	378.618
WACC	9,30%

*Fonte: Bloomberg

Quadro 11 – Fluxo de caixa Descontado - £'000

Item	jul/03	jul/04	jul/05	jul/06	jul/07	jul/08	Perpetuidade
Free Cash Flow							
Lucro Operacional	26.771	24.394	30.941	38.227	46.343	55.391	55.945
Depreciação/Amortização	28.301	27.922	27.652	27.397	27.157	26.929	27.198
EBITDA	55.072	52.316	58.593	65.625	73.500	82.320	83.143
Varição de ativos e passivos operac.	-13.602	22.044	3.488	3.906	4.375	4.900	4.949
Fluxo de Caixa Operacional Líquido	41.470	74.360	62.081	69.531	77.875	87.220	88.092
Investimentos de expansão	-12.076	-43.472	-43.472	-43.472	-43.472	-43.472	-43.907
Fluxo de Caixa de Tributos	-6.006	8.010	986	198	-675	-1.641	-1.657
Fluxo de Caixa Operacional Livre	23.388	38.897	19.595	26.256	33.728	42.107	42.528
Impostos sobre juros	-153	-6	-5	-5	-6	-7	-7
Fluxo de Caixa Livre (FCF)	23.235	38.891	19.590	26.251	33.722	42.100	42.521
Valor Presente	21.258	32.555	15.003	18.393	21.618	24.692	457.214

Avaliação da Empresa pelo Fluxo de Caixa Descontado - £'000

Valor Presente dos FCF	133.519
Valor Presente da Perpetuidade	300.472
Valor da Empresa	433.991
Dívidas de Curto e Longo Prazo	-2.688
Valor Patrimonial ajustado	431.303

A avaliação do clube de futebol Manchester United , pelo método do fluxo de caixa descontado, demonstra uma estimativa de valor de £433.99 milhões. Tal montante reflete o processo de migração do clube de futebol, visto anteriormente como elemento de cunho essencialmente social e de entretenimento, para um novo modelo corporativo, onde a maximização de resultados financeiros é impulsionada por diversos vetores peculiares que diferenciam essa atividade das demais vigentes no cenário econômico. O valor estimado reflete a inserção dos clubes de

futebol no mercado financeiro, direcionado pela capacidade de geração de caixa oriunda de suas características singulares descritas neste trabalho.

6. CONCLUSÃO

O objetivo da pesquisa foi analisar a influência das características específicas dos clubes de futebol na aplicação do modelo de avaliação financeira pelo Fluxo de Caixa Descontado.

O trabalho foi desenvolvido com base em referenciais teóricos sobre a economia dos esportes profissionais (notadamente beisebol, basquete, futebol americano e futebol) culminando na avaliação sistêmica do futebol no Reino Unido. A escolha do Reino Unido para a pesquisa deveu-se à quantidade de produção científica sobre economia, contabilidade e finanças aplicadas ao futebol, destacando os trabalhos dos catedráticos Stephen Morrow (*Heriot-Watt University, Edinburgh*), S. Dobson e B. Gerrard (*Leeds University Business School*) e S. Szymanski (*Imperial College of London*).

Foram ressaltados os aspectos econômicos, marcados pela dinâmica das relações de mercado, onde o comportamento dos agentes esportivos e a necessidade de profissionalização da gestão dos clubes de futebol inseriram a questão da lucratividade como fator preponderante para o sucesso de uma agremiação. Além disso, foram abordadas as peculiaridades inerentes à própria natureza dos times profissionais, a questão da mídia no esporte, o mercado de transferência de jogadores, a contabilidade aplicada ao futebol (contabilização dos atletas, das transferências, dos ativos fixos e dos investimentos), e os aspectos de finanças corporativas dos clubes de futebol.

