

# PÁGINAS HEROICAS IMORTAIS: AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS VERMELHAS DO CLUBE AZUL E BRANCO

UNDYING HEROIC PAGES: THE RED FINANCIAL STATEMENTS OF THE WHITE-AND-BLUE TEAM

Getúlio Alves de Souza Matos  
Universidade Federal de Ouro Preto – Brasil  
getulio@ufop.edu.br  
<https://orcid.org/0000-0003-2659-8912>

Thiago de Sousa Barros  
Universidade Federal de Ouro Preto – Brasil  
thiago.barros@ufop.edu.br  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7739-9150>

## RESUMO

O futebol é uma paixão dos brasileiros e a continuidade dos clubes tem forte apelo social. Todavia, para garantir uma sobrevivência sustentável, há necessidade de sólida organização financeira e boas práticas de governança, o que aproxima o meio futebolístico à realidade corporativa. Mesmo com farta literatura neste sentido, muitos clubes não conseguem apresentar bons modelos de gestão e performance financeira, como o Cruzeiro Esporte Clube. Recentemente, a agremiação viveu escândalos administrativos, péssimo aproveitamento esportivo e severa crise financeira. Em face disso, este Estudo de Caso analisa, com base nas demonstrações financeiras do clube, a situação contábil, financeira e econômica desta entidade, e como seus indicadores de liquidez, rentabilidade, endividamento e atividade evoluíram entre 2011 e 2020. Adicionalmente, propõe-se uma estimativa de aproveitamento esportivo anual, correlacionada com os indicadores contábeis. Os resultados sinalizam que a condição financeira do Cruzeiro Esporte Clube oscila entre a iliquidez e a insolvência, havendo forte dependência de recursos externos para financiamento. A correlação estimada evidencia que o ativo intangível é assaz representativo para o sucesso esportivo. Ademais, a indisponibilidade financeira se manifesta negativamente na performance do time, que permaneceu na Segunda Divisão, impossibilitando incrementar receitas de curto prazo que poderiam reduzir o endividamento e a alavancagem.

## PALAVRAS-CHAVE:

Futebol. Cruzeiro Esporte Clube. Gestão Financeira. Indicadores Contábeis. Análise Fundamentalista.

**ABSTRACT**

*Football can be considered a national passion in Brazil, and the survival of the teams carries strong social interest. However, as any organisation, clubs that seek long-lasting and sustainable survival solid are increasingly required to develop financial soundness and proper governance practices. Even in the presence of extensive literature on these topics, many sports clubs still did not develop adequate managerial models with positive financial results, such as Cruzeiro Esporte Clube over the last years. Once among the biggest clubs in Brazil, the blue club held managerial scandals, police investigations, awful sports performance and deep financial crisis. Facing these events, this paper – a case study – analyses Cruzeiro’s financial, accounting and economic conditions, and how liquidity, returns, debt and activity indicators performed between 2011 and 2020. The club condition varies from illiquidity to insolvency, and strongly relies on external funds. Furthermore, financial shortage has reflexes on sports performance, with the professional team playing the national B-Series for the second year straight, which also shrinks short-run revenues that might reduce debt and leverage.*

**KEYWORDS:**

*Football. Cruzeiro Esporte Clube. Financial Management. Accounting Indicators. Fundamental Analysis.*

**INTRODUÇÃO**

O futebol é o esporte mais praticado no mundo (MAROTZ *et al.*, 2020) e, para o brasileiro, é visto como uma paixão absoluta, capaz de despertar profundas emoções nos torcedores (MATEUS E FRANCISCO, 2019). Todavia, segundo Silva *et al.* (2009) e Carvalho *et al.* (2020), este esporte transcende o simples propósito de difusão da prática desportiva e a mera passionalidade envolvida, consolidando-se como um grande negócio. Dessa feita, o futebol figura como segmento importante da “indústria do entretenimento”, ao proporcionar a geração de vultosos recursos financeiros, sejam eles de maneira direta ou indireta (HOFFMANN *et al.*, 2002; MÓSCA *et al.*, 2009; KERN *et al.*, 2012; NASCIMENTO *et al.*, 2015; FERREIRA *et al.*, 2018).

Protagonista deste influxo financeiro, o futebol tem percebido significativas alterações ao longo das últimas décadas. O esporte tem se transformado de uma prática fundada em tradições e valores para uma organização orientada por critérios de eficiência, rentabilidade e competitividade, de forma que sua gestão busca administrar os recursos da melhor forma possível para orientar os resultados gerenciais lado a lado ao sucesso em campo (DANTAS e BOENTE, 2011; LEONCINI, 2001; RODRIGUES e SILVA, 2009; PEREIRA *et al.*, 2004). Por isso, em face do crescimento observado no mercado do futebol nos últimos anos, deter uma gestão eficiente dos recursos financeiros é condição *sine qua non* para a sobrevivência dos clubes (BONFIM E COLE, 2019).

No Brasil, um dos clubes de grande prestígio nacional e com um histórico expressivo de títulos, o Cruzeiro Esporte Clube – entidade com modelo de gestão associativo –, viu-se envolvido em um caso de escândalo que provocou fortes repercussões no país, o que envolveu falta de governança corporativa, práticas fraudulentas de gestão, alavancagem financeira e, para além disso, queda para a segunda divisão nacional e risco de insolvência.

Investigações em curso apuram as causas criminais dessas ações administrativas, mas fato é que o Cruzeiro tem exercícios seguidos de *déficit*, tendo o último ano no azul em 2011 (R\$ 13,1 milhões). Em seguida, uma cascata de resultados negativos, atingindo uma dívida total de R\$897 milhões em 2020, ano que encerrou com resultado deficitário de R\$226,5 milhões (CRUZEIRO ESPORTE CLUBE, 2021). Não bastasse isto, o clube instaurou uma contabilidade criativa perigosa: jogador vendido em 2019 foi registrado como venda em 2018; ferindo, cabalmente, o princípio da “*Realização da Receita e Confrontação da Despesa*”, que preconiza, conforme a teoria contábil do lucro, que as receitas são consideradas realizadas no momento da entrega do bem ou do serviço para o cliente (no caso o jogador para a esfera futebolística). Sem tal artimanha o clube não se enquadraria nas regras do Profut (Programa de Modernização da Gestão de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro) – afinal em troca de descontos e benefícios na renegociação com clubes, o Governo Federal erigiu regras de boa gestão, entre elas a proibição de déficits superiores a 10% da receita registrada no ano anterior.

Dada a força institucional deste clube e a necessidade de conhecer os impactos no

campo econômico-financeiro de tais métodos escusos de gestão, este artigo tem como propósito nuclear investigar como se deu o processo de evolução das contas do clube e, por meio do cálculo de indicadores contábeis, observar a situação econômica e financeira dessa relevante agremiação de desportos brasileira.

Para este efeito, tendo como metodologia o estudo de caso e utilizando a série 2011-2020, foram estimados índices contábeis de análise fundamentalista para aferição de liquidez, rentabilidade, endividamento e atividade. Em seguida, os resultados foram analisados e contrapostos à performance esportiva do time adulto masculino de futebol. Espera-se, com este estudo, contribuir para um melhor entendimento da administração financeira dos clubes, uma vez que a ausência de boas práticas de governança e gestão podem levar a resultados desastrosos e que comprometem a continuidade destas instituições seculares.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O arcabouço teórico deste artigo está estruturado em duas seções. A primeira aborda o futebol enquanto negócio, compreendendo a legislação atinente e as premissas relativas à administração financeira e à gestão das entidades envolvidas. A segunda parte complementa-se à primeira no aprofundamento das análises contábeis organizacionais. Conjuntamente, as duas seções percorrem o itinerário necessário à análise de dados a ser delineada na metodologia e, posteriormente, explorada nos resultados.

