



Futebol Brasileiro

SAFs: Uma solução personalizada para os times brasileiros

Equity Research

BTG Pactual Futebol
Banco BTG Pactual S.A.

Nota Setorial

Maio 2022

Carlos Sequeira, CFA

carlos.sequeira@btgpactual.com
+1 646 924 2479

Eduardo Rosman

eduardo.rosman@btgpactual.com
+55 11 3383 2772

[btgpactual.com](https://www.btgpactual.com)



Futebol Brasileiro

SAFs: Uma solução personalizada para os times brasileiros

Nova legislação criou o *framework* regulatório para as Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs)

Em nosso segundo relatório discutindo o setor no Brasil, focaremos em como as equipes brasileiras podem se tornar Sociedades Anônimas do Futebol (SAF). A Lei Nº 14.193, promulgada em agosto de 2021, criou condições para que os times de futebol se tornassem SAFs. Isso significa que os clubes podem operar como empresas (atraindo investidores para seus negócios), melhorar sua governança e elaborar planos de reestruturação de dívidas.

Oportunidade para redução da dívida, melhor governança e performance esportiva

As equipes podem escolher diferentes caminhos para se tornarem SAFs. Embora cada alternativa tenha seus prós e contras, a que pode ser a melhor alternativa para os times é dissolver o departamento de futebol original e dividir a propriedade da SAF entre o clube original e os novos investidores. Ao fazê-lo, os clubes podem manter sua instituição original sem fins lucrativos e possuir uma participação na SAF. A equipe e a SAF devem acordar quais ativos e passivos serão transferidos para a SAF e devem concordar contratualmente sobre direitos de propriedade intelectual e condições de uso das instalações esportivas caso não sejam transferidos para a SAF.

Regras claras para lidar com as responsabilidades dos clubes

A SAF deve emitir ações classe A, que serão divididas entre ela mesma e o clube original. O clube deve possuir pelo menos 10% do total de ações em formato de *golden share*, onde decisões sensíveis devem ser aprovadas pelo clube. Para o clube quitar quaisquer dívidas anteriores à criação da SAF, 20% das receitas recorrentes da SAF e 50% dos dividendos auferidos/pagos pela SAF devem ser utilizados para pagamento da dívida. As equipes terão de 6 a 10 anos para pagar suas dívidas.

Melhores requisitos de governança corporativa e um novo modelo tributário

As equipes que decidirem se tornar SAFs precisam seguir uma série de requisitos, incluindo uma melhor estrutura de gestão e melhores práticas de governança. Alguns desses requisitos são obrigatórios e fazem parte da nova legislação, enquanto outros são incentivados. A nova legislação também inclui um modelo de tributação específico, que difere das regras de tributação aplicadas às empresas em geral - a alíquota da SAF é uma alíquota unificada de 5% (primeiros 5 anos) sobre o faturamento bruto da SAF (reduzindo para 4% após ano 5).

O modelo de SAF já é uma realidade

Um grupo de times de futebol já aprovou a implantação do novo modelo, enquanto outros manifestaram interesse em se tornarem SAFs em 2022. A implantação das SAFs não só melhorará os modelos de negócios dos clubes, mas também tem potencial para revolucionar o segmento, atraindo investimentos para a indústria e melhorar o desempenho e a competitividade das equipes brasileiras.

Carlos Sequeira, CFANew York – BTG Pactual US Capital LLC
carlos.sequeira@btgpactual.com
+1 646 924 2479**Eduardo Rosman**Brazil – Banco BTG Pactual S.A.
eduardo.rosman@btgpactual.com
+55 11 3383 2772

Conteúdo

Sociedade Anônima do Futebol	3
SAF é um modelo corporativo desenhado para os times de futebol	5
Dissolução do departamento de futebol e transferência de propriedade	5
Transformação de uma organização sem fins lucrativos em uma SAF	6
Iniciativas de entidades legais e fundos de investimento	6
Práticas de governança sob o modelo de SAF	6
Outras práticas de governança que são encorajadas	8
Alternativas para reestruturação da dívida	9
Proteção contra a falência também é uma alternativa	9
Modelo de tributação mais adequado	10
Implementar este novo modelo de SAFs não é simples	11
Times em dificuldade devem optar pela mudança primeiro	12
O futebol brasileiro já está mudando...	13
Cruzeiro Esporte Clube	13
Botafogo de Futebol e Regatas	14
Club de Regatas Vasco da Gama	14
Cuiabá Esporte Clube	14
É apenas o começo...	15

Sociedade Anônima do Futebol

Em nosso segundo relatório discutindo o setor no Brasil – nosso anterior discutiu a importância das ligas de futebol – vamos nos concentrar em como as equipes brasileiras podem se tornar uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF) e o que isso significa.