Os novos paradigmas do mundo corporativo indicam o sucesso sustentável depende não somente do crescimento competitivo mas também do crescimento crítico dos padrões de negócios. Segundo Morrow (1999) uma investigação

promovida pela *Royal Society for the Encouragement of Arts*, denominada *Commerce and Manufactures into Tomorrow's Company* (RSA,1995), indicou dois temas de relevância que podem ser analisados sobre o prisma do futebol profissional. O primeiro tópico diz respeito à necessidade das empresas adotarem uma abordagem diretamente relacionada ao negócio e, secundariamente, a necessidade das companhias manterem uma forte licença para operar no mercado.

A abordagem relacionada ao foco no negócio não abrange somente o papel dos acionistas e as medidas financeiras, mas também a liderança do negócio, as necessidades de investimentos, o relacionamento com pessoas e com a sociedade. A licença para operar se refere á necessidade crescente das companhias manterem a confiança pública na legitimidade de sua conduta nas operações e nos negócios. Na indústria do futebol, os fatores preponderantes para fortalecer o *negócio* do clube e conseqüentemente capacita-lo para operar em um mercado competitivo na busca de maximização de resultados e agregação de valor envolvem a autoridade esportiva, os agentes governamentais, a mídia, a comunidade, os torcedores, os acionistas, os agentes financeiros, a legislação e os próprios jogadores de futebol.

Todas essas abordagens são fundamentais para a projeção das demonstrações financeiras que irão balizar a capacidade de geração de caixa futuro de uma equipe de futebol.

Pode-se verificar que o mercado futebolístico na Europa, sob a ótica econômico-financeira, apresentou um crescimento inadvertido na década de 1990, provocando efeitos inflacionários nas transações que envolviam jogadores, patrocínio e mídia esportiva. Houve uma superavaliação dos clubes esportivos e dos contratos subjacentes a eles. Esse fenômeno inflacionário começou a se reverter a

partir da falência de grandes empresas da mídia esportiva como a suíça *ISL* e a alemã *Kirch*, provocando inevitáveis correções no cenário econômico do futebol.

Em relação ao fluxo de caixa dos clubes de futebol, cuja abordagem se restringiu ao Reino Unido, verificou-se uma ruptura do modelo que enfatizava as receitas advindas da venda de ingressos para uma nova estrutura albergada no conceito de criação de valor. Dessa forma, o negócio futebol foi aprimorado por gestão profissional buscando maximizar os resultados para os clubes e respectivamente para os seus mandatários. A inclusão dos clubes de futebol no mercado de ações provocou uma mudança substancial na administração dos clubes, estabelecendo relações inovadoras de parcerias, patrocínios, comunicação institucional e imagem. Esses fatores constituem direcionadores fundamentais para a capacidade de geração de caixa dos times esportivos.

Novos investidores têm-se apresentado nos negócios do futebol, criando uma diversidade de ações em busca da obtenção de melhores resultados. Como exemplo dessa transversalização de investimentos esportivos pode-se citar a aquisição de 16,69% das ações do *Manchester United* pelo investidor norte-americano Malcolm Glazer, que é proprietário do *Tampa Bay Buccaneers* da liga de futebol profissional americana.

Como resultado da pesquisa acerca das variáveis particulares que dimensionam o fluxo de caixa dos clubes de futebol, estudou-se a avaliação do *Manchester United PLC*, *holding* controladora do clube de futebol inglês *Manchester United*, pelo método do Fluxo de Caixa Descontado.

Os dados para a construção do modelo de avaliação foram obtidos pelo *Annual Report 2003*, relatório anual do *Manchester United* contendo os

demonstrativos financeiros auditados e contabilizados conforme a legislação vigente na Inglaterra, principalmente nos aspectos de amortização de investimentos em ativos intangíveis.

A partir das informações dos exercícios de 1999 a 2003 pode-se fazer as projeções de acordo com o comportamento e perspectivas do mercado do futebol, esse período histórico fez-se necessário perante as correções naturais ocorridas em face da superavaliação da economia do futebol ocorrida no início da década de 1990. A partir da temporada 1997/98, observadas as incompatibilidades de crescimento desordenado, começou a ocorrer o ajuste empírico das transações esportivas, necessitando, ainda nos dias atuais, de mecanismos de gestão que fomentem a perenidade dos clubes de futebol, resgatando, talvez, a sua essência de entretenimento.