### 2.1 O Negócio Futebol: Legislação, Finanças e Gestão

O futebol, esporte mais popular do mundo, movimenta altos fluxos de recursos fi-

nanceiros. Não obstante, nos últimos anos também aumentou, de maneira considerável, a busca por informações de qualidade sobre a gestão dos clubes e sua capacidade financeira (MAROTZ *et al.*, 2020).

Na esfera contábil, as equipes esportivas também se envolveram no esforço global para a padronização de demonstrações empreendida, entre outros, pelos padrões do *International Financial Reporting Standards – IFRS*, da Fundação homônima, e do *International Accounting Standards Board – IASB*. Em janeiro de 2013, o Conselho Federal de Contabilidade editou a Resolução CFC nº 1.429 que aprovou a Norma Brasileira de Contabilidade ITG 2003, posteriormente alterada em 2017, que dispunha sobre as demonstrações de entidades esportivas profissionais. Vale mencionar que a elaboração das demonstrações financeiras dos clubes respeita a Lei nº 6.404/76 e suas atualizações (BRASIL, 1976(b), 1998, 2003 e 2015; CFC, 2015 e 2017).

Mesmo na presença desta ampla regulamentação, a escrituração contábil de jogadores de futebol é uma tarefa complexa, considerando-se o fato de não haver dois jogadores iguais. Entretanto, em um mercado ativo para transferências, o valor de negociação pode ser considerado um ponto de partida para esta avaliação (OPREAN, OPRISOR, 2014).

Nakamura (2015) aponta que as receitas provenientes de vendas de atletas formados nas categorias de base dos clubes são significativas para o total. Se a manutenção destes talentos se torna pouco viável dada a oportunidade de negociação para o mercado externo, em face da condição financeira e cambial do futebol brasileiro antes ao estrangeiro, os clubes bem-sucedidos nestas vendas percebem vantagens competitivas

no uso destes recursos para a contratação de jogadores para o time profissional.

Apesar do avanço normativo e da instauração de tais exigibilidades, e “em que pese a relevância econômica e social do futebol no Brasil, as evidências indicam que seus clubes de futebol ainda são administrados de maneira pouco profissional”. No âmbito financeiro, prevalece um cenário desfavorável para equipes nacionais, fruto de má gestão, valores exorbitantes dispendidos para aquisição e salários de atletas, elevada carga tributária, e defasagem no processo de formação e venda de jogadores, porque devido ao poderio econômico de outros mercados (europeu, norte-americano e asiático, principalmente), os atletas deixam o país cada vez mais jovens e por valores muito baixos (NAKAMURA, 2015, p.41).

Em adição às especificidades contábeis, a governança corporativa se demonstra fator relevante para a análise das organizações esportivas. Clubes de futebol, em geral, congregam muitos grupos de interesses que nem sempre manifestam objetivos de forma clara. Torcedores não associados, por exemplo, podem estar menos preocupados com resultados financeiros satisfatórios do que com os resultados da equipe principal no campo de jogo. Torcidas organizadas, além disso, podem estar interessadas em promover a participação de seus membros, e por consequência da apreciação de suas reivindicações, nas instâncias deliberativas dos clubes (Marques e Costa, 2016).

Neste contexto, Carvalho, Castro e Guabiroba (2016) apregoam que neste setor imperam três tipos de modelos de gestão: associativo, privado e misto. O primeiro é composto por um grupo de pessoas responsáveis por tomar decisões visando o futuro

do clube, não havendo, portanto, finalidade lucrativa. O segundo modelo tem o clube como empresa e tenciona maximizar lucros. Por fim, o modelo de gestão misto é aquele que combina associação de torcedores com empresários a frente do processo decisório da agremiação clubística.

Dimitropoulos (2014) argumenta que mecanismos de governança corporativa, como independência do *board* e a existência de propriedade dispersa entre gerencial e institucional tendem a reduzir os níveis de alavancagem e endividamento, reduzindo, conseqüentemente, o risco de instabilidades financeiras.

Especificamente sobre o contexto futebolístico brasileiro, Nakamura (2015) elenca algumas dificuldades à gestão adequada. O caráter voluntário dos cargos de direção torna menos provável que os ocupantes recebam os incentivos necessários ao cumprimento de metas de desempenho, o que contrariaria a vertente teórica iniciada por Jensen e Meckling (1976). Além disso, os conselhos, embora legitimamente eleitos, usualmente se mantêm alheio a questões estratégicas e diretrizes que orientariam os clubes a resultados de longo prazo, o que, por sua vez, vai de encontro aos achados de Kim, Nofsinger e Mohr (2010) e suas derivações.

Apesar de tais nuances relativos às entidades desportivas, os clubes deveriam portar-se como qualquer instituição de outro setor da economia quanto ao equilíbrio financeiro, pois somente assim poder-se-ão manter em operação (ESPITIA-ESCUER e GÁRCIA-CEBRIÁN, 2010). Contudo, de acordo com a literatura, há dissenso e discrepâncias quanto a relação entre desempenho financeiro e esportivo.

Se por um lado, pesquisadores como

Szymanski (1998), Dantas *et al.* (2015) e Ferri *et al.* (2017) apregoam que a correlação é significativa e positiva entre os dois desempenhos, em flanco oposto, Göllü (2012) e Pereira *et al.* (2015), por exemplo, evidenciam que construir tal relação não é possível ou que tal resultado não foi observado. Não bastasse isso, os clubes convivem com cobranças constantes de torcedores apaixonados, diferentemente de outros seguimentos corporativos, o que faz com que busquem, continuamente e em concomitância, manter de forma sustentável desempenho dentro de campo e performance financeira (DANTAS *et al.*, 2015; DANTAS *et al.*, 2017).

Contudo, alinhar equipe competitiva com restrições orçamentárias e ainda almejar sucesso esportivo é tarefa árdua (Kern, 2012) e, ante esse *trade-off*, muitos clubes se perdem ao favorecer os elementos desportivos em detrimento do equilíbrio financeiro, porta de entrada para o alto endividamento e problemas de caixa (GUZMÁN e MORROW, 2007; ZOCCA-LI, 2011). A possibilidade de uma crise pode ser demonstrada pelo desequilíbrio entre receitas e despesas, bem como pelo crescimento da dívida. Cabe ressaltar que exercícios financeiros deficitários por si não configurariam um problema, desde que estas perdas sejam cobertas, por exemplo, por donatários, bancos, autoridades locais ou benefícios fiscais.

Neste sentido, as principais fontes de receitas dos clubes no Brasil são a negociação de direitos federativos dos atletas, a publicidade, a licença para transmissão de jogos pelos meios de comunicação, a bilheteria dos jogos e os programas de sócios-torcedores. Dantas e Boente (2011) asseveram que os atletas são o principal ativo de uma

agremiação esportiva, uma vez que maior a qualidade deste grupo, maior a probabilidade de conquistas de títulos e, conseqüentemente, maior arrecadação financeira.