A Lei Nº 14.193, promulgada em agosto de 2021, criou condições para os clubes se tornarem sociedades anônimas do futebol (SAFs), o que significa que podem operar como empresas, atrair investidores para seus negócios, melhorar a governança e elaborar planos de reestruturação de dívidas. Para isso, existem três alternativas que uma equipe pode escolher:

- (i) Dissolver o departamento de futebol dos clubes e criar uma SAF, no qual o investidor e a própria equipe sejam acionistas;
- (ii) Mudar seu título de organização sem fins lucrativos para SAF;
- (iii) Iniciativas de entidades legais e fundos de investimento.

Embora cada alternativa tenha seus prós e contras, a maioria das equipes no Brasil pode optar por dissolver seu departamento de futebol, o que poderia oferecer um caminho mais fácil para a reestruturação do balanço. Na tabela 1, mostramos os prós e contras das alternativas (i) e (ii).

Tabela 1: Alternativas da SAF

	Mudança de organização sem fins lucrativos para SAF	Dissolução do Departamento de Futebol
Prós	<p>1- Todos os direitos e bens do clube são transferidos para a SAF.</p> <p>2- A SAF não tem que pagar pelo uso de direitos de propriedade intelectual ou uso da imagem do clube.</p>	<p>1- A SAF não se responsabiliza por todas as obrigações constituídas pela equipe, mas apenas pelas que lhe são transferidas contratualmente.</p> <p>2- Se a SAF cumprir sua obrigação de pagar 20% de suas receitas ao clube para ajudar a amortizar dívidas pendentes, o clube não estará sujeito a nenhuma restrição legal.</p>
Contras	<p>1- A SAF é responsável por todas as obrigações constituídas pela equipe.</p> <p>2- Carga tributária maior</p>	<p>1- Os administradores da SAF são responsáveis pelos passivos e pagamentos transferidos para a SAF.</p> <p>2- Carga tributária maior</p> <p>3- O clube pode aumentar o patrimônio da SAF transferindo ativos para a corporação, embora nenhum ativo usado como garantia em empréstimos anteriores possa ser transferido.</p> <p>4 - Se 60% da dívida não for paga nos primeiros 6 anos, os investidores da SAF passam a ser responsáveis pelo pagamento da dívida restante, juntamente com o clube.</p>

Fontes: Win the Game, BTGPactual

Breve recapitulação

A implementação das SAFs não é a primeira tentativa no Brasil de tornar o setor mais atualizado. Em 1993, vimos a promulgação da Lei Zico (em homenagem ao famoso jogador de futebol Zico, que patrocinou o projeto), quando organizações sem fins lucrativos tiveram a opção de se tornarem corporações. Mas devido à intensa intervenção do Estado nessa iniciativa, os investidores do setor privado acabaram se afastando.

Em 1998, a Lei Pelé obrigou as equipes a migrar de organizações sem fins lucrativos para corporações ou, pelo menos, contratar instituições especializadas em negócios para administrar suas operações. Nos dois anos seguintes, as equipes reclamaram da obrigatoriedade da nova legislação, e o Congresso alterou a lei para tornar a migração opcional.

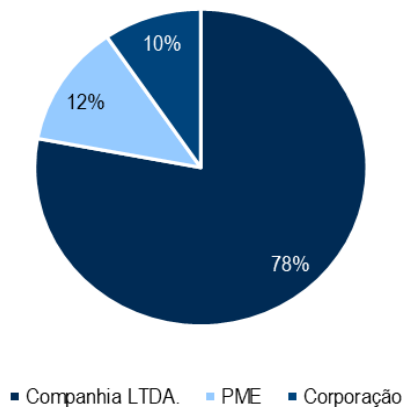
Duas décadas depois, vemos mais uma tentativa de transformar clubes em empresas, mas por meio de um projeto mais bem estruturado, que considera a realidade do setor futebolístico local e oferece ferramentas para renegociar dívidas e melhorar a governança e a performance em campo.

Antes mesmo da Lei Nº 14.193 ser promulgada, várias equipes já adotavam modelos empresariais. Hoje, mais de 130 clubes (13% de todos os times profissionais registrados no Brasil) são corporações, seja uma microempresa, uma sociedade limitada ou uma corporação, de acordo com a Confederação Brasileira de Futebol (CBF).

A diferença entre o Brasil e outros mercados mais avançados é o fato de que aqui a maioria desses times não joga na primeira divisão, e nem são grandes clubes. Na Europa, vemos muitas grandes equipes operando como corporações.

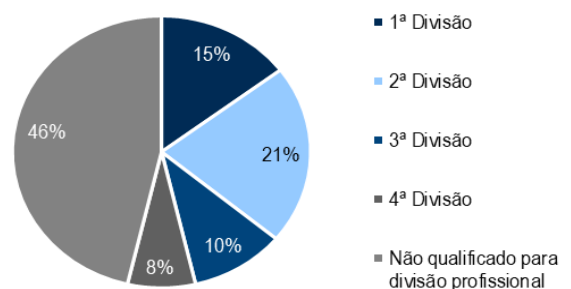
Se analisamos todos os clubes brasileiros que adotaram modelos empresariais até o momento, quase 80% deles são sociedades limitadas, enquanto apenas 15% estão habilitados a disputar a primeira divisão nacional.