Após as definições dos parâmetros de projeção das demonstrações financeiras, foi elaborado o fluxo de caixa livre para os acionistas com horizonte até 2008 seguido das considerações propostas para a técnica de perpetuidade.

Dessa forma, foi possível traduzir o valor estimado do clube de futebol *Manchester United* em £433.991.000, considerando as variáveis de risco e custo dos recursos envolvidos, demonstrando a influência das características peculiares dos clubes de futebol no modelo de avaliação.

A abordagem do cenário futebolístico do Reino Unido deve fomentar novos estudos acerca da legislação societária, contabilidade e principalmente dos modelos de gestão aplicáveis aos clubes de futebol brasileiros.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ATKINSON, S., STANLEY, L., TSCHIHART, J. “*Revenue sharing as an incentive in an agency problem: an example from the National Football League*”. **The Rand Journal of Economics. Rand Corporation, vol. 19, n.1, p. 27-43, 1988.**

BAIMBRIDGE, M , CAMERON, S., DAWSON, P.. “*Satellite Television and the Demand for Football: A Whole New Ball Game?*” **Scottish Journal of Political Economy, vol. 43, n. 3, p. 317-333, 1996.**

BETTS, J. , HARVERSON, P.(1998) “*Wealth polarity grows in Italian football*”, **The Financial Times, 3 de Setembro.**

BREALEY, Richard, MYERS, Stewart. “*Fundamentos de Finanças.*” Lisboa: McGraw Hill, 1992.

BRUMMANS, R.J.J. , LANGENDIJK, H.P.A.G.. “*Human Resource Accounting in the Football Clubs: A Comparative Study of the Accounting Practices in the Netherlands and the UK*”. **University of Amsterdam Working Paper, 1995.**

CAMERON, S. “*Regulations of the Broadcasting of Sporting Events*”. **Economic Affairs, vol. 10, n. 33, p. 37-41, 1997.**

CARMICHAEL, F., THOMAS, D. *“Bargaining in the Transfer Market: Theory and Evidence”*. **Applied Economics**, vol.25, p. 1467-1476, 1993

COPELAND, Tom, KOLLER, Tim , MURRIN, Jack. *Avaliação de Empresas – Valuation. Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas*. São Paulo: Makron Books, 3ª ed., 2002.

CORNELL, B. *“Corporate Valuate Tools for Effective Appraisal and decision Making”*. New York: Mc Graw Hill Co., 1994

DAMODARAN, Aswath. *“Avaliação de Investimentos - Ferramentas e Técnicas para a determinação do Valor de Qualquer Ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DELOITTE & TOUCHE . *Annual Review of Football Finance*, 1997.

DOBSON, S. , GERRARD,B. *“Testing for a Rent Sharing in Football Transfer Fee: Evidence from the English Football League”*. **Leeds University Business School Discussion Paper E97/03**.

DOBSON, S., GODDARD, J.A. *“The Demand For Standing and Seated Viewing Accommodation in the English Football League”*. **Applied Economics**, vol. 24, p. 1155-1163, 1992.

FORT, R., QUIRK J. "*Cross-subsidization, incentives, and outcomes in professional team sports*". **Journal of Economic Literature**. Vol. 33, p. 1265 – 1299, 1995

GAZETA MERCANTIL. São Paulo, p. B-4, 14 de setembro de 1999

GAZETA MERCANTIL. São Paulo, p. C-8, 14 de outubro de 1999.

GRATTON, C., LISEWSKI, B. "*The Economics of Sport in Britain: A Case of Market Failure*". **British Review of Economics Issues**, vol.3, n.8, p. 63-75, 1981.

HARVERSON, P. "*Investors tackle the ups and downs of success*" **The Financial Times**, 03/05/1997.

HELPERT, B. A. "*Técnicas de Análise Financeira – Um Guia Prático para medir o desempenho dos negócios*". Porto Alegre: Bookman, 2000.