No entanto, Marques e Costa (2016) ressaltam que, por mais que análises de investimentos possam apontar nesta direção, há outros fatores a serem considerados, e muitos deles imponderáveis. Assim, o gasto mais intenso na busca por mais conquistas e mais arrecadação eleva o nível de risco envolvido e pode levar a consequências catastróficas. Outras fontes importantes, mas incertezas e imprecisas para mensuração orçamentária, seriam os títulos, premiações e loterias. Com relação aos custos envolvidos, para além das despesas administrativas e de manutenção, os valores mais expressivos estão ligados de maneira direta as transações e salários dos atletas (MUNIZ e SILVA, 2020). Apesar disso, como maioria dos clubes são deficitários e possui alta alavancagem financeira, os custos com juros e rolagem de dívida consolidam uma rubrica importante no fluxo de caixa dessas entidades esportivas. Em alguns casos, a despesa financeira representa mais de 25% do faturamento total anual.

Ante tal conjuntura, emerge a necessidade de uma gestão profissional nos clubes de futebol, voltada para atingir também resultados econômicos e financeiros, e não somente conquistas e títulos desportivos (SANTOS e GREUEL, 2010). Desse modo, as entidades futebolísticas nacionais rumam para uma tendência mundial de profissionalização de seus gestores (SANTOS, 2011). Ainda assim, Jahara *et al.* (2016) aduzem que, no Brasil, é reduzido o número de clubes que conseguem obter resultados financeiros positivos ao final de cada exercício contábil, valendo-se de gestão financeira eficiente,

transparente e profissional. Daí a importância de estimar indicadores contábeis capazes de enfatizar a real situação econômica e financeira dessas entidades.

## 2.2 Indicadores Contábeis e Financeiros

A análise de balanços surgiu e desenvolveu-se dentro do sistema bancário, que foi até hoje seu principal usuário, principalmente para avaliar o risco, a liquidez e a rentabilidade dos tomadores de empréstimos (MATARAZZO, 2010; MARION, 2019). Em traço geral, seus principais adeptos são administradores de fundos e investidores a longo prazo (PIOTROSKI, 2000; LOPES e GALDI, 2006; PINHEIRO, 2019; ASSAF NETO, 2020). Com o aperfeiçoamento do mercado financeiro, essas ferramentas de análise fundamentalista foram aprimoradas e se mostraram determinantes para uma ampla avaliação econômica e financeira de empresas (BARROS, 2015; PINHEIRO, 2019). Por isso, Ludícibus (2017) apregoa que a necessidade de analisar as demonstrações financeiras é pelo menos tão antiga quanto à própria origem de tais peças.

A encontro dessas afirmações, Matarazzo (2010) e Assaf Neto (2020) observam também que os analistas buscam transformar os dados amalgamados nas demonstrações financeiras em informações a respeito da posição econômica e financeira da instituição em consideração, permitindo inferir se ela merece ou não crédito, se vem sendo bem ou mal administrada, se sua capacidade de pagamento encontra-se em equilíbrio ou caminha para a insolvência, se vem evoluindo ou regredindo ao longo dos exercícios, qual a rentabilidade anual verificada e, em última instância, se irá falir ou continuar operando.

Sem embargo, este tipo de análise fundamentalista tem como objetivo primário avaliar se há um valor real ou intrínseco que se relaciona de forma direta com o desempenho da firma, ou seja, visa determinar qual o justo valor de uma ação ou companhia (BODIE *et al.*, 2001; PENMAN, 2004). Vale ressaltar que a análise fundamentalista se baseia em indicadores econômicos e financeiros (especialmente liquidez, rentabilidade, estrutura de capital ou níveis de endividamento, entre outros), o que permite também comparar as entidades com elas mesmas ao longo do tempo e com outras de um mesmo setor, o *benchmark* (DAMODARAN, 2002; LAGIOIA, 2007; BARROS, 2015; IUDÍCIBUS, 2017; PINHEIRO, 2019).

Dada a importância da estimação desses índices para conhecer a realidade financeira e econômica do Cruzeiro Esporte Clube e suas mutações patrimoniais ao longo do tempo, este artigo valeu-se de uma gama de indicadores fundamentalistas para erigir uma análise acurada dos resultados do clube nos exercícios contábeis e como eles evoluíram nos últimos anos. Espera-se, com isto, contribuir para uma maior compreensão acerca das decisões de gestão exercidas pela entidade e que levaram ao trágico cenário em voga, o que afetou de maneira direta a liquidez (que expressa a capacidade da entidade honrar seus compromissos com terceiros), a rentabilidade (que determina a performance de uma instituição, ou seja, sua

capacidade de conversão dos investimentos em retorno) e o endividamento (que capta quanto uma empresa possui de dívida sobre o valor de patrimônio e ativos, permitindo conhecer se a organização está gerindo seus negócios de forma sustentável ou se tende a ter problemas financeiros num futuro próximo), bem como os níveis de atividade (que refletem o desempenho do clube em face das etapas do ciclo operacional da entidade) desta antiga instituição de futebol do país.

### 3. METODOLOGIA

Para alcançar o propósito deste artigo, foi realizado um estudo de caso, método que consiste em coletar informações e analisar de maneira aprofundada uma única unidade de pesquisa, seja ela um indivíduo, grupo, organização ou comunidades (CRESWELL, 2014). Assim sendo, este método parte da identificação de um caso específico e propõe investigar a realidade prática dessa entidade concreta (GIL, 2019). No caso deste trabalho, a unidade de pesquisa foi o Cruzeiro Esporte Clube (QUADRO 1, 2021).

Delimitado o objeto do estudo, tentou-se verificar a situação contábil e financeira do clube. Para isto, foram utilizadas as Demonstrações Financeiras dos dez últimos anos, correspondentes aos exercícios fiscais de 2011 a 2020. Os documentos foram obtidos nos sites da Federação Mineira de Futebol (2011 a 2018) e do próprio

**QUADRO 1 – Métodos e técnicas de pesquisa**

Método	Técnica de Pesquisa	Técnica de Coleta	Unidade de Pesquisa	Técnica de Tratamento de dados
Estudo de Caso	Descritiva	Análise Bibliográfica	Cruzeiro Esporte Clube	Análise de conteúdo
Levantamento Documental	Qualitativa	Análise Documental		
		Observação Participante		

Fonte: elaborado pelos autores (2021)

time (2019 e 2020). A partir dos Balanços Patrimoniais (BPs) e Demonstrações de Resultado do Exercício (DREs), foram estimados os indicadores arrolados no Quadro 1, com as equações correspondentes, e que foram agrupados em quatro dimensões que visam compreender as condições de Liquidez, Atividade, Endividamento e Rentabilidade da organização.

Dadas as especificidades dos registros contábeis e da atividade desempenhada pela entidade, alguns indicadores demandaram adaptações para sua plena efetividade. A Liquidez foi analisada em função da Liquidez Corrente e, em seguida, pela Liquidez Esportiva. Esta última se constitui uma adapta-

ção da Liquidez Seca, que deduz do total do ativo a conta de intangível, por nela constar escriturado o plantel de jogadores. Tal substituição visou a melhor apropriação desta conta, em substituição aos estoques, pouco representativos nas equipes esportivas.

Mensurou-se a Atividade por meio do Giro de Intangível, que se valeu da mesma modificação da Liquidez Esportiva, além da utilização de Custo de Atividades em substituição ao Custo de Produtos Vendidos, uma vez que as contas usualmente empregadas não refletem a principal finalidade da entidade. Por semelhante razão, empregou-se a Receita Operacional como numerador para a estimação do Giro do Ativo.