Gráfico 1: Times por tipo empresarial (%)



Fontes: Times, Win the Game, BTG Pactual

Gráfico 2: Times por divisão (%)



Fontes: Times, Win the Game, BTG Pactual

SAF é um modelo corporativo desenhado para os times de futebol

A criação das SAFs, modelos corporativos especificamente desenhados para clubes de futebol, deve ser um passo fundamental para uma transformação estrutural do setor. Pode ajudar as equipes a se recuperarem financeiramente em caso de alto endividamento e melhorar o desempenho e a competitividade de clubes menores que se beneficiariam de mais investimentos.

O novo modelo de SAF deve ser particularmente atrativo para:

- (i) Equipes que precisam recuperar a saúde financeira. Ao se tornar uma SAF, a equipe pode reestruturar sua dívida com mais facilidade, melhorar sua governança e receber novos investimentos.
- (ii) Pequenas equipes focadas na formação e transferência de jovens atletas. Com entrada de capital e investimentos, esses clubes podem melhorar o desempenho dos jogadores e aumentar as receitas.

Abaixo, exploramos cada alternativa que as equipes podem escolher para se tornarem SAFs.

Dissolução do departamento de futebol e transferência de propriedade

A alternativa que pode ser a mais adequada aos clubes é dissolver o departamento de futebol original e dividir a propriedade do clube entre a instituição anterior e os novos investidores.

Ao fazer isso, os clubes podem manter sua instituição original sem fins lucrativos ou entidade legal e possuir uma participação na SAF. E enquanto todas as obrigações com federações, ligas, CBF e relações contratuais serão de responsabilidade da SAF após sua criação, a equipe e a SAF podem acordar quais ativos e passivos serão transferidos para a SAF.

Existem algumas complexidades, principalmente relacionadas a ativos e passivos e contratos de uso de ativos que não estão sendo transferidos e que são fundamentais para as operações da SAF.

O clube e a SAF devem concordar com os direitos de propriedade intelectual. Devem também acordar contratualmente os termos de utilização das instalações desportivas (estádios, arenas, centros de treinamento, etc.) caso não sejam transferidos para a SAF. Ativos e passivos também podem ser transferidos permanentemente para a SAF, ou não.

Regras para dissolver os departamentos de futebol

A SAF deve emitir ações classe A, a serem divididas entre ela mesma e o clube original. O clube deve possuir pelo menos 10% do total de ações em formato de *golden share*, onde decisões sensíveis devem ser aprovadas pelo clube antes de serem implementadas, independentemente do número de ações. Esse mecanismo é semelhante ao implementado em algumas empresas público-privadas no Brasil.

Investir em uma SAF envolve uma obrigação crucial. Para que o clube pague a dívida existente antes da criação da SAF, 20% das receitas recorrentes da SAF e 50% dos dividendos auferidos/pagos pela SAF devem ser utilizados para pagamento da dívida.

Ao se tornar uma SAF, a instituição deve cumprir diversos requisitos de governança, como a criação de conselhos administrativos e fiscais (mais sobre isso posteriormente).

Esse modelo foi escolhido para as já estabelecidas SAFs de Cruzeiro e Botafogo.

Transformação de uma organização sem fins lucrativos em uma SAF

Um clube também pode se tornar uma SAF mudando seu status de uma organização sem fins lucrativos para uma SAF. Essa mudança deve seguir o regimento interno do clube. Em geral, os clubes devem aprovar isso por meio de seu “Conselho de Administração”. Não são necessárias aprovações regulatórias.

Com isso, a instituição original deixará de existir e todos os seus ativos e passivos serão transferidos para a SAF. Todas as obrigações com federações, ligas, CBF e relações contratuais também serão de responsabilidade da SAF após sua criação.

Assim como a instituição anterior, a SAF poderá participar de torneios, copas e campeonatos, seguindo as mesmas condições da entidade sem fins lucrativos. É dever da nova gestão garantir que essa transição ocorra de forma tranquila e sem impactos negativos para a equipe.

Iniciativas de entidades legais e fundos de investimento

A terceira e última opção de criação de uma SAF é baseada em iniciativas de entidades legais e fundos de investimento, o que basicamente significa que uma SAF pode ser criada sem a existência de uma equipe previamente estabelecida. Nesse sentido, a SAF e a entidade esportiva seriam criadas ao mesmo tempo.

É importante destacar que o processo de se tornar uma SAF deve respeitar o calendário local. Em outras palavras, um clube só pode mudar seu status durante períodos específicos do ano. Este ano, por exemplo, o prazo está programado para acontecer em novembro.