JOHNSON, A.T. "*Rethinking the Sport City Relationship: In Search of Partnership*". **Journal of Sport Management**, vol. 7, p. 61-70, 1993.

KAHN, L.M. "*Free Agency , Long Term Contracts and Compensation in Major League Baseball: Estimates from Panel Data*". **Review of Economics and Statistics**. Vol. 75, p. 157-164, 1993.

KANE, John. "Sports team valuation and venue feasibility" In REILLY, Robert, SCHWEIHS, Robert. Handbook of Advanced business valuation. New York: McGraw-hill, 2000.

KING, A. "New Directors, Customers, and Fans: The Transformation of English Football in the 1990s" **Sociology of Sport Journal**, vol. 14, p. 224-240, 1997.

KUYPER, T. "Football on the Box". **New Economy**, vol.4, n. 4, p. 207-211, 1997.

MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H. " Dividend policy, growth and Valuation of shares" **Journal of Business**, outubro 1961

MORRIS, P.E., MORROW, S., SPINK, P.M."EC Law and Professional Football: Bosman and its Implications". **Modern Law Review**, vol. 59, n. 6, p. 893-902, 1996.

MORROW, S. "Football Players as Human Assets. Measurement as the Critical Factor in Asset Recognition: A Case Study Investigation". **Journal of Human Resource Costing and Accounting**, vol. 1, n. 1, p. 75-97, 1996.

MORROW, S. "Accounting for Football Players. Financial and Accounting Implications of " Royal Club Liégeois and Others versus Bosman" for Football in

the United Kingdom". **Journal of Human Resource Costing and Accounting**, vol.2, n.1, p. 55-71, 1997.

NEALE, W.C. "*The Peculiar Economics of Professional Sports*", **Quarterly Journal of Economics**, vol. 78, n. 1, p. 1-14, 1964.

NETO, Alexandre Assaf. "*Finanças Corporativas e Valor*" São Paulo: Atlas, 2003.

PEEL, D. , THOMAS, D. "*Attendance Demand: an Investigation of Repeat Fixtures*". **Applied Economics Letters**, vol. 3, p. 391-394, 1996.

REILLY, B., WITT, R. "*English League transfer Prices: is there a racial dimension?*" **Applied Economics Letters**, vol.2, p. 220 – 222, 1995.

ROTTENBERG, S. "*The Baseball Player's Labour Market*". **Journal of Political Economy**, vol. 64, n.3, p.242-258, 1956.

SCULLY, G.M. "*Pay and Performance in Major League Baseball*". **American Economic review**, vol. 64, p. 915-930, 1974.

SILVA, César Augusto Tibúrcio, BOTELHO, Ducineli Régis, AMADOR, Renato Pereira, NIYAMA, Jorge Katsumi. III Encontro Ibero-Americano de Finanças e Sistemas de Informação. Cesimbra, Portugal, 2002.

SIMMONS, R. "*The Demand for English League Football: A Club-Level Analysis*". **Applied Economics**, vol.28, 139-155.

SLOANE, P. "*The Economics of Professional Football: The Football Club as a Utility Maximiser*". **Scottish Journal of Political Economy**. p. 121-146. Junho/1971.

SPEIGHT, A., THOMAS, D. "*Arbitrator decision in the transfer market: an empirical analysis*" **Scottish Journal of Political Economy**, vol. 44, p. 198 – 215, 1997

STEWART, G. "*The Retain and Transfer System: An Alternative Perspective*" **Managerial Finance**, vol. 12, n. 1, p. 25-29.

SZUSTER, Flávia Rechtman. "*Contribuição para o aprimoramento da informação contábil dos clubes desportivos brasileiros*". **Caderno IOB – Informações Objetivas**, vol. 44, 1ª semana Novembro/2001.

SZYMANSKI, S. "*April is the Cruellest Month*" **Soccer Analyst**, n. 9, p.5-8, 1998.

SZYMANSKI, S., SMITH, R. *"The English Football Industry: Profit, Performance and Industrial Structure"* **International Review of Applied Economics**, vol. 11, n.1, p. 135-153, 1997.