**QUADRO 2 – Dimensões analisadas, indicadores estimados e equações correspondentes**

Dimensão	Indicador	Equação Utilizada
Liquidez	Liquidez Corrente	$LC = \frac{\textit{Ativo Circulante}}{\textit{Passivo Circulante}}$
	Liquidez Esportiva	$LE = \frac{(\textit{Ativo Circulante} - \textit{Intangível})}{\textit{Passivo Circulante}}$
Atividade	Giro de Intangível	$GI = \frac{\textit{Custo das Atividades}}{\textit{Intangível}}$
	Giro do Ativo	$GA = \frac{\textit{Receita Operacional}}{\textit{Ativo}}$
Endividamento	Participação de Terceiros	$PT = \frac{\textit{Passivo Circulante} + \textit{Passivo Não Circulante}}{\textit{Patrimônio Líquido}}$
	Composição do Endividamento	$CE = \frac{\textit{Passivo Circulante}}{\textit{Passivo Total}}$
Rentabilidade	ROA – <i>Return on Asset</i>	$ROA = \frac{\textit{Lucro Disponível}}{\textit{Ativo}}$
	ROE – <i>Return on Equity</i>	$ROE = \frac{\textit{Lucro disponível}}{\textit{Patrimônio Líquido}}$

Fonte: Adaptado de Marion (2019) e Assaf Neto (2020)



Além dos indicadores, a situação financeira da equipe foi categorizada segundo as quatro estratificações possíveis para as equipes de futebol determinadas por Beech, Horsman e Magraw (2010), abaixo listadas da pior para a melhor:

1. Falência/Em liquidação: condição por meio da qual, em virtude de processo legal, o controle de uma organização tenha sido transmitido de seus diretores para um administrador externo independente, que age em prol dos interesses dos credores;

2. Insolvência: incapacidade de cumprir as obrigações nos prazos acordados;

3. Ilíquidez/Comprometimento financeiro: sem recursos imediatamente disponíveis;

4. Líquidez: com excedente de recursos imediatos.

Não limitando a análise aos indicadores fundamentalistas mencionados anteriormente, este artigo propõe uma contribuição metodológica afinada com o que foi destacado na parte teórica deste trabalho: abarcar na análise o *trade-off* entre performance financeira e desempenho esportivo, inerente aos clubes de futebol brasileiros. Para este fim, foi construído um modelo de aproveitamento esportivo anual, visando correlacionar o resultado deste indicador com os resultados obtidos através da estimação de indicadores fundamentalistas.

Dessa feita, a metodologia de aproveitamento esportivo anual pode ser denotada por:

$$AEA_y = (w_n \times s_{n1}) + (w_n \times s_{n2}) + (w_i \times s_i) \quad (1)$$

Onde:

$AEA_y$  representa o Aproveitamento Esportivo Anual para o ano  $y$ ;

$w_n$  é o peso atribuído às competições nacionais;

$s_n$  e  $s_i$  são escores lineares atribuídos à equipe de acordo com a colocação final em cada campeonato, sendo 1 para o primeiro lugar e  $(1/\text{número de equipes})$  correspondente à última posição. Em caso de eliminação durante fases de grupos ou de chaveamento, considera-se o número de equipes da última etapa disputada; e

$w_i$  é o peso atribuído às competições internacionais.

Cumprido asseverar que, para os anos de 2013 em diante, foram atribuídos pesos iguais à Série A do Campeonato Brasileiro, à Copa do Brasil e à Copa Libertadores da América, correspondentes a 1/3 para cada competição. Quando da disputa da Copa Sul-Americana ou Série B, os pesos destas competições foram metade da Libertadores ou Série A.

Os anos de 2011 e 2012 demandaram um ajuste na estrutura de pesos, pois o regulamento da Copa do Brasil excluía a participação dos clubes que jogassem a Copa Libertadores. Por esta razão, o Campeonato Brasileiro teve peso dobrado ao ser a única competição nacional em disputa. Desta forma, caso a equipe esteja na disputa da Série A e da Copa Libertadores da América, ela se candidata a um Aproveitamento Esportivo Anual que chega a 1. Caso dispute a Série B, a nota máxima possível é 0,5. A única exceção a esta regra seria o caso de a equipe campeã das Copas Libertadores ou Sul-Americana sofrer rebaixamento à Série B do Campeonato Brasileiro no mesmo ano. Nesta improvável situação o time voltaria a jogar a Libertadores estando na segunda divisão nacional.

Após calcular os índices supracitados para cada ano, foi conduzida uma análise capaz de contemplar as principais variações observa-

das ao longo do tempo, o que revela, em última instância, as decisões gerenciais tomadas pela administração do clube e que levaram ao estado crítico de suas contas, conforme resultados apresentados na próxima seção.

#### 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

A coleta e a sistematização dos dados contábeis do Cruzeiro Esporte Clube permitiram verificar a ordem de grandeza das severas dificuldades econômico-financeiras que a equipe se encontra.

A Tabela 1 exibe os resultados da estatística descritiva de contas selecionadas, extraídas dos Balanços Patrimoniais e das Demonstrações de Resultados dos Exercícios. Todos os valores foram trazidos à referência de 2020, corrigidos pelo IPCA.

Os dados permitem verificar que o clube, na média, apresentou resultados deficitários na década, chegando a acumular déficits próximos a R\$ 1 bilhão. Sem ativos correspondentes, o clube tem apropriado estes resultados comprometendo, inclusive o patrimônio líquido que, na média, já retrocedeu à condição de passivo a descoberto.

Em complemento a este panorama, a Tabela 2 dispõe a estatística descritiva dos indicadores contábeis estimados para a agremiação. Por meio dela, pode-se conhecer a média, o desvio-padrão e o coeficiente de variação, além dos valores máximos e mínimos das estimações que, por sua vez, constroem um cenário pouco animador. Nota-se que para cada R\$1,00 em dívidas, o Cruzeiro Esporte Clube tem, em média, apenas R\$0,37 em ativos (liquidez corrente).

**TABELA 1 – Estatística Descritiva para variáveis contábeis selecionadas**

Variável Contábil	Média (R\$ mil)	Desvio-padrão (R\$ mil)	Coeficiente de Variação	Intervalo (R\$ mil)	Mínimo (R\$ mil)	Máximo (R\$ mil)
Ativo Circulante	106.966,48	32.187,56	0,30	101.858,52	45.064,00	146.922,52
Ativo não circulante	479.961,49	83.396,78	0,17	238.462,75	294.967,00	533.429,75
Intangível	120.581,58	51.548,99	0,43	173.533,45	38.656,00	212.189,45
Total do Ativo	586.927,98	111.683,06	0,19	332.693,31	340.031,00	672.724,31
Passivo Circulante	337.754,69	145.164,93	0,43	512.668,20	208.373,84	721.042,04
Passivo Não Circulante	311.292,60	141.958,67	0,46	492.117,24	176.649,76	668.767,00
Patrimônio Líquido	-62.192,94	312.987,38	-5,03	972.074,39	-713.361,00	258.713,39
Déficits Acumulados	-336.614,04	270.366,08	-0,80	818.277,25	-921.135,00	-102.857,75
Total do Passivo + PL	586.854,34	111.648,72	0,19	332.691,31	340.033,00	672.724,31
Receitas Operacionais	275.344,88	96.640,35	0,35	310.855,15	118.823,00	429.678,15
Custo das Atividades	-295.072,42	104.199,99	-0,35	341.860,79	-504.524,24	-162.663,45
Resultado Bruto	-19.727,53	90.143,50	-4,57	291.323,95	-207.664,72	83.659,23
Despesas Operacionais	-69.024,94	37.478,28	-0,54	125.705,30	-161.180,00	-35.474,70
Lucro/Déficit do Exercício	-96.600,14	127.981,21	-1,32	397.505,99	-416.640,75	-19.134,76

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2021.