Práticas de governança sob o modelo de SAF

As equipes que decidirem se tornar uma SAF devem seguir vários requisitos, incluindo uma melhora na estrutura de gestão e melhores práticas de governança. Alguns desses requisitos são obrigatórios e fazem parte da nova legislação, enquanto outros são incentivados e podem melhorar o desempenho dos clubes por meio da melhoria da organização.

A legislação da SAF impede qualquer acionista com 10% ou mais de qualquer SAF de participar (direta ou indiretamente) nas decisões de governança de qualquer outra SAF. Se isso acontecer, o acionista perde o direito de voto e não poderá participar da administração diária da sociedade. Uma SAF também pode vetar a participação de um acionista que esteja envolvido na administração de outra SAF.

Para garantir um comitê de governança mais bem estabelecido, as SAFs devem ter um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal. Para fazer parte de qualquer um desses comitês, o indivíduo não pode ser: (i) membro de órgãos de administração ou fiscalização de outras SAFs; (ii) membro dos órgãos de administração ou fiscalização da SAF, incluindo entidades de administração desportiva; (iii) atleta profissional com contrato ativo; (iv) treinador de futebol com vínculo ativo com o clube ou com a SAF; ou (v) um árbitro de futebol ativo.

Conselho de Administração e Conselho Fiscal: o estatuto social da sociedade estabelece os requisitos para a eleição de membros. Todos os membros associados a qualquer comitê de governança enquanto *stakeholder* da SAF não podem receber qualquer tipo de remuneração por seu cargo. Não são elegíveis para o CA nem para o Conselho Fiscal os acionistas associados a entidades de gestão e fiscalização. Os membros de ambas as entidades devem se dedicar exclusivamente à administração da SAF.

Para garantir práticas de governança transparentes, existem regras relacionadas às informações aos acionistas. Qualquer entidade legal com participação igual ou superior a 5% na SAF deve identificar o benfeitor final desse investimento. O mesmo se aplica aos fundos de investimento, que devem informar à SAF todos os cotistas com mais de 10% de cotas.

Compartilhamento de dados: empresas de futebol com receita bruta anual inferior a R\$ 78 milhões podem publicar todas as informações financeiras e legais obrigatórias eletronicamente. O conteúdo deve estar disponível por 10 anos. O site da SAF também deve conter (i) informações sobre a estrutura acionária, (ii) estatutos e atas de assembleias de acionistas, (iii) membros e breve biografia do CA e do conselho fiscal e (iv) relatórios de iniciativas sociais, como desenvolvimento social e programas educacionais. Caso o clube esteja em recuperação judicial ou centralização de execuções, os dados de todos os credores devem ser atualizados mensalmente no site da SAF.

Um aspecto fundamental das práticas de governança da SAF é o fato de seus administradores serem pessoalmente responsáveis por todos os requisitos, o que não acontece com os clubes não corporativos. Isso ajuda a garantir que as boas práticas de governança sejam seguidas.

Tabela 2: Práticas de governança

Práticas de governança
1- Acionistas com 10% ou mais de ações de qualquer SAF, não podem participar (direta ou indiretamente) nas decisões de governança de qualquer outra corporação de futebol.
2- As corporações de futebol devem ter um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal.
3- Todos os membros associados a qualquer comitê de governança enquanto stakeholder do SAF não podem receber qualquer tipo de remuneração por seu cargo.
4- Não são elegíveis para o CA nem para o Conselho Fiscal os acionistas associados a gestão e entidades de fiscalização.
5- Qualquer pessoa jurídica com participação igual ou superior a 5% no SAF deve identificar o benfeitor final desse investimento. O mesmo se aplica aos fundos de investimento, que devem informar à SAF todos os cotistas com mais de 10% de cotas.
6- As empresas de futebol com receita bruta anual inferior a R\$ 78 milhões podem publicar todas as informações financeiras e legais obrigatórias eletronicamente. O conteúdo deve estar disponível por 10 anos.
7- O site da SAF também devem conter (i) informações sobre a estrutura acionista, (ii) estatutos e atas de assembleias de acionistas, (iii) membros e breve biografia do CA e do conselho fiscal e (iv) relatórios de iniciativas sociais.
8- Os administradores da SAF são pessoalmente responsáveis por seguir todos os requisitos apresentados.

Fontes: Win the Game, BTGPactual

Outras práticas de governança que são encorajadas

Além das regras estabelecidas em lei, algumas outras práticas também podem ser adotadas no modelo SAF para garantir o melhor modelo de governança possível. Abaixo listamos 10 práticas:

1. Mesmo que o clube seja o único acionista de uma SAF, pelo menos 50% do Conselho de Administração poderia ser formado por membros independentes.
2. Todas as demonstrações financeiras devem ser submetidas a um auditor externo independente registrado na CVM.
3. As SAFs poderiam criar um comitê de auditoria interno para monitorar se as práticas de governança estão sendo seguidas.
4. A criação do Programa de Ética e Compliance é incentivada para orientar os colaboradores em suas decisões e ações diárias.
5. Comitês consultivos devem ser criados para ajudar nas discussões do Conselho.
6. Padronização dos métodos contábeis para garantir demonstrações financeiras mais claras e precisas.
7. Para SAFs com receita bruta superior a R\$ 78 milhões, todos os *press releases* devem ser enviados a entidade responsável local. Para melhorar a transparência, eles também são incentivados a divulgar os mesmos dados no site da SAF.