THOMAS, D. *"Recent Developments in Sporting Labour Markets: Free Agency and New Slavery"*. **Review of policy Issues**, vol. 2, p.19-28, 1996.

THWAITES, D *"Professional Football Sponsorship – Profitable or Profligate?"* **International Journal of Advertising**, vol.14, p. 149-164, 1995.

VALOR ECONÔMICO. Suplemento "The Economist". São Paulo, 04 de junho de 2002.

VROOMAN, J. *"A unified theory of capital and labour markets in major league baseball"* **Southern Economic Journal**, vol. 63, p. 594 – 619, 1997.

VROOMAN, J *" The baseball player's labour market reconsidered"* **Southern Economic Journal**, vol. 63, p. 339 – 360, 1996.

WEBB, B.J., BROADBENT, J.M. *"Finance and Football Clubs: What Cash Flow Analysis Reveals"*. **Managerial Finance**, vol. 3, n. 11, p. 6-10, 1986

WILLIAMS, J. *"The Local and the Global in English Soccer and the Rise of Satellite Television"*. **Sociology of Sport Journal**, vol. 11, p.376-397, 1994.

ZAK, Thomas, HUANG, Cliff, SIEGFRIED, John. *“Production efficiency: the case of professional basketball”*. **The Journal of Business. University of Chicago**, vol. 52, n. 3, p.379 –292, 1979.

ZHANG, J.J., PEASE, D.G., SMITH, D.W. *“The Relationship Between Broadcasting Media and Minor League Hockey Game Attendance”* **Journal of Sport Management**, vol. 12, p. 103-122, 1998.

8. REFERÊNCIAS DA *INTERNET*

ACCOUNTING STANDARDS BOARD – ASB. Disponível em <http://www.asb.org.uk/> . Acesso em diversas datas.

ASTON VILLA – SITE OFICIAL . Disponível em <http://www.avfc.premiumtv.co.uk> . Acesso em 18/12/2003.

FOOTBALL ASSOCIATION . Regulamentos da Premier League. Disponível em <http://www.premierleague.com/en/files/publications> . Acesso em diversas datas.

FOOTBALL FOUNDATION. Fundo Fiduciário do Futebol na Inglaterra. Disponível em <http://www.footballfoundation.org.uk> . Acesso em 09/10/2003.

HIBERNIAN – SITE OFICIAL. Disponível em <http://www.hibs.co.uk> . Acesso em 16/12/2003.

JSTOR - Sistema de informações on-line que permite acesso a periódicos e jornais. Disponível em <http://www.jstor.org> . Acesso em diversas datas.

MANCHESTER UNITED PLC – Annual report 2002/2003. Disponível em <http://ir.manutd.com/manutd/findata/reports/> . Acesso em diversas datas.

PROQUEST, Information and Learning. Sistema de informações que permite a consulta em diversos jornais e periódicos. Disponível em <<http://www.proquest.com>>. Acesso em diversas datas.

ROYAL INSTITUTION OF CHARTERED SURVEYORS – RICS. Disponível em <http://www.rics.org/about_us/property_solutions/valuations>. Acesso em diversas datas.

SCOTTISH FOOTBALL ASSOCIATION – SFA. Estatuto e regulamentos da Associação Escocesa de Futebol. Disponível em <<http://www.scottish.co.uk/publications>> . Acesso em 27/11/2003.

SPORT COUNCIL. Disponível em <<http://www.sportengland.org>>. Acesso em 31/10/2003

TOTTENHAM HOTSPURS – SITE OFICIAL . Disponível em <<http://www.spurs.co.uk/investors>> . Acesso em 10/12/2003.

UNION DES ASSOCIATIONS EUROPÉENNES DE FOOTBALL – UEFA. Estatuto e regulamentos. Disponível em <<http://www.uefa.com/uefa/MediaServices/Regulations>> . Acesso em diversas datas.

ANEXO 1

MANCHESTER UNITED PLC

FINANCIAL STATEMENTS - 31/07/2003