**TABELA 2 – Estatística Descritiva dos Indicadores Contábeis Estimados**

Indicador Contábil	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão	Coefficiente de Variação
Liquidez Corrente	0,71	0,10	0,37	0,19	0,51
Liquidez Esportiva	0,38	-0,38	-0,02	0,22	-12,31
Giro de Estoque	7,12	1,42	2,90	1,77	0,61
Giro do Ativo	0,70	0,26	0,47	0,16	0,34
Participação Capitais de Terceiros	496,87	-33,10	48,24	158,13	3,28
Composição Endividamento	0,77	0,37	0,52	0,12	0,22
ROA	-0,03	-0,98	-0,22	0,33	-1,53
ROE	0,97	-26,88	-2,60	8,55	-3,29

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2021.

Como é sabido, indicadores de liquidez quanto maiores melhores, pois demonstram a capacidade de a instituição cumprir com os compromissos assumidos com terceiros. O indicador de liquidez esportiva é ainda pior, pois apresenta média negativa (0,02) na série. Os indicadores ROA e ROE também apresentam média negativa, respectivamente -0,22 e -2,66, reforçando um quadro de performance financeira da instituição muito ruim, pois o retorno dos investimentos, sejam eles em ativos ou patrimônio líquido, não tem rendido bons frutos para o clube.

A estimação dos indicadores estruturados na metodologia permite, em uma primeira leitura, verificar a deterioração da saúde financeira do Cruzeiro Esporte Clube ao longo da última década. Os resultados expostos na Tabela 3 evidenciam que os níveis de liquidez corrente percebidos nos dois anos iniciais da amostra não foram mais percebidos de 2013 em diante. Ao passo que a equipe percebeu uma liquidez corrente de 0,71 em 2012, de 2013 em diante o melhor valor desse indicador foi 0,47 (referente ao exercício de 2015), e no último ano da amostra o Clube percebeu 0,12 nesta categoria. Estes valores evidenciam a incapacidade de

honrar os compromissos com vencimento inferior a um ano que, de acordo com as categorias de Beech *et al* (2010), corresponde à condição de insolvência.

A liquidez esportiva, que deduz o valor do plantel desta razão, apresenta situação ainda mais crítica. Entre os exercícios de 2014 e 2019, o Cruzeiro registrou valores negativos e voltando, no último ano da amostra, a condição ligeiramente positiva (0,02). Este resultado permite inferir que a agremiação depende fundamentalmente da venda de seus jogadores para honrar os compromissos previamente estabelecidos.

Analisadas conjuntamente, a Liquidez Corrente e a Liquidez Esportiva impõem-se como fator explicativo para os fatos ocorridos em 2020, no qual o inadimplemento ocasionou perda de seis pontos no Campeonato Brasileiro da Série B, em punição imposta pela Federação Internacional de Futebol – FIFA.

A venda de jogadores demandada pela condição de liquidez também é manifestada pelo Giro de Intangível, cujos valores dramaticamente elevados nos dois últimos exercícios resultam majoritariamente da diminuição dos valores da conta que abrange o registro dos jogadores. Tal diminuição também foi responsável por um

declínio, próximo à metade, do ativo total entre os exercícios de 2018 e 2019. Isso fez com que o clube registrasse, em 2019, o maior valor para Giro do Ativo da década. No entanto, com plantel reduzido, além das reduções de receitas provenientes do rebaixamento ocorrido, o clube reduziu este indicador pela metade em um ano: 0,70 em 2019 para 0,35 em 2020.

Tomados conjuntamente, o Giro de Intangível e o Giro do Ativo corroboram as proposições de Marques e Costa (2016), e Muniz e Silva (2020), e quantificam os riscos incorridos na busca desenfreada por abundância de receitas e plantel valoroso, quando da não conquista dos resultados almejados.

O endividamento do Cruzeiro foi verificado por dois indicadores. A participação de capital de terceiros, estimada na relação entre o passivo total e o patrimônio líquido, evidencia uma relevante modificação na estrutura de capital a partir de 2016. Neste ano, o valor do Patrimônio Líquido reduziu-se a aproximadamente 1/30 do exercício imediatamente anterior, o que justifica o exorbitante valor da Participação do Capital de Terceiros.

Ademais, de 2017 em diante, o patrimônio líquido do clube passou a registrar-se negativo, como passivo a descoberto. Por esta

razão, a participação de capitais de terceiros passou a, também, encontrar valores negativos. Entretanto, independentemente do sinal, os valores absolutos revelam o quão dependente é dos recursos de terceiros, o que tolhe sensivelmente suas liberdades na tomada de decisões de longo prazo.

A rentabilidade do clube foi estimada com base em dois de seus indicadores mais usuais. Em síntese, a aferição destes revelou, inicialmente, os prejuízos incorridos pela equipe em todos os anos da amostra. Isso posto, duas conclusões podem ser tiradas. A primeira delas, que os sinais esperados de ROA e ROE são negativos. Na segunda, novamente confirma-se a necessidade de uma adequada gestão corporativa, em substituição à irrestrita busca por títulos e maior arrecadação.

O Retorno do Ativo, mesmo negativo, permaneceu próximo a zero durante quase toda a amostra, e mais intensamente nos exercícios iniciais. A partir de 2018, no entanto, o Cruzeiro passou a apresentar resultados significativamente piores para o ativo possuído, chegando ao seu pior momento em 2019, com -0,98. O Retorno do Patrimônio Líquido, ROE, também teve sua situação agravada com o passar dos anos. De uma situação pouco negativa, -0,08 em

**TABELA 3 – Indicadores Contábeis anuais do Cruzeiro Esporte Clube no período 2011-2020**

Indicador	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Liquidez Corrente	0,12	0,10	0,23	0,40	0,36	0,47	0,36	0,42	0,71	0,59
Liquidez Esportiva	0,02	-0,05	-0,38	-0,13	-0,24	-0,03	-0,01	0,02	0,38	0,24
Giro de Intangível	7,12	4,85	1,68	1,86	1,42	3,14	2,25	2,22	2,51	1,97
Giro do Ativo	0,35	0,70	0,61	0,60	0,43	0,69	0,43	0,40	0,26	0,29
Participação de Capitais de Terceiros	-1,48	-1,83	-6,82	-33,10	496,87	14,67	6,80	3,34	2,36	1,60
Composição do Endividamento	0,37	0,77	0,51	0,46	0,45	0,44	0,62	0,58	0,45	0,57
ROA	-0,67	-0,98	-0,14	-0,03	-0,05	-0,05	-0,08	-0,05	-0,07	-0,03
ROE	0,32	0,81	0,80	0,97	-26,88	-0,81	-0,64	-0,23	-0,24	-0,08

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2021.

2011, passou-se a +0,32 no último exercício. Cabe observar que o número positivo neste caso não representa um retorno vantajoso para a entidade, mas, ao contrário disso, é o resultado da divisão de um déficit por um patrimônio líquido com valor negativo.

Analisada conjuntamente, a rentabilidade do clube não apresenta um resultado animador a possíveis investidores. Em síntese, no exercício mais recente, a um potencial investidor teria perdido R\$0,67 para cada R\$1 alocado na entidade. Caso ela fosse forçada a pagar suas dívidas, o patrimônio seria insuficiente.

Em síntese, a condição financeira do Cruzeiro Esporte Clube oscila entre a iliquidez e a insolvência. A incapacidade de honrar os compromissos nos prazos acordados revelou-se onerosamente adiada, o que agrava a dependência de recursos externos para financiamento, dado que a venda do principal componente do ativo foi insuficiente para saldar mesmo as obrigações mais imediatas. Como consequência, esta indisponibilidade financeira também se manifesta em sua performance esportiva, como na permanência na Série B, o que deprime a capacidade de incrementar as receitas no curto prazo e

retroalimenta o cenário de crescentes dificuldades financeiras.