8. Criação de uma política de contratação profissional, com descrição do plantel e staff.
9. Orçamento para salários de atletas e funcionários e aquisição de direitos econômicos.
10. Processo de *due diligence* claro. As práticas de *Know Your Client* (KYC) também podem ajudar a SAF a determinar a origem das entradas de dinheiro.

Alternativas para reestruturação da dívida

A dívida alta é provavelmente a razão número 1 pela qual os clubes podem considerar se tornar SAFs, por isso é fundamental destacar o que acontece em termos de amortização da dívida quando o modelo de SAF é adotado. Ao dissolver seu departamento de futebol e criar uma SAF, o clube é responsável pelo pagamento de todas as responsabilidades pré-criação da SAF.

20% das receitas geradas pela SAF devem ser destinadas ao pagamento de dívidas, bem como 50% dos dividendos pagos pela SAF. Esse sistema é conhecido como renegociação unificada de dívidas. Todas as dívidas são corrigidas pela taxa Selic, e a equipe se compromete a pagar a todos os seus credores com as receitas geradas pela SAF, além das receitas próprias.

No regime de centralização das execuções, o clube tem 6 anos para pagar a sua dívida. Se, até o final do 6º ano, o clube quitar pelo menos 60% da dívida, o processo pode ser prorrogado por mais 4 anos (totalizando um plano de pagamento da dívida de 10 anos). Do 7º ao 10º ano, a SAF pode reduzir para 15% (de 20%) as receitas destinadas ao pagamento de dívidas. É importante destacar, porém, que se 60% da dívida não for paga nos primeiros 6 anos, os investidores do SAF passam a ser responsáveis pelo pagamento da dívida restante, juntamente com o clube.

Se, após o ano 10, ainda houver dívida pendente, o clube pode solicitar uma renegociação financeira e reduzir o valor nominal da dívida não paga. Se previsto no estatuto da SAF, parte ou a totalidade da dívida pode ser paga com ações da SAF ou títulos emitidos pelo clube.

Proteção contra a falência também é uma alternativa

Outra alternativa que as equipes podem optar para quitar suas dívidas é o pedido de recuperação judicial (Lei Nº 11.101/05). Essa opção não exige que uma SAF seja implementada, mas uma Vara de Falências e Recuperações Judiciais deve aprovar o plano.

Ao entrar com pedido de proteção contra falência, as equipes podem manter suas operações. A dívida reestruturada é amortizada com as receitas do clube e todas as relações com fornecedores e parceiros são mantidas.

Como parte da proteção contra falência, um plano de reestruturação (incluindo uma análise de viabilidade econômica e relatórios financeiros) deve ser aprovado por uma Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Se o plano não for aprovado pela Vara ou por seus credores, a equipe pode ser forçada a declarar falência.

O mesmo pode acontecer se, durante a execução de um plano aprovado, a equipe deixar de cumprir alguma das ações descritas no plano.

Tabela 3: Alternativas para reestruturação da dívida

Centralização das execuções	Proteção contra falência
1- Renegociação unificada de dívidas (trabalhistas e cíveis) de forma que as receitas da SAF sejam repassadas ao credor	1- O clube pode assinar um acordo de "standstill", que facilita pagamentos programados e juros ou principal sobre dívidas pendentes
2- 20% das receitas da SAF e 50% de suas parcelas devem ser utilizadas para pagamento de dívidas	2- O plano de pagamento da dívida a ser adotado não é pré-estabelecido e pode variar de uma equipe para outra
3- O plano de pagamento ao credor tem duração de 6 anos e pode ser prorrogado por mais 4 anos, totalizando 10 anos	3- Pode ser estabelecido com diferentes prazos, podendo ainda apresentar período de carência de dívida
	4- Requer análise de viabilidade econômica do plano, com laudo econômico-financeiro a ser analisado por juiz

Fontes: Win the Game, BTGPactual

Modelo de tributação mais adequado

A legislação da SAF também inclui um novo modelo de tributação específico que difere das regras de tributação aplicadas às empresas em geral.

No modelo de SAF, nos primeiros 5 anos após sua criação, a alíquota de imposto é uma alíquota unificada de 5% sobre a receita bruta da SAF, incluindo receitas de prêmios e programas de associação de clubes.

As receitas de transferências de jogadores não são adicionadas à base tributária nestes primeiros 5 anos, o que é um grande benefício para as equipes, principalmente dada a realidade do mercado de transferências do Brasil. A partir do ano 6, a alíquota efetiva unificada cai para 4% e as receitas das transferências de jogadores são contabilizadas na base tributária.

Comparado ao sistema tributário das empresas, as SAFs se beneficiam de alíquotas mais baixas e um sistema tributário muito mais simples. As empresas brasileiras costumam pagar imposto de renda (IRPJ) e contribuição social (CSLL) sobre o lucro (média de 34%) e PIS/COFINS sobre a receita (3,65%).

Considerando o que os clubes pagam como entidades sem fins lucrativos, o modelo de tributação das SAFs possui alíquotas mais elevadas devido ao fato dos clubes, como entidades sem fins lucrativos, não pagarem IRPJ, CSLL e COFINS, sendo tributados apenas a alíquota de 1% do PIS sobre a receita.

Tabela 4: Impostos

	Clubes de futebol sem fins lucrativos	SAFs	Média - Corporações
IRPJ	Isento		15% - 25%
PIS	Alíquota de 1%	Taxa unificada de 5% nos primeiros 5 anos e 4% a partir do 6º ano	0.65%
CSLL	Isento		9%
COFINS	Isento		3%

Fontes: Win the Game, BTGPactual

Implementar este novo modelo de SAFs não é simples

A criação de SAFs pode ajudar alguns clubes a reestruturar sua difícil situação financeira, melhorar o desempenho e a geração de receita. Mas implementar um modelo de SAF não é fácil. Os desafios são muitos, e o sucesso da iniciativa depende da realidade, política, interesses, cenário e objetivos de cada clube.

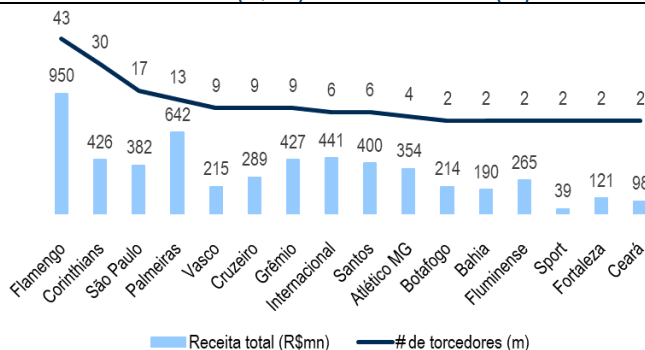
Existem vários desafios para migrar com sucesso para o modelo de SAF. Em primeiro lugar, as SAFs devem ter equipes de gestão profissionais. Se, por qualquer motivo, incluindo a política, a gestão permanecer a mesma, é provável que nada mude. Equipes de gestão novas e capacitadas estarão em uma posição muito melhor para propor e implementar grandes mudanças na abordagem desses clubes. Se as mudanças estruturais não forem feitas, o clube pode fazer a transição de uma instituição sem fins lucrativos desorganizada para uma SAF desorganizada.

Também é importante que os investidores considerem os aspectos econômicos e as oportunidades geográficas disponíveis em cada transação. Cada equipe tem sua própria realidade e oportunidades, e as estratégias de negócios precisam se basear nessa singularidade.

Os resultados financeiros não são o único aspecto a analisar. Entender a situação financeira de um negócio é fundamental e pode mudar drasticamente os resultados de um investimento, mas o lado esportivo do negócio também deve ser considerado.

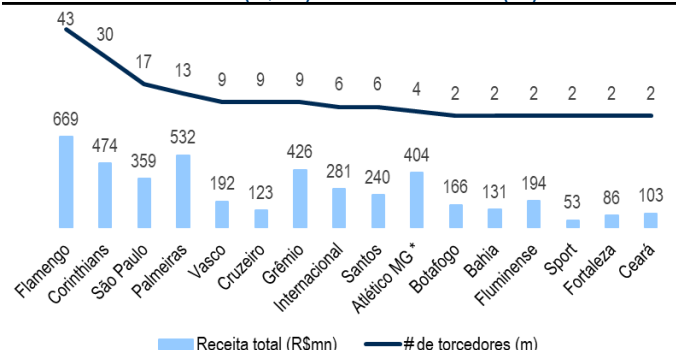
Nesse sentido, uma base de torcedores maior não necessariamente se traduz em maiores receitas. A chave é entender como monetizar e criar engajamento entre seus torcedores. Uma equipe com um público pequeno e uma boa estratégia de engajamento pode gerar mais receita do que uma equipe muito maior que não explora totalmente seu potencial (gráficos 3 e 4).

Gráfico 3: Receitas totais (R\$ Mi) vs. # de torcedores (Mi) - 2019



Fontes: Times, Win the Game, BTG Pactual, IBGE

Gráfico 4: Receitas totais (R\$ Mi) vs. # de torcedores (Mi) - 2020**



Fontes: Times, Win the Game, BTG Pactual, IBGE (*As receitas do Athletico MG excluem R\$ 258m da venda do Diamond Mall) (**Receitas em 2020 foram mais baixas do que em 2019 devido ao impacto da Covid-19 em algumas linhas, que só foram reconhecidas em 2021)

Times em dificuldade devem optar pela mudança primeiro, sendo seguidos pelos outros clubes, posteriormente

Nem todos os clubes do Brasil vão, ou querem, se tornar uma SAF. Pegue dois dos clubes mais valiosos do mundo (Real Madrid e Barcelona): nenhum deles é uma corporação.