Em complemento à análise financeira, a Tabela 4 apresenta o Aproveitamento Esportivo Anual do Cruzeiro Esporte Clube. A aferição do desempenho da equipe em campo permite verificar que entre 2011 e 2020, o ano do rebaixamento – 2019 – foi o pior da década da equipe, fruto do desempenho no Campeonato Brasileiro e da eliminação na primeira fase da Copa Libertadores. Em 2020, a equipe teve resultado próximo, porém oriundo da ausência nos torneios continentais que limitou o escore máximo a ser percebido. Esta ausência também foi percebida em 2012, fruto da má campanha no Campeonato de 2011, no qual o Cruzeiro escapou do rebaixamento na última rodada.

O desempenho esportivo ou financeiro, analisados de forma isolada, já contribuem muito para um maior nível de detalhamento no que tange as decisões de gestão tomadas pelo clube. No entanto, para verificar a existência de uma correlação entre os indicadores fundamentalistas e o aproveitamento esportivo anual, foi estimada uma matriz de correlação com estes dois

**TABELA 4 – Aproveitamento Esportivo Anual estimado para o Cruzeiro Esporte Clube**

Ano	Aproveitamento	Brasileirão		Copa do Brasil	Torneios Continentais	
		Série A	Série B		Libertadores	Sul-Americana
2020	0,16	-	0,13	0,03		
2019	0,15	0,07	-	0,04	0,04	
2018	0,59	0,21	-	0,33	0,04	
2017	0,60	0,26	-	0,33		0,01
2016	0,23	0,15	-	0,08		
2015	0,28	0,21	-	0,02	0,04	
2014	0,54	0,33	-	0,17	0,04	
2013	0,35	0,33	-	0,02		
2012	0,22	0,20	-	0,02		
2011	0,19	0,17	-		0,02	
2010	0,67	0,63	-		0,04	

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2021.

conjuntos de variáveis, com resultados expostos na Tabela 5. As siglas são as mesmas utilizadas na Equação 1 e no Quadro 1.

Os resultados indicam que o aproveitamento em competições ano a ano tem correlação fraca, porém positiva e significativa, com as variáveis giro do ativo, ROA e ROE. Por outro lado, o desempenho esportivo anual está correlacionado, negativamente, à liquidez corrente e esportiva, à participação de capitais de terceiros, e à composição do endividamento. Estes resultados, analisados conjuntamente, permitem inferir que a representatividade do intangível é determinante para o sucesso esportivo, sobretudo se esta conta não representa uma porção excessivamente elevada do ativo.

Evidenciada a situação financeira e patrimonial da equipe conjuntamente ao desempenho esportivo, a literatura relata que a melhoria das condições de solvência e liquidez, com consequente recuperação do desempenho esportivo, seria viabilizada mediante o incremento de receitas por doações de terceiros interessados na recuperação do clube, em detrimento ao retorno pecuniário obtido quando desta modalidade de cessão. Popularmente abordadas pelo jornalismo especializado como *mecenato*, em alusão às práticas de financiamento cultural renascentistas, tais receitas

já encontraram precedentes nos últimos exercícios financeiros do Cruzeiro Esporte Clube. Entretanto, a da cobertura dos déficits e despesas por estes recursos encontra severas dificuldades de continuidade, como Lago *et al* (2010, p.154) advertem:

O fato que muitos clubes têm achado cada vez mais difícil encontrar fundos que cubram estas diferenças reflete a crescente dificuldade de os clubes encontrarem as fontes tradicionais de financiamento. De longe, contudo, nossas discussões ilustram que a crise, na maioria da Europa e onde existe, é majoritariamente encontrada entre os clubes pequenos (LAGO *et al*, 2010, p.154).

Descartada esta possibilidade como re- denção econômica da agremiação, a concentração de esforços empreendidos nas melhores oportunidades de ganho pode trazer considerável alívio em médio e longo prazo. Para tal finalidade, o investimento nas categorias de base pode vir a maximizar os lucros oriundos de vendas de atletas formados pelo próprio clube. No entanto, cabe salientar que esta alternativa tende a requerer alguns anos para se consolidar como um fluxo permanente.

**TABELA 5 – Matriz de correlações entre Indicadores Contábeis e Aproveitamento Esportivo Anual**

	LC	LE	GI	GA	PT	CE	ROA	ROE	AEA
LC	1,0000								
LE	0,6406	1,0000							
GI	-0,5780	0,1583	1,0000						
GA	-0,4904	-0,6391	0,0285	1,0000					
PT	-0,0192	-0,3385	-0,2815	-0,1192	1,0000				
CE	-0,2350	0,0101	-0,0772	0,2814	-0,1900	1,0000			
ROA	0,7470	0,0486	-0,8170	-0,2862	0,1711	-0,3875	1,0000		
ROE	-0,0063	0,3310	0,3033	0,1292	-0,9980	0,2081	-0,2038	1,0000	
AEA	-0,0280	-0,5129	-0,5286	0,3189	-0,2293	-0,0262	0,4703	0,2056	1,0000

Fonte: Resultados da Pesquisa, 2021

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Dado que o futebol é um esporte de fundamental importância no Brasil, tanto pela ótica social quanto pela perspectiva econômica, este estudo tencionou analisar os indicadores contábeis de uma importante agremiação clubística nacional, a fim de conhecer a situação econômica e financeira atual desta instituição de destaque, bem como compreender o processo de evolução desses índices ao longo do tempo.

É sabido que deter boas práticas de gestão e governanças garante o desenvolvimento sustentável e perene de qualquer entidade, seja ela uma empresa de capital aberto ou um clube de futebol. No entanto, nos últimos anos o Cruzeiro Esporte Clube entrou no debate nacional, após revelar um atoleiro de dívidas e condutas administrativas escusas.

Este estudo, por meio do estudo de caso e estimação dos indicadores de liquidez, rentabilidade, endividamento e atividade, lançou luz às contas do clube, divulgadas em suas Demonstrações Financeiras, para o período de 2011-2020. Os resultados indicam que o Cruzeiro Esporte Clube tem uma situação financeira que varia a iliquidez e a insolvência. Para além disto, o clube apresenta forte dependência de recursos externos para financiamento, mas com o pífio desempenho dentro de campo, rebaixamento e permanência na Segunda Divisão (Série B), há severas dificuldades para incrementar receitas e atenuar os danos de caixa no curto prazo.

O indicador de desempenho esportivo anual proposto permitiu relacionar a performance da equipe em campo com as variáveis fundamentalistas do estudo. As evidências da correlação estimada revelam que o ativo intangível é representativo para

o sucesso esportivo, especialmente se esta conta não representar uma porção excessivamente elevada do ativo.

Vale ressaltar, neste contexto, que o clube buscou, no último ano da série, reduzir o endividamento de curto prazo através da renegociação de dívidas, com o propósito de alongar o perfil desses passivos. Todavia, o passivo do clube é oneroso e prejudica realização de novos investimentos, perpetuando um ciclo que pode levar a inviabilidade de montar um time competitivo e com alto grau de alavancagem. Este movimento aconteceu com outros clubes de expressão do país num passado recente e levaram a um encolhimento significativo em curto hiato temporal, casos da Associação Portuguesa de Desportos (São Paulo) e do Guarani Futebol Clube (Campinas).

Situado no cenário nacional de possível alteração legal, a transformação em clube-empresa emerge como uma possível redefinição financeira para a entidade, já sendo, inclusive, discutida pela presidência junto a empresários interessados. Todavia, nem sempre a mera migração para clube-empresa resulta em saneamento de dívidas e melhor performance financeira<sup>1</sup>. A realidade empírica do Brasil ainda apresenta resultados antagônicos, pois se para instituições como o Bragantino (antigo Clube Atlético Bragantino e atual Red Bull Bragantino) foi válida a fusão junto a empresa Red Bull, um modelo de gestão que a empresa já desenvolve em outros países como Alemanha, Estados Unidos e Áustria, por outro lado clubes como o Figueirense Futebol Clube

<sup>1</sup> Durante o processo de revisão deste artigo, o Cruzeiro iniciou o processo de transformação em Sociedade Anônima do Futebol (SAF). Todavia, a aquisição por parte do ex-jogador Ronaldo Nazário ainda está em fase de *due diligence* (etapa de diligência voluntária que investiga a entidade como um todo, amalgamando questões financeiras, legais, contábeis, jurídicas, operacionais e administrativas. Como o acordo de intenções é de 180 dias para ser efetivado, este fato não foi contemplado neste trabalho. Inclusive, este choque exógeno do marco legal pode ser utilizado em pesquisas futuras para avaliar o impacto da instituição da SAF na situação financeira e administrativa dos clubes.

adotou o formato clube-empresa e faliu, pedindo recuperação judicial. Inclusive quando a empresa Elephant deixou o clube, a situação financeira ficou tão caótica que a equipe perdeu por W.O., em um protesto dos jogadores que optaram por não atuar em função dos salários atrasados.

Tais fatos demonstram que nem sempre é simétrica a relação entre clube e empresa, pois nem sempre a implementação desse

formato de gestão configura melhor desempenho em campo e fora dele. De qualquer maneira, se a situação atual se perpetuar, o Cruzeiro Esporte Clube não terá condições financeiras de se manter viável e saudável financeiramente, e suas páginas heroicas podem encontrar sequência com um enredo alternativo. Os inúmeros gols contra, no âmbito da gestão e da governança corporativa, agora cobram a conta.



## REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. **Estruturas e Análise de Balanços** – Um Enfoque Econômico-financeiro. 12 ed., São Paulo: Atlas, 2020.
- BARROS, T.S. **Análise Técnica e Fundamentalista: Ensaio Sobre Os Métodos de Análise**. Revista de Administração e Negócios da Amazônia (Rara), v.7, n.2, mai/ago., 2015.
- BEECH, J.; HORSMAN, S.; MAGRAW, J. **Insolvency events among English football clubs**. *International Journal of Sports Marketing and Sponsorship*, v.11, n.3, p.53-66, 2010.
- BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. **Investments**. 5.ed. Boston: McGraw-Hill, 2001.
- BONFIM, M.P.; COLE, N.R. **Desempenho Econômico-Financeiro e Clubes de Futebol** - Uma Análise nas Agremiações da Região Sudeste. *Revista de Gestão e Negócios do Esporte (RGNE)*, v. 4, n.1, p.48-63, jan.-jun., 2019.
- BRASIL. Lei 6.354 de 2 de setembro de 1976. **Dispõe sobre as relações de trabalho do atleta profissional de futebol e dá outras providências**. Brasília: Diário Oficial da União, 03 set., 1976.
- BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as sociedades por ações**. Brasília: Diário Oficial da União, 17 dez., 1976(b).
- BRASIL. Lei 9.615 de 24 de março de 1998. **Institui normas gerais sobre desporto e dá outras providências**. Brasília: Diário Oficial da União, 25 mar., 1998.
- BRASIL. Lei 10.672 de 15 de maio de 2003. **Altera dispositivos da Lei nº9.615 de 24 de março de 1998, e dá outras providências**. Brasília: **Diário Oficial da União**, 24 mar., 1998.
- BRASIL. Lei 13.155 de 04 de agosto de 2015. **Estabelece princípios e práticas de responsabilidade fiscal e financeira e de gestão transparente e democrática para entidades desportivas profissionais de futebol; institui parcelamentos especiais para recuperação de dívidas pela União, cria a Autoridade Pública de Governança do Futebol - APFUT; dispõe sobre a gestão temerária no âmbito das entidades desportivas profissionais; cria a Loteria Exclusiva - LO-TEX; altera as Leis nº 9.615, de 24 de março de 1998, 8.212, de 24 de julho de 1991, 10.671, de 15 de maio de 2003, 10.891, de 9 de julho de 2004, 11.345, de 14 de setembro de 2006, e 11.438, de 29 de dezembro de 2006, e os Decretos-Leis nº 3.688, de 3 de outubro de 1941, e 204, de 27 de fevereiro de 1967; revoga a Medida Provisória nº 669, de 26 de fevereiro de 2015; cria programa de iniciação esportiva escolar; e dá outras providências**. Brasília: **Diário Oficial da União**, ed. extra, 05 ago., 2015.
- CFC – Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução CFC NBC ITG 2002 (RI)**, 2015. Disponível em: <[https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/ITG2002\(RI\).pdf](https://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/ITG2002(RI).pdf)>. Acesso em 9 de maio de 2021.
- CFC – Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução CFC NBC ITG 2003 (RI)**, 2017. Disponível em: <[http://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/ITG2003\(RI\).pdf](http://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/ITG2003(RI).pdf)>. Acesso em 9 de maio de 2021.
- CARVALHO, L.C.; OLIVEIRA, P.H.C.; GIAROLA, E. **Determinantes da rentabilidade em clubes de futebol brasileiro**. Anais do XXVII Congresso Brasileiro de Custos – Associação Brasileira de Custos, 09-11 nov. 2020.
- CARVALHO, M. S.; CASTRO, P. C.; GUABIROBA, R. C. **Eficiência e eficácia de clubes de futebol** – Uma análise comparativa. *Revista Produção e Desenvolvimento*, v.2, n.2, p.101-114, 2016.
- CRESWELL, J.W. **Research Design: Qualitative, Quantitative and Mixed Methods Approaches**. 4 ed., Thousand Oaks: Sage, 2014.
- CRUZEIRO ESPORTE CLUBE. **Gestão: Balanço Patrimonial e Demonstrações Financeiras**, 2021. Disponível em: <<https://www.cruzeiro.com.br/pagina/show/43>>. Acesso em 04 de maio de 2021.
- DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 2 ed. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- DANTAS, M. G. S.; BOENTE, D. R. **A eficiência financeira e esportiva dos maiores clubes de futebol europeus utilizando a Análise Envoltória de Dados**. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 5, n. 13, art. 5, p. 75-90, 2011.
- DANTAS, M.G.S.; MACHADO, M. A. V.; MACEDO, M. Á. DA S. **Fatores determinantes da eficiência dos clubes de futebol do Brasil**. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, São Paulo, v. 8, n. 1, p. 113-132, 2015.
- DANTAS, M. G. S.; FREITAS NETO, R. M.A. da; COSTA, M.A.A.; BARBOSA, A. **The determinants of brazilian football clubs' debt ratios**. *BBR-Brazilian Business Review*, edição especial, p. 94-109, 2017.
- DIMITROPOULOS, P. **Capital structure and corporate governance of soccer clubs: European evidence**. *Management Research Review*, v.37, n.7, p.658-678, 2014.
- ESPITIA-ESCUER, M.; GARCÍA-CE-

- BRIÁN, L. I. **Measurement of the efficiency of football teams in the Champions League.** Managerial and Decision Economics, v. 31, p. 373-386, 2010.
- FERREIRA, H.L.; MARQUES, J.A.V.; MACEDO, M.A.S. **Desempenho Econômico-Financeiro e Desempenho Esportivo: Uma Análise com Clubes de Futebol do Brasil.** Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão, v.16, n.3, 2018.
- FERRI, L.; MACCHIONI, R.; MAFFEI, M.; ZAMPELLA, A. **Financial versus sports performance: The missing link.** International Journal of Business and Management, v. 12, n. 3, p. 36-48, 2017.
- GIL, A.C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa.** 6.ed. São Paulo: Atlas, 2019.
- GÖLLÜ, E. **Impact of the financial performances of incorporations of football clubs in the domestic league on their sportive performances: A study covering four major football clubs in Turkey.** Pamukkale Journal of Sport Sciences, v. 3, n. 1, p. 20-29, 2012.
- GUZMÁN, I.; MORROW, S. **Measuring efficiency and productivity in professional football teams: evidence from the English Premier League.** Central European Journal of Operations Research, v. 15, p. 309-328, 2007.
- HOFFMANN, R.; GING, L. C.; RAMASAMY, B. **The Socio-Economic Determinants of International Soccer Performance.** Journal of Applied Economics, v.V, n.2, p. 253-272, 2002.
- IUDÍCIBUS, S. **Análise de Balanços.** 11 ed., São Paulo:Atlas, 2017.
- JAHARA, R. C.; MELLO, J. A. V. B., AFONSO, H. C. A. G. **Proposta de índice padrão e análise de performance financeira em 2014 dos clubes brasileiros de futebol da série A.** Podium Sport, Leisure and Tourism Review, n.5, v. 3, p.20-40, 2016.
- JENSEN, M., MECKLING, W. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.** Journal of Financial Economics, v.3, n.4, 1976
- KERN, A.; SCHWARZMANN, M.; WIEDENEGGER, A. **Measuring the efficiency of English Premier League football: A two-stage data envelopment analysis approach.** Sport, Business and Management: An International Journal, v. 2, n. 3, p. 177-195, 2012.
- KIM, K.A.; NOFSINGER, J.R.; MOHR, D.J. **Corporate Governance.** 3. ed, New Jersey: Prentice Hall, 2010.
- LAGIOIA, U.C. **Fundamentos do Mercado de Capitais.** São Paulo:Atlas, 2007.
- LAGO, U.; SIMMONS, R.; SZYMANSKI, S. **The Financial Crisis in European Football: An Introduction.** Football Economics and Policy. 1 ed. London: Palgrave Macmillan, 2010.
- LEONCINI, M. P. **Entendendo o negócio futebol: um estudo sobre a transformação do modelo de gestão estratégica nos clubes de futebol.** Tese (Doutorado), São Paulo. Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, 2001.
- LOPES, A. B.; GALDI, F. C. **Financial Statement Analysis also separate Winners from Losers in Brazil.** Seminário de pesquisa econômica da EFGE/FGV, Anais... São Paulo: USP, 2006.
- MARION, J.C. **Análise das Demonstrações Contábeis.** 8 ed. Editora Atlas, 2019.
- MAROTZ, D.P.; MARQUEZAN, L.H.F.; DIEHL, C.A. **Clubes de Futebol: relações entre investimento, desempenho e adesão ao PROFUT.** Revista Contemporânea de Contabilidade, v.17, n.43, p.03-18, abr.-jun. 2020.
- MARQUES, D.S.P.; COSTA, A.L. **Administração de clubes de futebol profissional: proposta de um modelo específico de governança para o setor.** Organizações e Sociedade, v.236, p.78, jul.-set., 2016.
- MATARAZZO, D.C. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Gerencial.** 7 ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MATEUS, L.G.D.; FRANCISCO, J.R.S. **Análise da Influência das Novas Arenas no Desempenho Operacional dos Clubes de Futebol Brasileiros: Um Estudo Pós Copa Das Confederações 2013.** Revista Valore, v.5 ed. esp., p.1-16, 2019.
- MÓSCA, H. M. B.; SILVA, J. R. G.; BASTOS, S.A. P. **Fatores institucionais e organizacionais que afetam a gestão profissional de departamentos de futebol dos clubes: O caso dos clubes de futebol no Brasil.** Revista Gestão e Planejamento, v. 10, n. 1, p. 53-71, 2009.
- MUNIZ, L.S.; SILVA, M. **Análise das demonstrações contábeis dos clubes brasileiros de futebol: comparação entre a situação econômica e financeira e o aproveitamento nas partidas oficiais de 2015 a 2017.** CAFI – Contabilidade, Atuária, Finanças e Inovação, v. 3 n. 1, p. 17-32, 2020.
- NAKAMURA, W.T. **Reflexões Sobre a Gestão de Clubes de Futebol no Brasil.** Journal of Financial Innovation, v.1, n.1, p.40-52, 2015.
- NASCIMENTO, J. C. H. B.; NOSSA, V.; BERNARDES, J. R.; SOUSA, W. D. **A eficiência dos maiores clubes de futebol brasileiros: Evidências de uma análise longitudinal no período de 2006 a 2011.** Contabilidade Vista & Revista, v.26, n.2, p.137-161, 2015.

- OPREAN, V. B.; OPRISOR, T. **Accounting for soccer players: capitalization paradigm vs. expenditure.** *Procedia Economics and Finance*, v.15, p.1647-1654, 2014.
- PENMAN, S. H. **Financial statement analysis and security valuation.** 2.ed. Boston: Irwin Mc Graw Hill, 2004.
- PEREIRA, C.A.; REZENDE, A. J.; CORRAR, L.J.; LIMA, E. M. **A gestão estratégica de clubes de futebol: uma análise da correlação entre performance esportiva e resultado operacional.** In: IV CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE. Anais... São Paulo: USP, 2004.
- PEREIRA, A. G. C.; BRUNOZI JUNIOR, A. C.; KRONBAUER, C.A.; ABRANTES, L.A. **Eficiência técnica e desempenho econômico-financeiro dos clubes de futebol brasileiros.** REUNA, v. 20, n. 2, p. 115-138, 2015.
- PINHEIRO, J. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas.** 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2019.
- PIOTROSKI, J. D. Discussion of separating winners from losers among low book-to-market stocks using financial statement analysis. *Journal of Accounting Research*, v.10, 2005.
- RODRIGUES, M. S.; SILVA, R. C. **A estrutura empresarial nos clubes de futebol.** *Organizações & Sociedade*, v.16, n.48, p.17-37, 2009.
- SANTOS, A. F. **Gestão econômico-financeira dos clubes de futebol versus desempenho de ranking de clubes da CBF: Uma aplicação da análise das componentes principais.** 14º Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, Anais... São Paulo: FGV, 2011.
- SANTOS, A. F.; GREUEL, M.A. **Análise da gestão financeira e econômica dos clubes brasileiros de futebol: uma aplicação da análise das componentes principais.** In: XIII SEMEAD, Anais... São Paulo: USP, 2010.
- SILVA, C. A. T. S.; TEIXEIRA, H. M.; NIYAMA, J.K. **Evidenciação contábil em entidades desportivas: uma análise dos clubes de futebol brasileiros.** In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, Anais... São Paulo: USP, 2009.
- SZYMANSKI, S. **Why is Manchester United so successful?** *Business Strategy Review*, v. 9, n. 4, p. 47-54, 1998.
- ZOCCALI, C. **The role of financial indicators in the life of Italian football clubs.** *Rivista di Diritto ed Economia dello Sport*, v.VII, n. 3, p. 83-101, 2011.