Clubes que geram lucros e bem posicionados no cenário futebolístico em termos de investimentos, infraestrutura e desempenho provavelmente não serão os primeiros a adotar o modelo de SAFs (há exceções como o Atlético Mineiro, que está estudando opções e analisando propostas de investimento para se tornar uma SAF em breve).

Essa transformação ocorrerá em três fases, cada uma visando um grupo diferente:

1. A primeira fase de implementação das SAFs pode se concentrar em equipes em situação financeira difícil, para as quais o modelo de SAF pode ser considerado de grande ajuda e provavelmente é mais urgente do que para outras equipes. Com benefícios fiscais, alternativas de reestruturação de dívidas e modelos de governança aprimorados, esses clubes podem realmente se beneficiar de um modelo de SAF.
2. A segunda fase pode envolver equipes de médio escalão que buscam investimentos e entradas de capital para melhorar o desempenho em campo, elencos, infraestrutura e resultados. Para essas equipes, a combinação de SAF e a criação de uma liga de futebol pode ser transformadora.
3. O terceiro e último grupo de equipes que podemos ver adotando o modelo de SAF são os principais clubes da primeira divisão. Esses clubes podem não sentir a necessidade de mudar tão cedo. No entanto, à medida que outras equipes, que migraram, melhorarem e se tornarem mais competitivas, as equipes que são atualmente mais bem-sucedidas podem se sentir pressionadas a seguir o exemplo para atrair mais investimentos. Os principais clubes também podem decidir se tornar uma SAF para facilitar um IPO. Manchester United (2012) e Juventus (2001) são dois exemplos e são os clubes listados com maior valor de mercado na Europa.

Outro tema fundamental e relativamente comum na Europa é a compra de clubes por grandes fundos de investimento e até bilionários – estes últimos costumam optar pela compra de times esportivos como estratégia de branding, não necessariamente focada na melhor alternativa de investimento.

Os torcedores de futebol no Brasil também devem estar atentos às reais implicações de construir uma indústria mais forte e alinhar suas expectativas com a realidade do país. As SAFs são uma alternativa para as equipes, principalmente aquelas com dificuldades financeiras. Mas o que se tornou relativamente comum são os torcedores comemorando a implantação das SAFs de seus clubes, como se a criação de uma SAF os tornasse candidatos aos principais títulos.

O futebol brasileiro já está mudando...

A promulgação da Lei Nº 14.193 levou a indústria do futebol brasileiro a mudar rapidamente. Vários clubes já aprovaram o novo modelo (América Mineiro, Botafogo, Coritiba, Cuiabá e Cruzeiro) e outros manifestaram interesse em se tornar SAFs em 2022.

As SAFs não são apenas uma mudança regulatória para as equipes no Brasil. Também é uma oportunidade para clubes altamente endividados reestruturarem/reduzirem dívidas, aprimorarem a gestão e melhorarem a liquidez, permitindo que eles façam melhores investimentos em infraestrutura, elenco e tecnologia, melhorando o desempenho em campo e o potencial de geração de receita.

Abaixo, discutimos quais equipes já se tornaram uma SAF ou estão em processo de se tornar uma.

Tabela 5: SAFs no Brasil

Times	Divisão	Sede	Estado	Estádio	Capacidade	Status	CNPJ	
América Mineiro	A	Belo Horizonte	Minas Gerais	MG	Independência	23.018	SAF	43.574.008/0001-74
Botafogo	A	Rio de Janeiro	Rio de Janeiro	RJ	Nilton Santos	44.661	SAF	44.705.141/0001-85
Coritiba	A	Curitiba	Paraná	PR	Couto Pereira	40.502	SAF	45.240.156/0001-88
Cuiabá	A	Cuiabá	Mato Grosso	MT	Arena Pantanal	44.097	SAF	04.847.144/0001-39
Cruzeiro	B	Belo Horizonte	Minas Gerais	MG	Mineirão	61.846	SAF	44.490.706/0001-54
Figueirense	C	Florianópolis	Santa Catarina	SC	Orlando Scarpelli	19.584	SAF	44.701.689/0001-57
Gama	D	Brasília Distrito Federal	DF	Bezerrão	20.310	SAF	44.696.966/0001-80	

Fontes: Win the Game, BTG Pactual

Cruzeiro Esporte Clube

Em dezembro de 2021, o Cruzeiro foi um dos primeiros times brasileiros a se tornar SAF ao desmembrar seu departamento de futebol. Com dívida bruta estimada em R\$ 1 bilhão e preso na segunda divisão desde 2019, o Cruzeiro viu no modelo de SAF uma ótima alternativa para se recuperar financeiramente e dentro de campo. O mundialmente famoso ex-jogador Ronaldo, dono do Real Valladolid, quer comprar 90% das ações da SAF do Cruzeiro em um negócio de R\$ 400 milhões: R\$ 50 milhões adiantados e R\$ 350 milhões dependendo do desempenho financeiro do clube.

Com essa nova estrutura, o Cruzeiro planeja pagar 60% de sua dívida nos próximos 6 anos e, se for bem-sucedido, quitar o restante nos próximos 4 anos. O preço pago será usado para preservar a saúde das operações recorrentes do clube, o que significa que mais investimentos podem ser necessários para melhorar a competitividade do time e, conseqüentemente, o desempenho em campo.

Botafogo de Futebol e Regatas

Um mês depois do Cruzeiro, o Botafogo assinou um acordo com o investidor norte-americano John Textor para vender 90% de sua SAF recentemente implementada por R\$ 400 milhões. Assim como o Cruzeiro, o Botafogo foi rebaixado para a 2ª divisão em 2020, porém se classificou para jogar a 1ª divisão em 2022, e tem dívidas de -R\$ 1 bilhão. O contrato prevê um adiantamento de R\$ 50 milhões ao clube, enquanto os outros R\$ 350 milhões serão investidos na SAF. O valor será investido em um período de 3 anos: R\$ 100 milhões pagos no dia da assinatura do contrato, R\$ 100 milhões por ano nos anos 2-3 e R\$ 50 milhões no terceiro ano.

Textor está envolvido em outros empreendimentos de futebol como investidor do clube belga RWD Molenbeek e co-proprietário do Crystal Palace. Ele planeja usar seu *know-how* de negócios e abordagem baseada em tecnologia para ajudar o Botafogo a se recuperar financeiramente e crescer como clube esportivo.

Club de Regatas Vasco da Gama

Em fevereiro de 2022, o Vasco da Gama assinou um memorando de entendimento com a empresa de investimentos alternativos 777 Partners, com sede em Miami, para receber um investimento de R\$ 700 milhões por 70% da SAF do clube. Em 2022, o Vasco jogará na segunda divisão pela terceira vez em cinco anos. Com uma dívida estimada de -R\$ 700 milhões, o acordo prevê um pagamento antecipado de R\$ 70 milhões a ser deduzido do investimento total de R\$ 700 milhões quando o negócio for fechado.

A 777 Partners também é proprietária do Genoa e tem uma participação minoritária no Sevilla. A empresa de investimento está interessada em comprar outras franquias. O Vasco concordou em alugar seu estádio de São Januário para a SAF pelos próximos 50 anos, prorrogáveis por mais 50. O Vasco também levantou recentemente a possibilidade de um investimento adicional de R\$ 100 milhões após o terceiro ano de do investimento da 777 Partners, com o dinheiro vindo da venda de 10% de suas ações ao público.

Cuiabá Esporte Clube

Como um dos pioneiros na adoção de um modelo de SAF, o Cuiabá (que já era uma corporação) mudou seu status para SAF em dezembro de 2021. Com esse novo modelo, o clube espera se beneficiar de melhores condições, incluindo benefícios fiscais.

Após resultado positivo em 2021, Cuiabá agora está reinvestindo em suas operações pela primeira vez em anos. A equipe planeja melhorar sua transparência, adotando os requisitos de governança e gestão das SAFs.

Apesar do novo estatuto de SAF, o clube pretende continuar a ser uma empresa familiar, controlada pela família Dresch desde 2009.

É apenas o começo...

As SAFs podem ajudar as equipes a pagar suas dívidas e, principalmente, melhorar a gestão e o desempenho em campo, aumentando a liquidez e utilizando o *know-how* dos investidores para fortalecer os modelos de negócios dos clubes, gerando mais receitas. Quatro grandes mudanças aconteceram no setor em apenas quatro meses, e esperamos ver muito mais nos próximos anos.

A implementação das SAFs não só melhorará os modelos de negócios dos clubes, mas também tem o potencial de revolucionar o segmento, atraindo investimento para a indústria e aumentando o desempenho e a competitividade dos clubes brasileiros, ajudando-os a aumentar seu valor e geração de receita, ao mesmo tempo em que expandem fortemente a indústria do esporte nacional.

Tabela 6: SAFs (R\$ Mi)

R\$m - 2020	Cruzeiro	Botafogo	Cuiabá	Vasco
Receita Bruta total	120	135	23	182
Receita Recorrente total	100	94	23	148
Custos totais	201	120	20	141
Dívida líquida total	662	717	1	725
Investimentos	34	9	1	29
Estado	Minas Gerais	Rio de Janeiro	Mato Grosso	Rio de Janeiro
Capacidade do Estádio (Por torcedor)	61.846	44.661	44.097	21.680

Fontes: Times, Win the Game, BTG Pactual

Disclaimer

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx