



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

FACULDADE DE DIREITO

EDUARDO ARAUJO REIS

**AS SOCIEDADES ANÔNIMAS DO FUTEBOL NUMA PERSPECTIVA  
MERCADOLÓGICA: Os Desafios de Estruturação Financeira e de Governança das  
SAF's para Entrarem no Mercado Aberto de Capitais**

Brasília

2024



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

FACULDADE DE DIREITO

EDUARDO ARAUJO REIS

**AS SOCIEDADES ANÔNIMAS DO FUTEBOL NUMA PERSPECTIVA  
MERCADOLÓGICA: Os Desafios de Estruturação Financeira e de Governança das  
SAF's para Entrarem no Mercado Aberto de Capitais**

Monografia apresentada à Banca  
Examinadora da Faculdade de Direito da  
Universidade de Brasília, campus Darcy  
Ribeiro

Orientador: Professora doutora Amanda  
Athayde

Brasília

2024

## **RESUMO:**

A presente monografia visa discutir os efeitos da Lei 14.193/21 dentro do futebol brasileiro, a partir de uma perspectiva mercadológica, ou seja, a discussão será centrada nas possibilidades de capitalização dos times de futebol brasileiro e os possíveis efeitos disso na gestão e nos resultados dos clubes. Assim, destaca-se que no dia 21 de agosto de 2023, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu o Parecer de Orientação nº41, que versava justamente sobre a possibilidade de acesso das Sociedades Anônimas do Futebol (SAF) no mercado de capitais. Desse modo, a CVM destacou o papel do Mercado de Capitais de conectar tomadores e poupadores de recurso, bem como a função da instituição de auxiliar na manutenção da saúde financeira e equilíbrio fiscal das empresas listadas, mantendo sempre um padrão desejável ao investidor. Dessa forma, deve-se discutir justamente como em um cenário de tantas más gestões consolidadas pelas associações de futebol, as novas SAF's conseguirão se equacionar financeiramente para que se consolidem dentro do mercado de capitais. Para além disso, deve-se discutir também possíveis formas de ingresso das SAF's dentro de um sistema de capitalização de mercado, observando as possibilidades de IPO, entre outras modalidades menos convencionais, que iriam desde debêntures conversíveis, aos ainda não muito tradicionais no Brasil fundos de *private equity*, como foi observado o caso recente da compra do Coritiba FC. Por fim, a monografia irá debater justamente o futuro dessas SAF's que aderirem a um sistema de mercado, observando as possibilidades de investimento no Brasil, bem como a adaptabilidade dessas novas SAF's aos requisitos da CVM e as formas como as novas sociedades anônimas do futebol poderão se organizar para aumentarem seus lucros e trazerem melhores resultados desportivos.

**Palavras chave:** futebol brasileiro, associação, investimentos, reestruturação financeira, governança corporativa, *compliance*, fundos de investimento, Bolsa de Valores, CVM, sucesso desportivo, ligas de futebol

## **ABSTRACT:**

This monograph aims to discuss the effects of Law 14,193/21 in Brazilian football from a marketing perspective, that is, the discussion will focus on the possibilities of capitalizing on Brazilian football teams and the possible effects of this on management and results of the clubs. Therefore, it is noteworthy that on August 21, 2023, the “Comissão de Valores Mobiliários” (CVM) issued Guidance Opinion No. 41, which dealt precisely with the possibility of access for Football Limited Companies (SAF) in the capital market. In this way, the CVM highlighted the role of the Capital Market in connecting borrowers and savers of resources, as well as the institution's role in helping to maintain the financial health and fiscal balance of listed companies, always maintaining a desirable standard for investors. In this way, it must be discussed precisely how in a scenario of so many bad managements consolidated by football associations, the new SAF's will be able to balance themselves financially so that they can consolidate themselves in the capital market. In addition, possible forms of entry for SAF's in a market capitalization system should also be discussed, observing the possibilities of IPO, among other less conventional modalities, which would range from convertible debentures, to funds that are not yet very traditional in Brazil, like private equity, as seen in the recent case of the purchase of Coritiba FC. Finally, the monograph will debate precisely the future of these SAF's that adhere to a market system, observing the investment possibilities in Brazil, as well as the adaptability of these new SAF's to the CVM's requirements and the ways in which new football corporations can organize themselves to increase their profits and bring better sporting results.

**Keywords:** Brazilian football, association, investments, financial restructuring, corporate governance, compliance, investment funds, Stock Market, CVM, sporting success, football leagues

## **SUMÁRIO:**

<b>1.INTRODUÇÃO.....</b>	<b>6</b>
<b>2. FORMAS DE ENTRADA NA BOLSA DE VALORES.....</b>	<b>10</b>
<b>2.1- O Futebol Como Artigo Empresarial: Histórico Legislativo e Econômico.....</b>	<b>12</b>
<b>2.2- Processo de Transformação em SAF dentro das Perspectivas da Lei 14.193/21.....</b>	<b>17</b>
<b>2.3- As Inovações da Lei 14.193/21 para a Emissão de Debêntures e a Utilização Dessas como Porta de Entrada para o Mundo dos Investimentos para as SAF’S.....</b>	<b>23</b>
<b>2.4- Fundos de Private Equity e Venture Capital e um Impulso de Investimento para as SAF’s .....</b>	<b>27</b>
<b>2.5- A Realização da Initial Public Offering-IPO Pelas SAF’s e a Importância do Mercado de Capitais .....</b>	<b>30</b>
<b>2.6- Novas Possibilidades de Investimento pela BOVESPA.....</b>	<b>34</b>
<b>3.ADAPTABILIDADE DAS SAF’s ÀS REGRAS DA CVM.....</b>	<b>38</b>
<b>3.1- Parecer de Orientação CVM nº 41 e os Rumos para os Quais as SAF’s Devem Seguir para sua Capitalização .....</b>	<b>40</b>
<b>3.2- Desafios das SAF’s para o Equacionamento das Dívidas Frente às Finanças Comprometidas Deixadas pelos Clubes.....</b>	<b>43</b>
<b>3.3- Manutenção de Altos Padrões de Governança e <i>Compliance</i> e Adaptabilidade das SAF’s para as Regras de Mercado.....</b>	<b>49</b>
<b>3.4- Sucesso Desportivo e o Equilíbrio das Finanças.....</b>	<b>52</b>
<b>4. CONCLUSÃO.....</b>	<b>57</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Tradicionalismo, clubismo, más gestões e dívidas são palavras que se encaixaram com a realidade da maioria dos clubes brasileiros em suas histórias. O sistema administrativo dos clubes montado a partir do caráter associativo levou muitos desses ao atraso inerente, uma vez que em um mundo cada vez mais globalizado, comercial e financeiro, o futebol brasileiro pareceu encontrar dificuldades em se manter estável e saudável financeiramente e esportivamente.

Assim, é relevante entender o atraso do futebol profissional no Brasil e as possíveis mudanças que a nova legislação que estrutura a criação das Sociedades Anônimas do Futebol (SAF's) traz, bem como entender como as novas SAF's poderão se expandir para o mercado aberto de capitais a fim de encontrar níveis mais avançados de investimento e crescimento, que serão fundamentais para a evolução do futebol no país. Desse modo, é importante abordar o contexto no qual o novo texto legislativo está inserido e quais adaptações as SAF's precisarão para que possam aderir a novos níveis de mercado e conseqüentemente buscarem maiores investimentos e novos investidores para suas atividades.

Dessa forma, deve-se destacar que o futebol brasileiro está engendrado dentro de uma perspectiva associativa desde os seus primórdios no século XX. Desse modo, por mais que pelo Código Civil não se é estabelecido um modelo a ser seguido, grande parte dos clubes no país decidiram se constituir como associações sem fins lucrativos. Por definição tais associações podem ser entendidas como uma pessoa jurídica de direito privado, constituída pela união de pessoas que se organizam para atividades que não visam o lucro<sup>1</sup>.

Os clubes brasileiros então, nascem do modelo associativo e ainda em meados do século XX, já se via a criação desses clubes, que de princípio se ditavam por um cunho recreativo, onde os associados, muitas vezes membros de elites regionais, poderiam ter um lugar de lazer. Todavia, o esporte, principalmente o futebol, passou a se popularizar cada vez mais, o que levou ao início da organização dos primeiros campeonatos da modalidade no início do século XX, que eram disputados justamente entre os clubes associativos que se formavam nas grandes cidades. Assim, Rodrigo R. Monteiro de Castro bem destaca que de princípio a

---

<sup>1</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.34

existência do clube se justifica por suas finalidades recreativa, social e esportivo-amadorística; mas não como agente proprietário direto da empresa do futebol<sup>2</sup>.

Assim, destaca-se que os clubes começaram como verdadeiras associações que tinham como fim a recreação e a prática de esportes. Dessa forma, eram mantidos pelas receitas provindas dos associados<sup>3</sup>. Todavia, com a popularização do futebol, as possibilidades de arrecadação de receita se tornaram cada vez maiores. Primeiramente, os clubes passaram a cobrar para que as pessoas assistissem seus jogos, começando a receita com bilheteria, após isso o atleta também se tornou algo comercial e os clubes passaram a negociar seus jogadores. E assim, sucessivamente os clubes passaram a angariar novas formas de renda, que iam desde patrocínios, direitos de transmissão a produtos licenciados. Os clubes se tornaram um negócio com grande potencial financeiro.

Com cada vez mais dinheiro envolvido, os então clubes associações, tiveram de criar suas estruturas administrativas para que fosse possível gerenciar todo capital que girava em torno do futebol. Assim, surgem as figuras dos “cartolas” do futebol. Isso ocorre porque a estrutura de poder dentro dos clubes passou a ser verticalizada e centrava em cima da figura do presidente e daí se ramificava para aspectos de informalidade<sup>4</sup>.

Dessa forma, tal estrutura de administração dos clubes que dava muito poder ao presidente, fez com que fossem criadas verdadeiras hegemonias dentro deles que se centravam na figura do que ficou conhecido por “cartola”. Por muitas vezes esses “cartolas” administraram os clubes como verdadeiros oportunistas, colocando em primeiro lugar os seus interesses pessoais e políticos, sem quaisquer responsabilidades sobre seus atos, em detrimento dos interesses dos clubes e dos torcedores. Assim, ideias como o paternalismo, o amadorismo, o tradicionalismo e a própria “paixão clubística” representam ideologias típicas dos “cartolas”, as quais reproduzem-se na gestão do futebol nos clubes, em detrimento de uma estrutura e organização modernas<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. op cit p.30

<sup>3</sup> BELLINI, Higor Marcelo Maffei. Sociedade Anônima do Futebol: Uma Visão Multidisciplinar sobre a SAF no Futebol Brasileiro. Ed. Cartola, São Paulo, 2023, p.33

<sup>4</sup> AZEVEDO, Aldo Antônio. DOS VELHOS AOS NOVOS “CARTOLAS”: Uma Interpretação do Poder e das Suas Resistências nos Clubes, Face ao Impacto das Relações Futebol-Empresa. Tese Doutorado UnB, 1999, p.30

<sup>5</sup> AZEVEDO, Aldo Antônio, op cit, p.34

O futebol é consolidado em torno de um poder amador<sup>6</sup>, no qual a maioria dos clubes é regida por homens, que fazem o que fazem, porque sempre foi feito assim<sup>7</sup>, ou seja, o modelo associativo em torno dos cartolas se perpetuava no Brasil, sem que houvesse qualquer resistência, muitos desses cartolas se tornaram símbolos dos clubes que representavam, como foi o caso de Eurico Miranda<sup>8</sup>, presidente do Clube de Regatas Vasco da Gama por mais de 12 anos, mesmo com uma série de maus resultados esportivos, diversos casos de corrupção e altas dívidas, o presidente seguiu no comando do clube, se tornando um dos dirigentes mais populares do Brasil.

Dessa forma, é notório que enquanto o futebol mundial se pautou pelo teor amador, o Brasil conseguiu se destacar, seja através de vitórias esportivas como as três Copas do Mundo de Futebol vencidas pelo país antes dos anos de 1990 ou também no meio político, com a duradoura presidência de 1974 a 1998 do brasileiro João Havelange na máxima cúpula do futebol, a FIFA. Todavia, o amadorismo passou a ceder posição para um sistema organizado e profissional em outros centros, com o futebol passando a ser tratado como de fato um negócio, os clubes europeus passaram a dominar o futebol mundial. Enquanto isso, o Brasil continuou insistindo no sistema secular de clubes associações, que contém dentro de si um paradoxo, uma vez que ocorre a gestão econômica de uma atividade futebolística profissional, por meio de uma associação, na qual os administradores não visam o lucro e estão ali por uma “paixão” pelo clube, indicando uma gestão não profissional<sup>9</sup>.

Dessa maneira, é nesse contexto recheado de dúvidas, incertezas e desorganização do futebol brasileiro que surge a ideia da elaboração da Lei nº 14.193/21 que impõe sobre a iniciativa de criação das Sociedades Anônimas do Futebol no Brasil. Assim, deve-se destacar que a Lei tem um papel conciliador, uma vez que tenta encontrar um equilíbrio entre a paixão envolvida no futebol e a gestão financeira e comercial dos clubes. Futebol, mercado e Estado

---

<sup>6</sup> AZEVEDO, Aldo Antônio. *op.cit.*, p.31

<sup>7</sup> KUPER, Simon, SZYMANSKI, Stefan. *Soccernomics: Why France and Germany Win, Why English is Starting to and Why The Rest of The World Loses*, 27 de outubro de 2022, p.4

<sup>8</sup> RODRIGUES, Jorge L. Polêmicas, inimigos e títulos: Eurico Miranda, o dirigente que nunca passou despercebido. *Globoesporte*, 2017. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/vasco/noticia/polemicas-rivalidades-e-inimigos-eurico-miranda-o-dirigente-que-nunca-passou-despercebido.ghtml>. Acesso em: 5 mar. 2024

<sup>9</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, MANSSUR, José Francisco C. *Futebol, Mercado e Estado*, ed. Quartier Latin, 2016, p.16

estão unidos dentro da mesma legislação, para encontrar um norte saudável e próspero para o principal esporte consumido no Brasil.

O país faz esse movimento em direção à comercialização do futebol de forma atrasada em comparação as principais ligas de futebol do mundo. Isso ocorre porque países como a França por exemplo, já regulavam a atividade desportiva profissional desde os anos 1970 e estabelece atualmente pelo seu *Code du Sport* (“Código do Esporte”), que organizações esportivas que gerarem receitas maiores que o piso fixado em lei ou que empreguem atletas com um montante global das remunerações acima do piso imposto pelo Conselho de Estado, serão obrigatoriamente consideradas sociedades comerciais pela forma do Código de Comércio Francês. Outros exemplos que podem ser citados, são Espanha e Portugal, que remontam a ideia de sociedades anônimas do futebol ainda na década de 1990. Os espanhóis por sua vez, a partir da Lei nº 10/1990, buscaram estabelecer um modelo de responsabilização econômica e jurídica para os clubes, visando através do modelo de sociedades anônimas garantir a sustentabilidade e a boa gestão desportiva. Para além disso, a Espanha inovou ainda mais em sua legislação, ao trazer a possibilidade de que o futebol tivesse abertura para investidores públicos em geral, através da abertura de capital em Bolsa de Valores dos clubes. Por fim, pode-se analisar o modelo português, que inspirado no espanhol, buscou trazer a ideia das sociedades anônimas para os clubes do país, indo um pouco além da Espanha, Portugal buscou dar ainda mais transparência e responsabilização referentes à saúde financeira dos clubes, com maior controle estatal e econômico nesses pontos. Assim, o modelo foi adotado por grandes clubes portugueses, como o Sporting Clube de Portugal e o Futebol Clube do Porto, esse que por sua vez expandiu suas ações para o público em geral, tendo aberto uma parte do capital social em bolsa de valores<sup>10</sup>.

Dessa forma, observa-se que por mais que o Brasil tenha se atrasado para a modernização do futebol no país, ainda não é tarde para isso. Assim, a Lei nº 14.193/21 vai encontrar grandes desafios até atingir os clubes no Brasil de forma significativa, mas seguindo e analisando os exemplos de legislações semelhantes que já existem internacionalmente há mais de 30 anos, o Estado, os clubes, os dirigentes e o mercado podem consolidar uma estrutura administrativa congruente e saudável financeiramente dentro do futebol, permitindo que o

---

<sup>10</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, MANSSUR, José Francisco C. Futebol, Mercado e Estado, ed. Quartier Latin, 2016, p.26-29.

esporte alce voos maiores alcançando o cerne do mercado de capitais brasileiro, estruturando os clubes como empresas consolidadas.

De tal modo, a fim de discutir questões patentes a essa transição que os clubes associações poderão passar no Brasil para aderirem ao modelo de SAF's, bem como abordar como essas SAF's poderão alcançar níveis mais avançados de investimento, como no mercado aberto de capitais. A monografia buscará discutir primeiramente formas que as SAF's poderão buscar para adquirirem mais investimentos para financiar suas atividades futebolísticas, abordando desde a comercialização do futebol, que leva ao processo de venda dos clubes associações para os primeiros investidores, até a busca pela emissão de debêntures ou fundos de Venture Capital ou Private Equity, que podem ser um passo inicial, para que as SAF's busquem de fato a abertura de seu capital através da *Initial Public Offering* (IPO). Assim, seguindo nessa perspectiva, a monografia buscará abordar como as SAF's poderão se adaptar as regras inerentes de saúde financeira e governança exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para empresas que busquem sua listagem na Bolsa de Valores, o que será um grande desafio para as SAF's, uma vez que terão que suceder os clubes associações, haja visto a situação financeira calamitosa do futebol profissional brasileiro, que está envolto de dívidas milionárias e gestões esportivas problemáticas que levaram o futebol no país ao atraso, sem que tivesse todo seu potencial financeiro explorado. Por fim, a monografia buscará discutir sobre o futuro dessas SAF's dentro do mundo de investimentos e os desafios que terão para equilibrar o sucesso desportivo dos clubes à manutenção de resultados para investidores e a saúde financeira.

## **2. FORMAS DE ENTRADA NA BOLSA DE VALORES**

O futebol brasileiro ao longo do tempo foi movido pelo modelo associativo, o qual se fundamenta basicamente na paixão dos associados para com o clube ao qual eles administram<sup>11</sup>. Todavia, ficou nítido ao longo do tempo as problemáticas que esse modelo tem, uma vez que encontra uma contradição em si mesmo, ou seja, consiste na administração de uma atividade profissional - que seria a prática do futebol de forma profissional pelos atletas – de forma amadorística, baseada no mero clubismo associativo e a paixão pelos clubes. Dessa forma, por muito tempo o futebol brasileiro ficou longe dos holofotes dos investimentos, que eram cada vez mais comuns em clubes ao redor do mundo, principalmente

---

<sup>11</sup> BELLINI, Higor Marcelo Maffei. Sociedade Anônima do Futebol: Uma Visão Multidisciplinar sobre a SAF no Futebol Brasileiro. Ed. Cartola, São Paulo, 2023, p.162

na Europa, onde grande parte dos clubes se adaptaram a um sistema de mercado se transformando em sociedades empresariais, que são por natureza mais receptivas à investimentos em um sistema de mercado. Enquanto isso, no Brasil, os investimentos no futebol profissional ficavam muitas vezes a cargo de grandes empresários apaixonados por seus clubes, que emprestavam dinheiro para esses para que pagassem em sua maioria contratações ou salários de jogadores<sup>12</sup>. Dessa maneira, não havia qualquer estruturação para esses investimentos ou previsão de caixa para os clubes, bem como os retornos para esses empresários quase não existia, o que desestimulou por muito tempo a comercialização do futebol no país.

Dentro dessa perspectiva de atraso, a instituição das SAF's no futebol brasileiro, com certeza significará uma grande inovação jurídica dentro do principal esporte no país. Assim, entender o futebol como um esporte intrinsecamente comercial, que vai para além das paixões e do campo de jogo em si, envolvendo diversas camadas econômicas da sociedade, que vão de patrocínios, a direitos de imagem, contratos com jogadores, estrutura administrativa, entre outros, é fundamental no caminho da evolução do esporte no país.

Assim, com o advento da Lei nº14.193/21, torna-se relevante discutir como os clubes associação ou clubes empresa poderão passar pelo processo de transformação societária, se transformando em SAF's. De tal modo, é importante buscar apresentar as formas as quais os clubes podem adotar para isso, que vão desde a transformação total do clube em sociedade anônima, à cisão do departamento de futebol que se transforma em SAF ou até mesmo a criação direta de uma SAF por um fundo de investimento ou pessoa jurídica.

Após analisar como esses clubes poderão se tornar sociedades anônimas, é relevante entender qual caminho essas novas sociedades poderão percorrer para captarem cada vez mais investimento. Assim, entende-se nesse texto que o caminho mais oportuno para buscar investimento é através do mercado aberto de capitais, uma vez que nele as sociedades conseguem encontrar uma ampla gama de investidores, bem como rígidas exigências de gestão que fazem com que as sociedades possam crescer ainda mais. De tal maneira, percebe-se que o futebol brasileiro tem um enorme potencial de mercado e de receitas, que se encaixariam dentro do mercado aberto de capitais. Todavia, o longo histórico associativo, fez com que os clubes nunca explorassem verdadeiramente todo seu potencial econômico, sendo

---

<sup>12</sup> BELLINI, Higor Marcelo Maffei. Sociedade Anônima do Futebol: Uma Visão Multidisciplinar sobre a SAF no Futebol Brasileiro. Ed. Cartola, São Paulo, 2023, p.163

assim, improvável que as SAF's abram seu capital na Bolsa de Valores em um curto espaço de tempo. Desse modo, o capítulo busca explorar como as SAF's poderão ter seus primeiros contatos com investidores mais robustos, a fim de financiarem a sua atividade e impulsionar o futebol no país. Nesse contexto, deve-se destacar a emissão de debêntures, bem como os fundos de private equity e venture capital, que podem funcionar como uma excelente porta de entrada para uma futura abertura de capital das SAF's no país. Por fim, o debate deve se centrar nas novas possibilidades que o mercado de capitais irá oferecer tanto para as SAF's, quanto para os investidores, vislumbrando a perspectiva de criação de um segmento para o futebol dentro da bolsa brasileira, bem como a chegada de “*Exchange Traded Funds*” (ETF's) e “*Brazilian Depositary Receipts*” (BDR's) ligados ao mundo do futebol no Brasil.

## **2.1 O Futebol Como Artigo Empresarial: Histórico Legislativo e Econômico**

É inegável que o futebol se tornou de fato uma atividade empresarial. Hoje, o esporte atrai diferentes agentes econômicos e gera receitas astronômicas todos os anos, seja através das bilheterias, artigos esportivos, transferência de jogadores ou direito de transmissão, o futebol deve ser encarado como um negócio<sup>13</sup>.

Assim, estudo realizado pela Ernst & Young, com dados de 2018, trouxeram que o futebol no Brasil naquele ano, movimentou cerca de R\$52,9 bilhões, representando 0,72% do PIB do país<sup>14</sup>. Tal estudo, considerou a indústria do futebol como um todo, ou seja, todos os fatores que envolvem um jogo de futebol, desde os patrocínios aos contratos de serviço em dias de jogos. Fato é, que o futebol no Brasil representa uma importante fonte de receita e que tal situação vem fazendo com que investidores fiquem cada vez mais de olho nesse potencial mercado.

Dessa forma, analisando somente dentro das perspectivas dos clubes do Brasil, também é possível ver um expoente nas receitas, com grande potencial de crescimento. Para se ter uma noção, somente para os direitos de transmissão da primeira divisão do Campeonato Brasileiro de 2023, a emissora de televisão carioca Globo, distribuiu R\$2,1 bilhões que foram

---

<sup>13</sup> TIMM, Luciano Benetti; MOSER, Luiz Gustavo Meira. Arbitragem e Mediação em Propriedade Intelectual, Esportes e Entretenimento. Curitiba: Appris, 2014, p.63

<sup>14</sup> Agência o Globo: Futebol Brasileiro movimentou R\$52,9 bilhões em 2018 ; e só pagou 1,4% de impostos. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Economia/noticia/2019/12/futebol-brasileiro-movimentou-r-529-bilhoes-em-2018-e-so-pagou-14-de-impostos.html> Acesso em: 5 de mar. 2024

divididos entre os clubes que participaram do campeonato<sup>15</sup>. Para além disso, levantamento do SportsValue indica que em média nos últimos 6 anos, os clubes brasileiros movimentaram cerca de R\$1,6 bilhões com transferência de jogadores por ano, sendo que o Brasil ocupa o quarto lugar no ranking de maiores lucros globais com transferências dentro do futebol, com média de R\$788 milhões por temporada<sup>16</sup>.

Entender o futebol profissional dentro de uma perspectiva mercadológica e a Lei nº 14.193/21 vem exatamente com esse intuito, uma vez que busca conectar esse mercado cada vez mais crescente do futebol com investidores que estejam dispostos a trabalhar em prol de uma gestão financeira estável e saudável dos clubes. Assim, deve-se destacar que a forma associativa a qual regia o futebol brasileiro antes da Lei das SAF's contradiz axiologicamente a ideia mercadológica, uma vez que como exposto, os clubes associação são regidos pelo caráter associativo, ou seja, não tem como finalidade própria o lucro, o que levou a uma série de gestões inconsequentes e falta de profissionalismo que permearam o futebol brasileiro ao longo das décadas. Dessa forma, percebe-se no seu cerne contraditório, uma indústria bilionária, onde trabalham atletas profissionais, ser regida por regras de teor associativo amadorístico.

Dessa maneira, dentro das perspectivas trazidas pela nova legislação e a inexorável realidade mercadológica a qual os clubes, mesmo que associações, já estão envolvidos, é relevante entender legislações anteriores as quais mantiveram o futebol brasileiro em seu estado decadente, principalmente no quesito organizacional, mas que já apontavam para a possibilidade de avanço no sentido de que os clubes tentassem se comunicar de forma mais positiva com investimentos do mercado.

Para enxergar o início dessa transformação do regime jurídico do futebol para um caráter empresarial, deve-se remontar aos anos de 1990, quando a Lei nº 8.672 de 6 de julho de 1993, conhecida popularmente por Lei Zico foi editada. Assim, em seu Art.11 a lei estabelecia que: “É facultado às entidades de prática e às entidades federais de administração de modalidade profissional, manter a gestão de suas atividades sob a responsabilidade de sociedade com fins lucrativos, desde que adotada uma das seguintes formas: I - transformar-se em sociedade comercial com finalidade desportiva; II - constituir sociedade comercial com

---

<sup>15</sup> Redação O Antagonista: Veja quanto a Globo pagou a cada clube no Brasileirão 2023. Disponível em: <https://encurtador.com.br/bDI25> . Acesso: 5 de mar. 2024

<sup>16</sup>NÓBREGA, Ighor: Clubes do Brasil movimentaram R\$ 1,4 bi em transferências em 2022... Disponível em: <https://www.poder360.com.br/economia/clubes-do-brasil-movimentaram-r-14-bilhao-em-transferencias-em-2022/> Acesso: 5 de mar. De 2024

finalidade desportiva, controlando a maioria de seu capital com direito a voto; III - contratar sociedade comercial para gerir suas atividades desportivas”.

Dessa forma, os clubes de futebol, que eram associações, poderiam passar, caso quisessem, para um modelo societário empresarial, sem que ocorresse a sua dissolução e liquidação<sup>17</sup>, como previsto no Art.220 da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Assim, conforme disposto pela Lei Zico, os clubes associativos que não tinham como o fim o lucro, estavam facultados a assumir uma forma societária empresarial, transformando seus então associados em sócios, uma vez que os clubes que optassem por tal transformação deixariam ter sua finalidade recreativa e associativa e passariam a ser uma empresa que tem como o fim o lucro, tal mudança, faria com que aqueles que optassem por aderir a essa transformação, passassem a ser conhecidos por “clube-empresa”.<sup>18</sup>

O constatado insucesso da Lei Zico, fez com que nos anos seguintes se pensasse em uma nova legislação. Assim, em 1998, foi promulgada a Lei nº 9.615/1998, que ficou popularmente conhecida por Lei Pelé. Dessa forma, a nova legislação trazia uma inovação no que se tratava de matéria societária, uma vez que com o evidente fracasso da Lei Zico na transformação dos clubes associativos em “clubes-empresa”, os legisladores pensaram que poderiam usar da coercibilidade do Estado para forçar com que os clubes adotassem um modelo empresarial. Destarte, foi editado no Art.27 da Lei Pelé, que os clubes associativos, para exercerem suas atividades com atletas profissionais, teriam por obrigação se transformar em sociedades comerciais ou com fins lucrativos: “Art. 27. As atividades relacionadas a competições de atletas profissionais são privativas de: I - sociedades civis de fins econômicos; II - sociedades comerciais admitidas na legislação em vigor; III - entidades de prática desportiva que constituírem sociedade comercial para administração das atividades de que trata este artigo. Parágrafo único. As entidades de que tratam os incisos I, II e III que infringirem qualquer dispositivo desta Lei terão suas atividades suspensas, enquanto perdurar a violação”.

Todavia, ambas as leis se mostraram ineficientes ao tentarem levar o mundo dos negócios ao ambiente associativo e amador do futebol brasileiro. Isso ocorre porque, primeiramente há uma contradição implícita na ideia de fazer um “clube-empresa”, ou seja, a

---

<sup>17</sup> Lei nº 6.404/76: Art. 220. A transformação é a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro. Parágrafo único. A transformação obedecerá aos preceitos que regulam a constituição e o registro do tipo a ser adotado pela sociedade.

<sup>18</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, MANSSUR, José Francisco C. Futebol, Mercado e Estado, ed. Quartier Latin, 2016, p.42-44.

própria legislação não desligava o caráter clubístico e amador do futebol, os clubes continuariam sendo os mesmos, mas apenas com uma roupagem empresarial diferente.

Para além disso, ambas as legislações se mostraram extremamente desconexas à realidade do futebol brasileiro, uma vez que não consideraram o cenário amadorístico a qual vivia o futebol no Brasil, não contando com os obstáculos óbvios financeiros, de gestão e administração que uma regulação mercadológica ao futebol encararia. Assim, não houve qualquer tipo de previsão de instrumentos e caminhos para que os clubes pudessem seguir para que realizassem essa transformação. A ideia foi de que apenas um comando legal obrigatório poderia forçar os clubes a deixarem de ser associação. Entretanto, na realidade se viam clubes de estrutura amadora negociando com empresas e empresários acostumados com os princípios mercadológicos, sem qualquer experiência ou componentes regulatórios que pautassem essas negociações<sup>19</sup>, o fracasso seria certo.

Por fim, ao perceber a pouca aderência dos clubes brasileiros ao modelo do “clube-empresa”, os legisladores buscaram tentar solucionar o problema da desorganização e péssima saúde financeira dos clubes-associação fazendo com que eles seguissem com o mesmo modelo societário, mas agora com incentivos diferentes. Nasce assim, o Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro, instituído pelo Lei nº 13.155, de 4 de agosto de 2015 e popularmente conhecido por Profut.

Basicamente, esse novo programa instituía que os clubes que aderissem a uma série de regras de boa gestão administrativa e financeira instituídos no Art.3º e 4º da nova legislação, seriam contemplados com parcelamentos de débitos com o setor público federal, fossem elas com a Secretaria da Receita Federal do Brasil do Ministério da Fazenda ou com o Banco Central do Brasil, sendo que a dívida poderia ser parcelada em até duzentas e quarenta parcelas, com redução de 70% das multas, 40% dos juros e 100% dos encargos<sup>19</sup>.

Ademais, vale citar que a nova lei tentou resgatar ainda o Art.27 da Lei Pelé, que previa sobre a transformação dos clubes-associação em “clubes-empresa”, mas dessa vez em caráter facultativo para os clubes. Assim, em seu Art.31 a Profut intentou prever um Regime Especial de Tributação para aqueles times que aceitassem passar pela transformação de tipo societário, onde esses times ganhariam uma série de vantagens econômicas e tributárias, como um incentivo para que tornassem sociedades econômicas<sup>20</sup>. Todavia, tal artigo recebeu o veto da

---

<sup>19</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, MANSSUR, José Francisco C. Futebol, Mercado e Estado, ed. Quartier Latin, 2016, p.45.

<sup>20</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, MANSSUR, José Francisco C. op.cit. p.51-52.

então Presidente da República, Dilma Rousseff, o que simbolizou mais um retrocesso no caminho de transformação dos clubes-associação.

Dessa forma, é nesse contexto conturbado que surge a ideia de elaboração da Lei nº 14.193/21, pensada justamente no intuito de modernizar a administração dos clubes e intentar resolver de vez os problemas societários presentes nas últimas legislações. Primeiramente, a Lei das SAF's busca oferecer um marco regulatório específico que justifique a transformação dos tipos societários dos clubes, “proporcionando a criação de um mercado para o futebol brasileiro, simbolizado -mas não limitado- por um subtipo societário específico, que surge como alternativa aos clubes de futebol que pretendam evoluir a partir do obsoleto, ultrapassado e limitado modelo associativo” nas palavras de José Francisco C. Manssur.<sup>21</sup>

Assim, a nova legislação em matéria societária, busca reformar principalmente o Art.27 da Lei Pelé que não vinha trazendo resultados positivos desde sua idealização ainda na Lei Zico em meados dos anos 1990 e mesmo com várias mudanças ao longo dos anos com sucessivas medidas legislativas que hora visavam estimular a adoção de um modelo empresarial pelos clubes e hora criavam mais dificuldades para esse processo, o proposto no referente artigo continuou obtendo pouca adesão por parte dos clubes. Destarte, a Lei 14.193/21 busca desenvolver um cenário de viabilidade para que os clubes saiam de seus modelos associativos e caminhem para um ideal mercadológico moderno. De tal modo, a primeira alteração relevante da Lei das SAF's em matéria societária está presente no Art.34, que altera interpretação exposta na antiga Lei Pelé que previa necessidade de maioria absoluta dos associados nas votações em assembleias gerais para que fosse possível a transformação societária dos clubes, passando a se exigir uma maioria simples nesse processo: Art.34:“A entidade a que se refere este artigo poderá utilizar seus bens patrimoniais, desportivos ou sociais, inclusive imobiliários ou de propriedade intelectual, para integralizar sua parcela no capital de Sociedade Anônima do Futebol, ou oferecê-los em garantia, na forma de seu estatuto, ou, se omissos estes, mediante aprovação de mais da metade dos associados presentes a assembleia geral especialmente convocada para deliberar o tema”.

Essa mudança por mais que seja simples, tem impacto direto na viabilidade de transformação dos clubes. Tal cenário ocorre por dois fatores, o primeiro deles, é que muitas vezes os associados dos clubes os quais votariam em uma possível transformação societária

---

<sup>21</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.281-282

não são tão engajados ao clube ou assíduos torcedores<sup>22</sup>, assim não comparecem às votações, impedindo que haja uma maioria absoluta. Exemplo claro dessa realidade, pode ser vista na última eleição para Presidente do time que conta com a maior torcida no país, o Clube de Regatas do Flamengo. Na qual, haviam mais 7 mil associados aptos a votar na Assembleia Geral de Eleição do Presidente, todavia compareceram apenas 2.011 para a votação a presidência do clube<sup>23</sup>. Para além disso, em um cenário recheado pelo amadorismo e o clubismo, é muito comum encontrar aqueles que deliberadamente visam obstruir as votações por interesses pessoais.

Por fim, percebe-se que a Lei nº 14.193/21 diferentemente das legislações anteriores busca de fato traçar um caminho de viabilidade para que os clubes que queiram deixar as amarras do modelo associativo de lado, se transformem em sociedades empresárias tentando resolver os diversos entraves dentro do processo de transformação societária. Abrangendo desde as votações associativas, à transformação empresarial, bem como a estruturação das futuras SAF's, desde seu processo de compra por investidores, ao equacionamento das dívidas e gestão do futebol.

## **2.2 Processo de Transformação em SAF dentro das Perspectivas da Lei 14.193/21**

Como abordado, a Lei nº 14.193/21 busca traçar caminhos de viabilidade para que os clubes de futebol possam aderir ao novo formato empresarial de Sociedades Anônimas do Futebol. De tal modo, logo de início em seu artigo segundo, a lei busca estabelecer as possibilidades de transformação societária que podem ser optadas pelos clubes, bem como os requisitos que novos investidores devem seguir para a compra destes clubes. Assim, estabelece o Art. 2º em seus primeiros incisos: “A Sociedade Anônima do Futebol pode ser constituída: I - pela transformação do clube ou pessoa jurídica original em Sociedade Anônima do Futebol; II - pela cisão do departamento de futebol do clube ou pessoa jurídica original e transferência do seu patrimônio relacionado à atividade futebol; III - pela iniciativa de pessoa natural ou jurídica ou de fundo de investimento”.

Dessa maneira, a fim de entender cada uma das formas prescritas nos incisos, é também relevante entender a utilidade prática de cada uma delas, uma vez que as formas vistas no inciso I, são de pouca utilidade para a maior parte dos clubes. Isso ocorre no caso do

---

<sup>22</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.283-285

<sup>23</sup>SIMÕES, Irlan: Flamengo: Voto direto do sócio-torcedor? Entenda demanda e como são eleições de outros clubes. Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-irlan-simoes/post/2023/10/10/flamengo-voto-direto-do-socio-torcedor-entenda-demanda-e-como-sao-eleicoes-de-outros-clubes.ghtml> Acesso em 5 de mar. de 2024

inciso I, porque ele prevê uma transformação direta do clube em SAF. Assim, os associados do então clube-associação votariam em Assembleia Geral, por meio de maioria simples, a transformação do clube em uma Sociedade Anônima do Futebol, transformando a forma societária do clube, fazendo com que os então associados, se tornassem sócios, detentores de propriedade das ações de emissão da SAF, transformando o caráter associativo e recreativo do clube em uma instituição com pretensões econômicas<sup>24</sup>.

Todavia, esse modelo apresenta duas complicações que não impedem que os clubes o adotem, mas que dificultam sua adoção. A primeira delas é que o Art.1º da Lei das SAF's delimita a atuação dessas sociedades para o exercício profissional da atividade do futebol, afastando o emprego de recursos para modalidades esportivas estranhas ao futebol. Entretanto, pelo caráter associativo e recreativo adotado ao longo dos anos, grande parte dos clubes tradicionais do país, também contam com times em outras modalidades, como basquete, vôlei, futsal, entre outras, que nesse caso, teriam que ser extintas para que o clube-associação se transformasse em uma Sociedade Anônima do Futebol. Para além disso, deve-se observar a vontade dos associados em se transformarem sócios de uma sociedade empresarial, uma vez que muitos deles estão presentes dentro dos clubes justamente pelo seu caráter recreativo e tradicional e não por uma ideia empresarial em busca de lucros.<sup>25</sup>

Ademais, deve-se destacar também no inciso I do Art. 2º da Lei nº 14.193/21, a previsão de transformação de uma pessoa jurídica já empresarial em uma SAF. Na prática, tal ideia se refere a transformação societária de “clubes-empresa” em Sociedades Anônimas do Futebol. Tal transformação, exigiria votação em Assembleia Geral com quórum referido em Estatuto Social para que fosse realizada, não havendo alteração da natureza do negócio, apenas do tipo societário. Por mais que essa solução não seja de fato problemática, ela é no mínimo restritiva, uma vez que hoje, o Brasil conta com apenas 136 “clubes-empresa”, correspondendo a 13% do total dos clubes, sendo que a maioria deles não têm grande relevância nacional, com apenas dois estando na primeira divisão do Campeonato Brasileiro, o Redbull Bragantino e o Esporte Clube Cuiabá<sup>26</sup>. Assim, percebe-se que o inciso I do Art. 2º,

---

<sup>24</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.85

<sup>25</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. op.cit., p.86

<sup>26</sup> CAPELO, Rodrigo: O mapa do clube-empresa no Brasil. Disponível em: <https://interativos.ge.globo.com/negocios-do-esporte/materia/o-mapa-do-clube-empresa-no-futebol-brasileiro.ghml> .Acesso em 5 de mar. de 2024

por mais que traga de fato ideias relevantes, não resolve a questão da maior parte dos clubes-associação.

Por sua vez, o inciso II do Art.2º da Lei nº 14.193/21, prevê não exatamente uma transformação societária, mas sim uma cisão do departamento de futebol do clube. Assim, a SAF se localizaria justamente nessa cisão e contaria somente com o patrimônio relacionado ao futebol do clube. De tal forma, a cisão consistiria na transferência de patrimônio da sociedade cindida à sociedade que o absorver, com conseqüente redução do patrimônio da cindida. Assim, há que se dizer que aqui ocorre de fato a transferência de parte do patrimônio do clube para outra pessoa<sup>27</sup>. A cisão pode ser parcial ou total, sendo que a Lei nº 14.193/21 só prevê casos de cisão parcial, que seriam os mais comuns, uma vez que seriam nestes em que o clube opta por cindir apenas seu departamento ligado ao futebol, continuando intactos os outros elementos da associação ou clube empresa que seguem coexistindo com a SAF.

Para além disso, deve-se destacar o processo mais comum adotado pelos clubes que já se tornaram SAF's no país, que é o processo de *drop down*. Assim, destaca-se que tal processo tem também sua viabilidade dentro do Art.2º da Lei 14.193/21 e possibilita a criação da SAF, de forma que o clube associativo se torne acionista dessa nova empresa, passando a contar em seu balanço patrimonial as ações subscritas da nova SAF. Nesse caso, haveria apenas uma troca de lugares entre o clube associativo e a SAF, sem a necessidade de perda ou ampliação patrimonial. A forma de *drop down* possibilita com que os clubes associativos mantenham aspectos decisórios importantes dentro da nova SAF, no que se diz respeito à manutenção de tradições e culturas clubísticas, bem como aproveita da expertise empresarial trazida com o advento da SAF para o crescimento e consolidação econômico das equipes do futebol brasileiro.

Por fim, o inciso III, do Art.2º da Lei nº 14.193/21 prevê a possibilidade de constituição de uma SAF por iniciativa de pessoa natural, jurídica ou fundo de investimento. Vale-se destacar nesse inciso que se afastou a necessidade de pluralidade de acionistas prevista no inciso I, do Art. 80 da Lei nº 6.404/76 <sup>28</sup>para que se constitua uma SAF. Desse modo, a nova legislação previne composições societárias com pluralidade de pessoas

---

<sup>27</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021. p.89-91

<sup>28</sup> Lei 6.404/76: Art. 80. A constituição da companhia depende do cumprimento dos seguintes requisitos preliminares: I - subscrição, pelo menos por 2 (duas) pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto;

desnecessárias e irreais, já que uma única pessoa jurídica ou natural pode constituir uma Sociedade Anônima do Futebol.

Ainda dentro do Art.2º da Lei das SAF's, é relevante se atentar ao parágrafo primeiro e seguintes. Primeiramente, no § 1, a legislação visa destacar a continuidade da estrutura de futebol do clube, mesmo com sua cisão ou transformação societária, estabelece assim que: “§ 1: I - a Sociedade Anônima do Futebol sucede obrigatoriamente o clube ou pessoa jurídica original nas relações com as entidades de administração, bem como nas relações contratuais, de qualquer natureza, com atletas profissionais do futebol; II - a Sociedade Anônima do Futebol terá o direito de participar de campeonatos, copas ou torneios em substituição ao clube ou pessoa jurídica original, nas mesmas condições em que se encontravam no momento da sucessão, competindo às entidades de administração a devida substituição sem quaisquer prejuízos de ordem desportiva”. A nova SAF, na verdade, assume a posição do clube dentro das competições de futebol, como se ele fosse, para além de serem transferidos também para ela todos os contratos relacionados ao futebol que o clube tenha feito, havendo também a possibilidade de transferência das instalações desportivas, como estádios e centro de treinamento à SAF, caso o clube não os consiga manter<sup>29</sup>.

Assim, seguindo para as ações da nova SAF, deve-se atentar a Lei nº 6.404/76, que estabelece três tipos de ações possíveis para sociedades anônimas no Brasil, sejam elas de capital fechado ou aberto. Existem as ações preferenciais, ordinárias e de fruição, sendo que é permitido que a sociedade crie diferentes classes de ação dentro dos dois primeiros tipos citados. Desse modo, é dentro dessa situação que trabalham os parágrafos seguintes do Art.2 da Lei nº 14.193/21, que no intento de proteger a tradição, história, valores e torcida dos clubes estabelece as condições de criação de uma classe de ação dentro da SAF, que seriam as de classe “A”. Tais ações da SAF, correspondentes geralmente no mínimo 10% do capital social da SAF, devem pertencer ao clube ou pessoa jurídica original e são intransmissíveis e irrenunciáveis<sup>30</sup>. Por sua vez, as ações classe “A” garantem necessidade de votos afirmativos do clube original detentor das ações de classe “A” para uma série de questões relativas ao futuro do clube, como por exemplo alterações na denominação, de signos, de sede ou até mesmo atos de reorganização societária da SAF. De tal modo, deve se destacar que tais ações

---

<sup>29</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.99

<sup>30</sup> SOUZA, Gustavo Lopes Pires de, RAMALHO, Carlos Santiago da Silva(Org.). Sociedade Anônima do Futebol: Primeiras Linhas. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022, p.23.

classe “A” devem ser mantidas em benefício do clube original até mesmo se a SAF decidir abrir seu capital.

Entendendo os processos e condições estabelecidos na nova legislação das SAF’s, urge se discutir sobre como de fato investidores poderão comprar ações de clubes e como determinar o valor de cada um desses clubes. Afinal, muitos dos clubes são associações civis seculares, com grandes torcidas e importantes receitas, mas com um potencial econômico ainda não explorado e um relevante montante de dívidas, que ultrapassou a cifra de R\$11 bilhões no somatório dos clubes da primeira divisão em 2022, segundo levantamento da Ernst & Young<sup>31</sup>.

Assim, destaca-se que a Lei nº 14.193/21 não aborda diretamente sobre como investidores devem fazer o *valuation* desses clubes, fica valendo assim, as regras do Art8º da Lei das Sociedades por Ações, que indica que avaliação de bens tangíveis e intangíveis deve ser feito por três peritos ou empresa especializada, todavia sempre sobram margens de negociações para os próprios clubes se comunicarem com os investidores. Dessa forma, os métodos de análise de valor de cada uma das SAF’s podem recorrer aos de uma sociedade anônima comum. Podendo o investidor estabelecer o *valuation* do clube por modelos baseados no balanço patrimonial, nos demonstrativos de resultado e os mais comuns, pelo fluxo de caixa <sup>32</sup>. Devendo sempre, no caso das SAF’s serem ponderadas questões como as altas dívidas e o potencial econômico não explorado, uma vez que foram perpetuadas por décadas dentro de um modelo associativo que não visava explorar de forma lucrativa a indústria do futebol.

Atualmente o que se tem para uma análise prática de *valuation* são exemplos de clubes tradicionais brasileiros que optaram pela transformação em SAF. Destaca-se aqui, que não há que se falar em venda dos clubes-associação, e sim de uma passagem do departamento de futebol através da cisão, para um investidor que em contra partida adquire as novas ações da SAF’ com promessas de investimentos e assunção das dívidas. Assim, os acordos foram feitos de forma personalizada com cada um dos clubes associação representados pelos seus conselheiros e associados. Dessa forma, uma análise sobre tais processos, recai na

---

<sup>31</sup> MORENO, Guilherme; CARA, Thiago: Ranking de maiores dívidas tem “trio do bilhão” e Corinthians quase lá, mas nem só isso explica o problema do seu clube. Disponível em: [https://www.espn.com.br/futebol/brasileirao/artigo/\\_id/12104427/ranking-maiores-dividas-trio-bilhao-corinthians-quase-la-nem-so-isso-explica-problema-seu-clube](https://www.espn.com.br/futebol/brasileirao/artigo/_id/12104427/ranking-maiores-dividas-trio-bilhao-corinthians-quase-la-nem-so-isso-explica-problema-seu-clube) . Acesso: 5 de mar. 2024

<sup>32</sup> MULLER, Aderbal; Teló, Admir Roque. Modelos de Avaliação de Empresa. Revista FAE, Curitiba, v.6, 2003. Disponível em: <https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/467/362> Acesso em 6 de mar. de 2024.

observância dos investimentos feitos em clubes tradicionais que se transformaram em SAF's desde a promulgação da Lei nº 14.193/21. Destarte, pode-se destacar a transformação em SAF do Cruzeiro Esporte Clube, maior clube do Estado de Minas Gerais, que teve a cisão de seu departamento de futebol no início de 2022 e tem hoje como acionista controlador de sua SAF o ex-jogador de futebol Ronaldo Nazário, que em troca de 90% das ações da SAF do clube, prometeu R\$400 milhões de investimento<sup>33</sup> e uma assunção de dívidas da associação em um valor de R\$682 milhões. Outros casos que também podem ser citados, são do Botafogo de Futebol e Regatas, que tem 90% das ações de sua SAF no comando do investidor norte-americano John Textor, que em troca assumiu uma dívida de R\$1 bilhão, com promessa de investimento de R\$400 milhões, o Clube de Regatas Vasco da Gama, também foi outro a passar por essa transformação, hoje tem 70% das ações da SAF em controle da holding norte-americana 777 Partners, que assumiu um compromisso de ajudar com R\$700 milhões para o pagamento de dívidas e mais R\$700 milhões de investimentos<sup>34</sup>. Exemplos mais recentes, também ocorreram com os tradicionais Esporte Clube Bahia e Coritiba Football Club, que passaram a contar com SAF's.

Por fim, dentro do processo de transformação em SAF deve-se discutir a figura do acionista controlador, prevista dentro do Art.116 da Lei das Sociedades Anônimas<sup>35</sup> que está bastante presente dentro das novas Sociedades Anônimas do Futebol. Assim, tal acionista seria aquele que de fato comanda os negócios sociais, fazendo prevalecer suas vontades de forma permanente dentro das deliberações em assembleia, tendo grande influência para determinar os futuros da sociedade<sup>36</sup>. Destarte, o Art.4º da Lei nº 14.193/21 destaca algumas restrições a esse acionista controlador no caso das SAF's, estabelecendo que este, não poderá contar com participação direta ou indireta em outra Sociedade Anônima do Futebol no Brasil, prezando pela competitividade justa dos clubes no país. Para além disso, o Art.4º em seu parágrafo único, também destaca que aqueles acionistas que possuem 10% ou mais do

---

<sup>33</sup> No caso do Cruzeiro, apenas R\$50 milhões foram investidos imediatamente pelo acionista controlador e os outros R\$350 milhões poderão ser pagos por meio de incrementos na receita do clube.

<sup>34</sup> Lance: Coritiba mais caro que Botafogo e Vasco? Veja diferenças e compare valores de venda das SAFs. Disponível em: <https://www.lance.com.br/lancebiz/coritiba-mais-carro-que-botafogo-e-vasco-veja-diferencas-e-compare-valores-de-venda-das-safs.html> Acesso em 6 de mar. de 2024

<sup>35</sup> Art. 116 da Lei nº 6.404/76: Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: **a)** é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e **b)** usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

<sup>36</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume 2, 3ª Edição, Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p.260.

capital votante ou total de uma SAF e também participarem do capital social de outra SAF não terão direito a voz e a voto dentro das assembleias gerais da sociedade, nem poderão participar de sua administração.

### **2.3 As Inovações da Lei 14.193/21 para a Emissão de Debêntures e a Utilização Dessas como Porta de Entrada para o Mundo dos Investimentos para as SAF'S**

As debêntures podem ser entendidas como valores mobiliários negociados por sociedades anônimas para a captação de recursos, que geralmente visam financiar projetos com prazos de vencimentos longos, levando a um conseqüente aumento do passivo de longo prazo<sup>37</sup>, se diferenciando da emissão de ações que também é uma forma de captação de recurso, mas que gera um aumento no patrimônio líquido da sociedade. A Lei nº 14.193/21 trata primeiramente da ideia de conversibilidade das dívidas dos credores com o clube-associação em ações da SAF: “Art. 20: Ao credor, titular do crédito, é facultada a conversão, no todo ou em parte, da dívida do clube ou pessoa jurídica original em ações da Sociedade Anônima do Futebol ou em títulos por ela emitidos, desde que previsto em seu estatuto”.

Assim, deve-se destacar que tal artigo se trata de uma inovação jurídica, uma vez que por mais que já fosse previsto na Lei nº 14.112/20, reformadora da Lei nº 11.101/05, em seu Art.50, a conversão de dívida em capital social da própria empresa em caso de Recuperação Judicial<sup>38</sup>. O Art.20 da Lei das SAF's inova nesse sentido, uma vez que no caso das SAF's não há a conversão de créditos detidos contra o devedor em capital próprio da sociedade devedora e sim há a conversão dos créditos em capital de uma terceira pessoa, a SAF, ou seja, quem é o devedor original do crédito é na verdade o clube-associação ou “clube-empresa” original, todavia, quem tem suas ações afetadas pela conversão é a SAF<sup>39</sup>.

Todavia, é importante destacar que para a conversão dessas dívidas é necessária uma convergência de vontade dos diferentes atores envolvidos, bem como previsão estatutária da SAF que disserte sobre o tema. Assim, fica claro que essa conversão surge como uma possibilidade ao credor e não como um dever, e, para que ocorra deve ser também aprovada

---

<sup>37</sup> PINTO, Leonardo José Seixas; FALCÃO, Daniel Ferreira, MÓL, Anderson Rezende. Emissão de debêntures e seu impacto nos indicadores de desempenho e financeiro: Um estudo comparativo entre empresas emissoras e não emissoras, 2015, p.2

<sup>38</sup> Lei 14.112/20: Art.50:Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros: XVII - conversão de dívida em capital social;

<sup>39</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.215-216

pelos acionistas da SAF em Assembleia Geral, uma vez que nesse caso haveria um consequente aumento de capital da sociedade anônima, já que as dívidas teriam sido convertidas em ações da empresa.<sup>40</sup>

Entretanto, por mais que a iniciativa seja interessante, já que possibilitaria com que mais investidores integrassem o capital social dos clubes e para além disso eliminaria parte das dívidas, contribuindo para uma melhora na saúde financeira dos clubes, tal composição não se constitui em uma debênture, uma vez que a ideia de debêntures se justifica justamente pela lucratividade daquele investidor que decide aportar capital através desse título, o que nesse caso, não estaria ocorrendo, uma vez que os devedores somente estariam recebendo em ações o adimplemento de suas dívidas. Ademais, destaca-se que esse modelo tem se tornado quase inviável na prática. Isso ocorre por conta de dois fatores determinantes, o primeiro deles seria justamente o esforço implícito com a convergência de vontades entre acionistas da SAF e credor, para que pudesse ser feita a conversão de crédito em ações da sociedade anônima. Para além disso, pode-se visualizar um problema ainda maior, que decorre do conteúdo das dívidas dos clubes. Levantamento do GE, apontou, seguindo os balanços dos clubes da primeira divisão em 2021, que a principal dívida dos clubes, cerca de 30% do total constituem-se por situações trabalhistas, desde salários a direitos de imagens atrasados, já em segundo lugar com 26% do total estão representadas as dívidas com o fisco, que são principalmente de impostos não pagos no decorrer dos anos, em terceiro lugar, com cerca de 24% do total, aparecem as dívidas bancárias, feitas através de empréstimos feitos por dirigentes ou aportes de financiadores<sup>41</sup>.

Observa-se que para além das dívidas dos clubes estarem repartidas entre diferentes agentes econômicos, o que dificultaria em caso de uma possível conversão delas para ações. Deve-se perceber também que seria pouco interessante para esses agentes envolvidos que ganhassem participações no capital social dos clubes ao invés de seu retorno financeiro. Isso ocorre porque o Estado por óbvio não poderia ter ações de uma Sociedade Anônima do Futebol, já para os atletas e às instituições financeiras seria de pouca valia uma conversão de suas dívidas em ações, uma vez que grande parte desses agentes não estão interessados em se inserir dentro das estruturas das SAF's.

---

<sup>40</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. op.cit, p.217-218

<sup>41</sup> CAPELO, Rodrigo. Finanças do futebol brasileiro em 2021: receitas voltam a crescer, mas clubes ainda enfrentam dívidas e crises. Globoesporte, 2022. Disponível em <https://ge.globo.com/negocios-do-esporte/noticia/2022/06/13/financas-do-futebol-brasileiro-em-2021-receitas-voltam-a-crescer-mas-clubes-ainda-enfrentam-dividas-e-criises.ghtml> Acesso em: 6 de mar de 2024

Todavia, para além da possibilidade de conversibilidade das dívidas dos clubes-associação em ações da SAF, é interessante também o debate sobre a possibilidade de que essas SAF's de fato se lancem ao mercado através da emissão de debêntures. Assim, por mais que a emissão de debêntures ainda não se tornou prática comum por parte das novas SAF's, tal ideia pode significar um importante passo inicial para que essas sociedades possam caminhar rumo ao mercado aberto de capitais. Dessa forma, é relevante entender primeiramente como funciona o mercado de debêntures no Brasil e como os clubes poderão ter acesso a ele. Destaca-se aqui o Art.53 da Lei das Sociedades Anônimas <sup>42</sup>que prevê a possibilidade de emissão de debêntures pelas sociedades anônimas, estabelecendo mesmo valor nominal e mesmos direitos àquelas debêntures de mesma série

De tal modo, deve se observar que o mercado de debêntures está em franca expansão dentro do Brasil e pode simbolizar uma grande oportunidade para as SAF's. Levantamento de dados da Economatica<sup>43</sup> compilou informações sobre a emissão de debêntures no Brasil nos últimos 20 anos, indicando a emissão de 1440 debêntures precificadas pela Anbima, com volume que ultrapassou os R\$700 bilhões, observando um grande crescimento nos últimos anos, como por exemplo em 2021, que houve um aumento de 117% no volume total de debêntures se comparado ao ano anterior.

Como abordado, a emissão de debêntures pode ser considerada um passo inicial rumo a uma possível abertura de capital futura da sociedade anônima, uma vez que conecta diretamente a sociedade com investidores que querem alocar seu dinheiro nestes títulos de renda fixa a fim de remunerar com juros futuros. Tal emissão permitiria com que as SAF's tivessem uma maior comunicabilidade e aderência aos investimentos de mercado, fazendo com que se comunicassem com diferentes tipos de investidores, o que é extremamente relevante dentro de uma perspectiva de abertura de capital.

Dessa forma, é justamente pensando nessa possibilidade de alocação de capital por parte de investidores e até mesmo de torcedores, que a Lei nº 14.193/21 consolida em seu Art.26 a criação da chamada debênture-fut. Tal artigo fixa uma legislação especial para a emissão de debêntures do futebol e tem como o objetivo incentivar a captação de recursos

---

<sup>42</sup> Lei 6.404/76: Art.53: A companhia poderá efetuar mais de uma emissão de debêntures, e cada emissão pode ser dividida em séries. Parágrafo único: As debêntures da mesma série terão igual valor nominal e conferirão a seus titulares os mesmos direitos.

<sup>43</sup>Economatica: Debêntures: evolução do mercado brasileiro. Disponível em: <https://insight.economatica.com/debentures-evolucao-do-mercado-brasileiro/> Acesso em 6 de mar. de 2024

para sua alocação em atividades diretamente relacionadas ao futebol e equacionamento financeiro das SAF's<sup>44</sup>. De tal maneira, estabelece o Art26 da Lei nº 14.193/21:

Art. 26. A Sociedade Anônima do Futebol poderá emitir debêntures, que serão denominadas “debêntures-fut”, com as seguintes características:

I - remuneração por taxa de juros não inferior ao rendimento anualizado da caderneta de poupança, permitida a estipulação, cumulativa, de remuneração variável, vinculada ou referenciada às atividades ou ativos da Sociedade Anônima do Futebol;

II - prazo igual ou superior a 2 (dois) anos;

III - vedação à recompra da debênture-fut pela Sociedade Anônima do Futebol ou por parte a ela relacionada e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma a ser regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários;

IV - pagamento periódico de rendimentos;

V - registro das debênture-fut em sistema de registro devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, nas suas respectivas áreas de competência.

§ 1º Os recursos captados por meio de debêntures-fut deverão ser alocados no desenvolvimento de atividades ou no pagamento de gastos, despesas ou dívidas relacionados às atividades típicas da Sociedade Anônima do Futebol previstas nesta Lei, bem como em seu estatuto social.

Diferentemente das debêntures comuns, o legislador buscou estabelecer parâmetros e condições específicas que as Sociedades Anônimas do Futebol devem cumprir para a emissão dessas debêntures-fut. Destacando-se a remuneração por taxa de juros que não deve ser inferior ao rendimento anual da poupança – podendo também ser estipulada com taxa fixa no valor mínimo, mais valor variado oferecido pela SAF - o prazo mínimo de dois anos para vencimento e o pagamento periódico de rendimento. Tais constatações vêm ao texto justamente no intuito de fornecer maior proteção ao investidor ou até mesmo ao torcedor que optasse em participar do seu clube através da compra de debêntures-fut, impedindo que a SAF tomasse dinheiro sem a estruturação de um plano econômico viável.<sup>45</sup>

---

<sup>44</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.252

<sup>45</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.250

Para além disso, deve-se também dar olhos ao parágrafo segundo do Art26 da Lei nº 14.193/21 que sofreu o veto do executivo, mas que trazia medida de incentivo bastante interessante para as debêntures-fut, sendo a possibilidade de retorno desse parágrafo bem interessante para os investidores que decidirem entrar no mercado do futebol brasileiro. Tal parágrafo faria com que as debêntures-fut entrassem para os valores mobiliários efetivados, ou seja, seriam reduzidas as alíquotas de IRRF que incidem sobre o mercado de debêntures para zero no caso das pessoas naturais residentes no Brasil e para 15% para pessoas jurídicas ou fundos de investimento. Assim, destaca-se que ao reduzir a alíquota de IRRF, o governo estaria automaticamente aumentando o retorno desse ativo, atraindo mais investidores e aumentando a liquidez dos títulos.<sup>46</sup>

Entretanto, por mais que exista o incentivo a emissão de debêntures-fut, as SAF's podem também emitir debêntures comuns, bem como debêntures conversíveis, mediante aprovação da Assembleia Geral de Acionistas, tal processo, assim, seria regido conforme a Lei nº 6.404/76 que estabelece normas para as sociedades anônimas em geral.

De tal forma, como exemplo recente de emissão de debêntures de uma SAF brasileira, pode-se observar duas emissões feitas pelo Cruzeiro Esporte Clube no ano de 2023. O clube optou por debêntures convencionais, não se utilizando das prerrogativas das debênture-fut. Assim, a primeira emissão ocorreu em março de 2023, quando o empresário Pedro Lourenço aportou R\$100 milhões na SAF do clube em troca de debêntures conversíveis em até 20% das ações da SAF. Já em outubro de 2023, o clube se movimentou novamente dentro do mercado, captando R\$50 milhões através 50 mil notas comerciais que foram colocadas para oferta pública de investidores profissionais<sup>47</sup>.

#### **2.4 Fundos de Private Equity e Venture Capital e um Impulso de Investimento para as SAF's**

Os Fundos de Private Equity e de Venture Capital vêm apresentando uma crescente cada vez maior no Brasil e surgem como uma excelente oportunidade de crescimento para empresas de capital fechado poderem alçar maiores voos. Assim, destacam-se dados do segundo trimestre de 2023, fornecidos pela Associação Brasileira de Venture Capital e Private

---

<sup>46</sup> BRAGANÇA, Gabriel Fiuza; PESSOA, Marcelo de Sales; SOUZA, Gustavo Moreira. *Evolução Recente do Mercado de Debêntures no Brasil: As Debêntures Incentivadas*. Ipea, Brasília, 2015, p. 23-24.

<sup>47</sup> DUARTE, Gabriel. R\$50 Milhões: SAF de Ronaldo no Cruzeiro lança oferta pública para captar recursos para a base. Disponível em: <https://ge.globo.com/google/amp/futebol/times/cruzeiro/noticia/2023/10/28/r-50-milhoes-saf-de-ronaldo-no-cruzeiro-lanca-oferta-publica-para-captar-recursos-para-a-base.ghtml> Acesso em 7 de mar. de 2024

Equity (ABVCAP), que indicam que os investimentos nessas modalidades alcançaram a cifra de R\$6,47 bilhões entre abril e junho de 2023.<sup>48</sup> Assim, destaca-se que o Private Equity e o Venture Capital<sup>49</sup>, podem ser entendidos como uma modalidade de financiamento no qual investidores de alto risco, em troca de parcela significativa das ações de empresas que tem seu capital fechado, aportam capital relevante dentro dessas sociedades com grande potencial de crescimento, a fim de que com uma gestão e administração adequada consigam obter lucro com esse negócio, seja pela posterior venda das ações compradas ou pela rentabilidade com os lucros da sociedade comprada<sup>50</sup>.

Essas modalidades de financiamento ainda são recentes no mundo dos investimentos brasileiros. Os primeiros registros de fundos de Private Equity e Venture Capital investindo maior capital no Brasil datam de 1982, quando apenas a Brasilpar, a Companhia Riograndense de Participações (CRP) e o BNDESPar realizavam esse tipo de investimento por aqui. Enquanto isso, o mercado norte-americano que já trazia a cultura desses fundos de investimento antes mesmo da década de 1960, já apresentava em 1982, cerca de 331 organizações gestoras que tinham comprometido US\$7,6 bilhões em capital<sup>51</sup> de Private Equity e Venture Capital.

Assim, deve-se destacar que grande parte dos investimentos em Private Equity e Venture Capital apresentam uma vida não muito longa, uma vez que os investidores entram nesses negócios justamente para potencializá-los e posteriormente conseguirem um retorno desse investimento. Dessa forma, em média mais de 50% dos fundos apresentaram duração média de sete a dez anos segundo a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial-ABDI em seu segundo censo da indústria de Private Equity e Venture Capital do Brasil<sup>52</sup>. De tal modo, deve-se destacar que essa perspectiva temporária e potencializadora dos negócios fornecida pelos investimentos de Private Equity e Venture Capital se mostra bastante interessante no que tange às Sociedades Anônimas do Futebol, uma vez que as SAF's nesse

---

<sup>48</sup> LEWGOY, Júlia. Investimento de Private Equity e Venture Capital voltam a registrar alta no 2º trimestre. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2023/07/31/investimentos-de-private-equity-e-venture-capital-voltam-a-registrar-alta-no-2o-trimestre.ghtml> Acesso em 7 de mar. de 2024

<sup>49</sup> O Venture Capital geralmente consiste no investimento em startups e sociedades que ainda estão no início de suas operações, já o Private Equity consiste em um investimento maior em empresas de capital fechado, mas que já estão consolidadas dentro do mercado. Para fins didáticos, o trabalho vai equiparar as duas modalidades.

<sup>50</sup> SIQUEIRA, Eduardo Madureira Rodrigues; CARVALHO, Antônio Gledson; NETTO, Humberto Galucci. Determinantes do Sucesso dos Investimentos de Private Equity e Venture Capital no Brasil. Revista Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, 2011, p. 191.

<sup>51</sup> RIBEIRO, Leonardo de Lima. O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital. Dissertação de Mestrado da Faculdade de Economia da Universidade de São Paulo, 2005, p.58

<sup>52</sup> AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. A Indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro. Brasília, 2011.

caso, poderiam se encaixar perfeitamente dentro desse mercado. Bem como, poderiam utilizar da entrada de investidores como uma grande oportunidade de melhora em seus quadros de gestão e administração financeira, servindo também, como uma porta de entrada para que as SAF's pudessem ter um acesso futuro ao mercado aberto de capitais.

De tal forma, deve-se destacar que a vida não muito longa dos fundos de Private Equity e Venture Capital, faz com que os investidores tenham que encontrar meios de saída desses investimentos. Assim, o mais comum entre esses métodos, tem sido via o mercado acionário. Destarte, quando os fundos atingem maiores patamares de tamanho, a saída através da abertura de capital se torna extremamente oportuna para os investidores<sup>53</sup>. Nessa esteira, relevantes dados da B3 indicam que entre 2009 e 2020, 56% das empresas que realizaram a chamada *Initial Public Offering* (IPO) - que corresponde ao processo de abertura de capital em bolsa- tinham fundos de Private Equity ou Venture Capital como sócios<sup>54</sup>. Somente em 2023, esses fundos venderam mais de R\$ 3 bilhões em ações na bolsa de valores, seja através de IPO's ou subscrições de ações<sup>55</sup>.

Dessa maneira, é importante perceber que esse mercado de fundos de investimento ainda não se tornou uma prática corriqueira dentro das Sociedades Anônimas do Futebol no Brasil. Atualmente, o Brasil conta com um único exemplo de SAF comprada por um fundo de Private Equity dentro dos clubes de maior representatividade no país, que se trata do Coritiba Football Club. O tradicional time do Estado do Paraná foi comprado em maio de 2023 pelo fundo de Private Equity "Treecorp Partners", o qual se comprometeu a suportar um investimento de R\$1,32 bilhões ao clube, dos quais R\$270 milhões serão destinados ao pagamento de dívidas do clube, R\$100 milhões na reforma do centro de treinamento, R\$450 milhões para gastos recorrentes e R\$500 milhões para a reforma do estádio do clube em troca de 90% das ações da SAF do Coritiba<sup>56</sup>.

---

<sup>53</sup> GIOIELLI, Sabrina Patrocinio Ozawa. Os Gestores De Private Equity E Venture Capital Influenciam A Governança Corporativa Das Investidas? Evidências Das Empresas Estreantes Na Bovespa. Dissertação de mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da FGV, 2008, p.24.

<sup>54</sup> ESTADÃO. Fundos de Private Equity usam ondas de IPOs para vender empresas do portfólio. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fundos-de-private-equity-usam-onda-de-ipos-para-limpar-portfolio-de-negocios/> Acesso em 8 de mar. de 2024

<sup>55</sup> GUIMARÃES, Fernanda; SCARAMUZZO, Mônica. Fundos de Private Equity vendem mais de R\$3 bi de investidas na bolsa. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/07/20/fundos-de-private-equity-vendem-mais-de-r-3-bi-de-investidas-na-bolsa.ghtml> Acesso em 8 de mar. de 2024

<sup>56</sup> REUTERS. Futebol: Treecorp Partners, de private equity, compra Coritiba por R\$1,3 bilhão. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/futebol-treecorp-partners-de-private-equity-compra-coritiba-por-r-13-bilhao/> Acesso em 8 de mar. de 2024

Desse modo, investimentos como esse feito na SAF do Coritiba podem ser só o início de algo maior. A entrada de fato de fundos de Private Equity e Venture Capital seria bastante interessante para o impulsionamento do futebol brasileiro, uma vez que os fundos costumam contar com uma grande estrutura de investidores, bem como buscam aliar uma boa administração, com uma gestão financeira compromissada e que visa o crescimento das empresas investidas. Assim, deve-se pontuar que em outros lugares do mundo, principalmente na Europa e nos Estados Unidos, esses tipos de fundos vêm se tornando cada vez mais comuns no meio do futebol. Análise da consultoria financeira PitchBook apontou que cerca de 27 clubes das 5 principais ligas europeias – Alemanha, Espanha, Inglaterra, Itália e França – contavam com algum investimento de Private Equity e outros 5 contavam com fundos de Venture Capital em sua estrutura acionária<sup>57</sup>. Segundo a mesma análise, só em 2022, esses fundos movimentaram mais de €4,9 bilhões na aquisição de clubes de futebol. Como exemplo de operações bem sucedidas nesse sentido, pode-se observar tradicionais clubes como o AC Milan da Itália, que teve suas ações extremamente potencializadas pelo fundo de Private Equity “Elliot”, que comprou o clube por €740 milhões e o revendeu 5 anos mais tarde pela cifra de €1,2 bilhão.

Assim, a entrada desses tipos de investimento deve passar a ser olhada com bons olhos pelos clubes-associação que desejarem se tornar SAF’s no Brasil, uma vez que como destacado, para além de um grande potencial de crescimento oferecido pelos fundos, esses também podem funcionar como uma excelente porta de entrada para que as SAF’s acessem o mercado aberto de capitais e possam realizar um IPO. O que possibilitaria o acesso a um número ainda maior de investidores, bem como a adaptação desses clubes às regras de boa administração e gestão impostas pelo “Novo Mercado”<sup>58</sup> na Bolsa de Valores do Brasil (BOVESPA).

## **2.5 A Realização da Initial Public Offering-IPO Pelas SAF’s e a Importância do Mercado de Capitais**

A Lei das Sociedades por Ações, destaca em seu Art.4º que: “Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou

---

<sup>57</sup> SIMÕES, Irlan. Como o “private equity” americano inundou o futebol europeu com quase €5 bilhões em 2022. Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-irlan-simoes/post/2023/08/15/como-o-private-equity-americano-inundou-o-futebol-europeu-com-quase-euro5-bilhoes-em-2022.ghtml> Acesso em 8 de mar. de 2024

<sup>58</sup> O “Novo Mercado” é um segmento da Bolsa de Valores do Brasil que surgiu no ano 2000, que tem como características apresentar regras mais rígidas de governança corporativa, administração financeira e participação de acionistas, o que seria bastante interessante para o caso das SAF’s que necessitam justamente de um maior regramento e disciplina financeira para arcar com todos o passivo a ser cumprido.

não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”, ou seja, a abertura de capital das sociedades, está diretamente relacionada à condição de suas ações estarem ou não, sendo negociadas no mercado de valores mobiliários. Dessa forma, destaca-se que para entender como as SAF's poderão abrir seu capital social para negociações em Bolsa de Valores, é relevante entender como funciona esse mercado.

Desse modo, na história dos investimentos o mercado aberto de capitais sempre funcionou como uma excelente oportunidade de conectar interesses de poupadores de capital com tomadores de recursos, ou seja, permitiu com que o dinheiro saísse daqueles que o tem reservado, para aqueles que necessitam utilizá-lo de forma produtiva, e em contra partida, os tomadores desse dinheiro oferecem participações acionárias de suas empresas, que nada mais significam que uma porcentagem do capital social que permite com que os poupadores possam participar dos lucros da empresa, obtendo valor em seus investimentos através de dividendos ou da revenda dessas ações.<sup>59</sup>

Assim, deve ser destacado o relevante papel do mercado de capitais no desenvolvimento das sociedades anônimas, bem como de todo o ecossistema econômico do país. Destarte, um mercado de capitais desenvolvido permite com que empresas obtenham uma fonte contínua de financiamentos necessários para investimentos em capital de giro e capital fixo, bem como possibilita a democratização do mundo dos investimentos para pessoas que optem por manter reservas de capital, que podem assim, através do mercado de valores mobiliários ter a possibilidade de rentabilizar seu capital através de participações nos lucros e valorizações de empresas investidas<sup>60</sup>.

De tal maneira, para que uma sociedade anônima ingresse dentro da Bolsa de Valores é necessário fazer uma oferta pública de suas ações, que é conhecida pelo termo “*Initial Public Offering*” (IPO). Em termos simples o IPO pode ser entendido como a primeira oferta dos títulos acionários de uma sociedade anônima ao público de forma regulada pelo mercado de valores mobiliários, o que leva ao consequente ingresso desses títulos no mercado de capitais para negociações. Assim, as ações podem ser ofertadas de duas formas, em uma distribuição primária ou em uma secundária. A distribuição primária ocorre quando a própria empresa emite novas ações aumentando seu capital social e realiza a venda delas dentro do

---

<sup>59</sup> FILHO, André Franco Montoro. Intermediação Financeira e Valores Mobiliários no Brasil: uma análise econométrica. Revista Brasil Econ, FIPE-USP, p.212-213.

<sup>60</sup> CESTARI, Walter; ROCHA, Ricardo Humberto; PIELLUSCH, Marcos. Mercado de Capitais e Bolsa de Valores. Editora Manole, 2023, p.25

mercado aberto, ou seja, nesse caso, o capital adquirido é destinado para o desenvolvimento e financiamento da própria empresa. Já as distribuições secundárias, ocorrem quando acionistas da empresa, no intuito de diluir suas participações ou obter retorno de seus investimentos saindo da sociedade, decidem usar da abertura de capital como válvula de escape de seus investimentos. Nesse caso, os recursos são destinados ao próprio acionista que detinha as ações<sup>61</sup>.

Para além disso, deve-se destacar o procedimento no qual as sociedades têm que se submeter para a realização de um IPO primário de suas ações. Assim, primeiramente deve haver autorização dos acionistas em Assembleia Geral que permita a abertura de capital e o consequente aumento do capital social da empresa, no caso das SAF's deve-se atentar ao fato de que muitas delas tem um único acionista majoritário e nesse caso, tala acionista terá grande influência em um possível aumento de capital, com a dissolução de suas ações e a consequente abertura das ações frente ao mercado de capitais. Logo após essa aprovação a sociedade deve entrar em contato com uma instituição financeira que vai coordenar a oferta pública e o pedido de registro frente a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Então, com a aprovação da CVM, a sociedade, juntamente com a instituição financeira coordenadora da oferta, lança seu prospecto aos investidores, ou seja, um documento que aborda sobre as características da oferta e traz informações sobre a empresa. Assim, depois do prospecto, novamente a instituição financeira coordenadora e a sociedade irão promover a precificação das ações, que pode ser baseada em diferentes critérios, desde o fluxo de caixa da empresa, até as expectativas futuras de crescimento e a predileção dos investidores à oferta. Por fim, se realiza a oferta pública de ações e a consequente distribuição desses títulos acionários, levando após esse processo, o início da negociação das ações em Bolsa de Valores<sup>62</sup>.

Assim, destaca-se que por mais que o Índice BOVESPA<sup>63</sup> venha passando por um período de estagnação entre os anos de 2022 e 2024, deve ser destacado a forte popularização por qual vem passando o mercado de capitais no Brasil, que tinha em 2019 cerca de 1,6 milhões de investidores individuais e hoje conta com cerca de 5,74 milhões de investidores<sup>64</sup>.

---

<sup>61</sup> CESTARI, Walter; ROCHA, Ricardo Humberto; PIELLUSCH, Marcos: op.cit. p.82-84

<sup>62</sup> CESTARI, Walter; ROCHA, Ricardo Humberto; PIELLUSCH, Marcos. Mercado de Capitais e Bolsa de Valores. Editora Manole, 2023. p.87-90

<sup>63</sup> Índice BOVESPA (IBOVESPA), é o índice calculado pela média de performance das empresas mais negociadas na Bolsa brasileira nos últimos meses, tem bastante utilidade para medir o desempenho das principais ações do mercado de capitais, bem como fornece um balanço geral de como está o mercado brasileiro

<sup>64</sup> BULLA, Olívia. No ano em que cravou recordes, bolsa brasileira perdeu milhares de investidores. Disponível em: <https://investnews.com.br/financas/no-ano-em-que-cravou-recordes-bolsa-brasileira-perdeu-milhares-de-investidores/> Acesso em 11 de mar. de 2024

O crescente número de investidores ao longo dos últimos 5 anos aliado às baixas taxas de juros no país entre os anos de 2020 e 2021, atraiu uma grande quantidade de novas empresas para o mercado de capitais. Somente nesses dois anos, a BOVESPA teve o recorde de 73 empresas realizando IPO's e iniciando suas operações no mercado aberto de capitais<sup>65</sup>. Todavia, o seguinte processo de aumento das taxas de juros e a recessão econômica, trouxeram um freio à abertura de capital de empresas no Brasil, ficando frequente apenas o processo de *follow on*<sup>66</sup> que movimentou cerca de R\$29,3 bilhões em 17 operações.<sup>67</sup>

Dessa forma, é necessário observar no que tange às Sociedade Anônimas do Futebol, que não existe um caminho exato a se seguir para a reestruturação dos clubes. A abertura do capital surge assim, como uma excelente oportunidade para que as novas SAF's possam ter uma nova fonte de captação de recursos para o emprego em suas atividades e no equacionamento de suas dívidas, podendo assim, de fato se conectar com a ponta dos investidores individuais do país. Para além disso, a inserção das SAF's dentro de um contexto de mercado aberto regulado pela CVM é também bastante oportuna no sentido de organização e crescimento dessas sociedades, uma vez que os padrões de mercado exigem controles financeiros mais acurados, relação com investidores e publicidade de demonstrativos de resultados. Tais questões forçariam as SAF's a se adaptarem aos moldes mercadológicos, auxiliando na resolução de problemas crônicos que envolveram o futebol brasileiro ao longo das décadas, como altas dívidas, falta de transparência e gestões irresponsáveis.

Clubes de futebol dentro do mercado de capitais não é nenhuma novidade. Na Europa, onde grande parte dos clubes opta por tipos societários comerciais, pode-se encontrar aqueles que tenham suas ações negociadas em Bolsa de Valores, como exemplos desses casos, podem-se perceber os tradicionais: Manchester United FC e Arsenal FC da Inglaterra, a Juventus, a SS Lazio, a AS Roma na Itália, o SL Benfica, FC Porto e o Sporting Clube de Portugal em Portugal, o Borussia Dortmund na Alemanha e o Ajax FC na Holanda<sup>68</sup>. Já na

---

<sup>65</sup> ALVARENGA, Bianca. Maioria dos IPOs da temporada de 2020 e 2021 acumula prejuízo na bolsa. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/maioria-dos-ipos-da-temporada-de-2020-e-2021-acumula-prejuizo-na-bolsa/> Acesso em 12 de mar. de 2024

<sup>66</sup> As operações de *follow on* são aquelas nas quais uma empresa que já realizou seu IPO e logo já tem seu capital aberto, realiza uma nova oferta subsequente de ações

<sup>67</sup> AZEVEDO, Vitor. Número de follow on supera R\$29 bilhões em 2023; quando as operações são boas para as empresas e suas ações? Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/numero-de-follow-ons-em-2023-supera-r-29-bi-em-2023-quando-as-operacoes-sao-boas-para-as-empresas-e-suas-acoas/> Acesso em 12 de mar. de 2024

<sup>68</sup> ORTEGA, Fabiana. 7 das 10 principais ações de clubes de futebol recuam na bolsa desde IPO. Disponível em: <https://investnews.com.br/negocios/clubes-de-futebol-7-das-10-principais-acoas-recuam-desde-ipo/> Acesso em 12 de mar. de 2024

América do Sul, esse fenômeno de abertura de capital por parte dos clubes também não é novidade, na Colômbia a Lei 1145 de 2011, já previa a possibilidade de os clubes optarem por tipos societários comerciais, como a sociedade anônima, o que levou a transformação de 12 clubes no país para esse modelo, com um deles, o tradicional Millionários Fútbol Club passando a ter suas ações negociadas no mercado aberto. Outro país a ter clubes no mercado aberto de capitais é o Chile, que conta com os três maiores clubes do país com ações na bolsa de valores, o Colo-Colo, a Universidad Católica e a Universidad de Chile<sup>69</sup>. Para além de ações diretamente negociadas em bolsa, existem clubes que tem suas ações pertencentes a holdings que por sua vez também são acessíveis para investidores, como exemplo desse caso, pode-se perceber o Liverpool FC da Inglaterra, que tem a maior parte das suas ações pertencentes à holding norte-americana “Fenway Sports Group” (FSG).

Assim, deve-se observar que por mais que ainda não existam exemplos de SAF’s no Brasil que abriram seu capital. É possível imaginar que esse cenário não está muito longe de chegar aqui, uma vez que a abertura pode significar uma excelente oportunidade para as SAF’s de conseguir investimento de capital de forma menos custosa, auxiliando no equacionamento financeiro dessas novas sociedades, bem como em suas perspectivas de crescimento. Para além disso, como já abordado depois da criação do “Novo Mercado” pela CVM nos anos 2000, pode-se dizer que a presença dentro da bolsa de valores também seria fundamental no que tange a incentivos de boa administração, transparência e responsabilidade financeira tão necessárias aos clubes brasileiros.

Dessa forma, pode-se dizer que a realização do IPO será um passo relevante que as SAF’s brasileiras podem tomar em seu caminho rumo a capitalização de recursos e crescimento societário. Assim, a abertura de capital possibilitará com que as SAF’s consigam novas fontes de investimento, bem como permitirá que se comuniquem de forma ainda mais profunda com seus torcedores, que podem nesse caso, de fato adquirir partes de seu clube do coração e auxiliar diretamente seus clubes com seu capital se tornando sócios.

## **2.6 Novas Possibilidades de Investimento pela BOVESPA**

A entrada das SAF’s brasileiras dentro da BOVESPA pode significar uma boa oportunidade de diversificação de patrimônio para investidores já consolidados no mercado, bem como tem grande potencial de trazer ainda mais pessoas individuais ao mercado de

---

<sup>69</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, MANSSUR, José Francisco C. Futebol, Mercado e Estado, ed. Quartier Latin, 2016, p.85

capitais, uma vez que é inegável o poder midiático e influente que os clubes ostentam dentro do Brasil. Tal quadro pode levar uma série de torcedores apaixonados a ingressarem dentro do mercado de capitais para poderem se sentir parte de seus clubes do coração através da aquisição de suas ações.

Como as SAF's ainda não aderiram ao mercado aberto de capitais, quaisquer previsões se tornam hipotéticas. Todavia, deve-se pensar em como a CVM poderá receber essas novas sociedades anônimas e incentivar investidores a entrarem nesse mercado de grande risco, mas com bastante potencial. Desse modo, nesse cenário de previsões Rodrigo R. Monteiro de Castro e José Francisco C. Manssur idealizadores da Lei nº 14.193/21 pensam a possibilidade de criação de mecanismos de incentivo ao futebol dentro da BOVESPA, através da abertura de um segmento específico da bolsa brasileira destinada a esse fim, que poderia se chamar BOVESPAFUT<sup>70</sup>.

Dessa forma, a abertura de um novo segmento passaria pelo reconhecimento da importância econômica que o futebol, e consequentemente as SAF's, têm no país. Assim, como estabelecido pelos autores, a existência de um segmento específico para o futebol permearia uma maior padronização de regras de transparência e governança, bem como possibilitaria a criação de uma cultura de investimento dentro do futebol. Para além disso, a criação de um segmento seria fundamental para que as SAF's pudessem se adaptar ao ambiente de mercado, tendo incentivos e regulamentos próprios atrelados à sua realidade, o que facilitaria seu ingresso dentro da Bolsa de Valores. Por fim, destaca-se que esse segmento também seria bastante interessante para os investidores, que teriam padrões de análise próprios para as SAF's, bem como facilitariam possíveis estudos de tendências desse mercado.

Desse modo, é importante destacar que as atividades do mercado aberto de capitais estão sempre sujeitas ao risco, que pode ser entendido como a incerteza ou possibilidade de insucesso de um investimento, ou seja, o risco é a possibilidade de não obter o resultado esperado<sup>71</sup>. Assim, o risco dentro da Bolsa de Valores sempre aparece atrelado ao retorno, quanto mais riscos os investidores decidem correr com um ativo, maior retorno eles esperam com ele. De tal forma, os investidores devem continuar atentos a tal princípio mercadológico

---

<sup>70</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, MANSSUR, José Francisco C. Futebol, Mercado e Estado, ed. Quartier Latin, 2016, p.86-88

<sup>71</sup> CESTARI, Walter; ROCHA, Ricardo Humberto; PIELLUSCH, Marcos. Mercado de Capitais e Bolsa de Valores. Editora Manole, 2023, p.140

quando se tratar das SAF's. Isso ocorre porque o futebol deve ser entendido como uma inerente atividade de risco, uma vez que depende de diferentes fatores para obter resultados financeiros positivos, desde a atuação dos jogadores em campo, ao engajamento da torcida, aos contratos de patrocínio. No fim da temporada só um clube pode vencer cada campeonato. Destarte, cabe aos investidores analisarem as gestões dos clubes para além dos resultados esportivos, cobrando balanços financeiros positivos que independam de fatores muito arriscados, como a garantia de vitória em um campeonato, por exemplo.

Dessa forma, é clara a necessidade de adaptação a qual os investidores brasileiros devem passar para que as SAF's possam abrir seu capital na BOVESPA. É importante ressaltar que não raro, clubes que têm suas ações negociadas no mercado aberto, acabam tendo o valor de suas ações influenciadas pelo seu desempenho dentro das quatro linhas. Assim, artigo produzido no Politécnico de Coimbra - Coimbra Business School - investigou dez clubes europeus com capital aberto, de seis países diferentes, em mais de 4828 jogos durante dez temporadas diferentes, no intuito de analisar o impacto dos resultados futebolísticos dos clubes na cotação de suas ações. A pesquisa encontrou que em média, as vitórias em campo levavam a uma alteração positiva anormal nas ações de 0,45%, já as derrotas levavam em média a uma alteração negativa de -1,66%<sup>72</sup>vale ressaltar que foi calculado o percentual médio de alteração, mas as taxas costumam variar mais em jogos internacionais ou de fim de temporada que costumam ser mais decisivos, principalmente pesando nas derrotas, fica claro assim, que muitas vezes é costume de investidores individuais se deixarem levar pelos resultados esportivos, mas que nem sempre refletem os resultados financeiros e administrativos do clube.

Desse modo, analisando esses aspectos muitas vezes irracionais e emocionais que estão atrelados ao mundo de futebol, torna-se de maior relevância ainda a CVM estruturar quanto antes os pavimentos para a entrada das SAF's brasileiras na Bolsa de Valores. É claro que como se trata de um esporte que envolve paixão direta de milhares de torcedores, dificilmente é possível controlar flutuações momentâneas após os jogos, como observado também no cenário europeu. Todavia, com a criação de um segmento específico para o mercado do futebol dentro da Bolsa de Valores brasileira, bem como com incentivos e orientações aos investidores sobre os potenciais econômicos das SAF's, é possível criar um mercado bastante sólido em torno do futebol dentro da BOVESPA.

---

<sup>72</sup> OLIVEIRA, Marcelo Jorge Carreira; BENZINHO, José. Impacto dos Resultados Desportivos Na Rendibilidade das Ações dos Clubes Europeus. Porto, 2022, p.22

Dessa forma, é possível imaginar que os investimentos nesse setor podem ir muito além daqueles diretos em ações das SAF's. Isso ocorre porque vem se tornando cada vez mais comum a existência dos “*Exchange Traded Funds*” (ETF) na Bolsa de Valores brasileira. Os ETF's podem ser entendidos como fundos de ação que buscam replicar um índice ou um setor da economia, ou seja, consistem em uma carteira de diversas ações de um mesmo setor, o que permite com que os investidores diversifiquem seu patrimônio, bem como reduzam os custos de aquisição que seriam impostos na aquisição individual dos ativos e possam correr menos riscos<sup>73</sup>. Atualmente, são negociados na bolsa brasileira 81 ETF's de renda variável, que movimentam cerca de R\$ 1,503 bilhão. Para além disso, esse é um mercado cada vez mais crescente no número de investidores, que saiu de 33,2 mil em 2017 para mais de 741 mil em 2023, segundo levantamento da Economática.<sup>74</sup> Assim, pode-se também enxergar uma viabilidade através da criação de um segmento de mercado exclusivo para as SAF's de fundos que operem com vários ativos desse mercado, oferecendo aos investidores um investimento conjunto em todo o mercado do futebol.

Por fim, pode-se discutir também que a estruturação do mercado do futebol na Bolsa de Valores brasileira, pode atrair possibilidades de investimento em clubes estrangeiros que já contam com suas ações estruturadas no mercado aberto há muito tempo. Tais ações desses clubes poderiam ser negociadas através dos chamados BDR's (*Brazilian Depositary Receipts*), que consistem em uma estrutura através da qual empresas sediadas fora do Brasil ficam permitidas de listar suas ações na bolsa brasileira através de recibos de ações<sup>75</sup>, ou seja, através dos BDR's investidores brasileiros ficam permitidos de investir em ações estrangeiras – no caso clubes de futebol de fora do Brasil – pelo próprio mercado brasileiro. Assim, destaca-se que o mercado de BDR's vem crescendo cada vez mais na Bolsa Brasileira após a liberação da CVM em setembro de 2020 para a comercialização de BDR's por investidores comuns de varejo. Desde a liberação da CVM, o volume financeiro de negociação nesses ativos saltou em mais de 900% e a quantidade de BDR's negociados também aumentou

---

<sup>73</sup> CESTARI, Walter; ROCHA, Ricardo Humberto; PIELLUSCH, Marcos. Mercado de Capitais e Bolsa de Valores. Editora Manole, 2023, p.121

<sup>74</sup> Economática. Raio-X dos fundos de índice (ETF) em ago/2023: cotistas, volume e retornos. Disponível em: <https://insight.economatica.com/raio-x-fundos-de-indices-etf-ago-2023/#:~:text=Volume%20Financeiro%3A%20os%20ETFs%20mais,di%C3%A1ria%20de%20R%24%201%2C503%20bilh%C3%A3o. Acesso em 13 de mar. de 2024>

<sup>75</sup> MANDUCA, Andrea Cristina Antonelli Palaia. O Impacto da Utilização da Estrutura de Listagem em BDR na Precificação dos Ativos Após o Evento Agrengo. Tese de Mestrado Escola de Economia FGV, São Paulo, 2012, p.13.

expressivamente, saindo de 546 em 2020 para 984 no fim de 2022.<sup>76</sup> Assim, tal mercado também pode surgir como uma grande oportunidade tanto para as instituições financeiras que queiram trazer recibos de ações de clubes estrangeiros para o Brasil, como para os investidores que estiverem interessados no mercado do futebol e quiserem diversificar seu patrimônio. Por mais que ainda seja cedo para que tal possibilidade se torne crível, já é possível observá-la como uma consequência de uma maior estruturação do mercado do futebol dentro da Bolsa de Valores brasileira.

### **3. ADAPTABILIDADE DAS SAF's ÀS REGRAS DA CVM**

A entrada na Bolsa de Valores, exige de todas as empresas uma grande preparação. Principalmente após o advento do Novo Mercado na Bovespa nos anos 2000, investidores estão cada vez mais atentos a questões atinentes a gestão corporativa, compliance e saúde financeira. Para além disso, o rígido controle efetuado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil também deve ser destacado, uma vez que há a exigência para que empresas sigam práticas elevadas de publicidade, ética e governança para que possam permanecer sendo negociadas no mercado aberto de capitais<sup>77</sup>.

Desse modo, tendo em vista todas as questões atinentes às exigências, tanto da CVM, quanto dos próprios investidores, deve-se discutir se as novas SAF's conseguirão se adaptar a todos esses padrões de mercado para que possam abrir seu capital. Dessa forma, devido ao passado turbulento tanto administrativo, quanto financeiro dos antigos clubes associação, o entorno das SAF's sempre será recheado de dúvidas. Assim, pensando nisso, em 2023, a CVM editou o Parecer de Orientação nº41, que visa de fato preparar um caminho para que as SAF's possam migrar futuramente suas ações para o mercado aberto de capitais. Em suma, o Parecer visa apresentar e informar aos investidores do mercado sobre essas novas sociedades, bem como tecer comentários sobre questões atinentes a governança e saúde financeira das SAF's que serão os maiores desafios que essas novas sociedades empresariais encontrarão em seus primeiros anos de existência.

---

<sup>76</sup> QUANTUM. Número de BDR's cresce 80% desde liberação para investidores de varejo. Disponível em: <https://quantumfinance.com.br/bdrs-crescem-desde-liberacao-para-investidores-do-varejo/#:~:text=Os%20BDRs%20s%C3%A3o%20uma%20alternativa,para%20diluir%20riscos%20da%20carteira.&text=O%20volume%20financeiro%20negociado%20em,%2C%20sem%20restri%C3%A7%C3%B5es%2C%20em%202020>. Acesso em 13 de mar. de 2024

<sup>77</sup> CESTARI, Walter; ROCHA, Ricardo Humberto; PIELLUSCH, Marcos. Mercado de Capitais e Bolsa de Valores. Editora Manole, 2023, p.101

Para além disso, deve-se discutir como as SAF's poderão passar pelo processo de equacionamento financeiro, bem como poderão passar a seguir regras mais rígidas de compliance e governança corporativa. Assim, a Lei nº14.193/21 busca trazer os passos e compromissos iniciais que as SAF's terão com relação ao pagamento de débitos referentes às antigas associações esportivas. Fato é que as SAF's são uma nova pessoa jurídica e por esse fato, não poderiam herdar dívidas anteriores a sua constituição. Assim, o legislador busca criar na seção IV da Lei das SAF's compromissos de repasse de percentuais de lucros e receitas das SAF's para os anteriores clubes, dos quais elas vieram – sendo importante ressaltar que esses clubes devem obrigatoriamente ter um percentual mínimo de participação dentro do quadro acionário das SAF's – a fim de que os credores não sejam prejudicados com a transformação societária.

Por fim, é importante ressaltar os impactos que uma possível entrada do futebol brasileiro em um sistema de mercado terá no rendimento dos clubes, que agora poderão ser representados pelas SAF's. Assim, vale destacar que a manutenção dos custos de um clube de futebol exige para além de uma boa gestão, bastante investimento. Dessa maneira, por muito tempo, foi consolidada no Brasil a ideia de que os clubes poderiam se desordenar financeiramente para que pudessem ganhar títulos e assim, dar um retorno positivo às suas torcidas, que em sua grande maioria, pouco se importava em saber sobre a saúde financeira desses clubes. De tal modo, a irresponsabilidade financeira foi uma sina do futebol no país e muitas das equipes vitoriosas ao longo da história foram construídas em detrimento do comprometimento financeiro dos clubes. Destarte, a mudança no tipo societário traz uma nova perspectiva a essa questão, uma vez que agora atrelados a uma sociedade empresarial, se torna intrínseco aos clubes o dever de ter maior responsabilidade com seus compromissos financeiros. Assim, deve-se debater exatamente sobre o desafio que as SAF's enfrentarão para a manutenção de um equilíbrio entre o sucesso desportivo e a saúde financeira. Os últimos anos do futebol no país, vêm provando que aqueles que entendem a importância de uma boa gestão financeira, conseguem criar projetos esportivos sustentáveis e de longo prazo com mais sucesso<sup>78</sup> e essa será uma das principais missões das SAF's.

### **3.1 Parecer de Orientação CVM nº 41 e os Rumos para os Quais as SAF's Devem Seguir para sua Capitalização**

---

<sup>78</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.158

A Comissão de Valores Mobiliários, enxergando o grande potencial econômico que as SAF's têm no mercado brasileiro, bem como a prematuridade desse novo mercado que ainda vem dando seus primeiros passos no Brasil, editou em 21 de agosto de 2023 o Parecer de Orientação CVM nº41. Assim, nesse Parecer, a CVM busca tecer comentários e indicar caminhos que as novas SAF's podem seguir para se estruturar financeiramente e futuramente poderem caminhar para o mercado aberto de capitais. Dessa forma, o Parecer busca elucidar diversos tópicos sensíveis e novos para as SAF's, abordando desde como essas novas sociedades poderão fazer a oferta pública de suas ações, até a construção de fundos de investimento nessa área, e o mais importante, como poderão se adaptar aos padrões de governança, transparência e riscos que envolvem diretamente o mercado aberto de capitais.

Dessa forma, o texto do Parecer começa indicando que as regulações e supervisões diretas da CVM dentro das SAF's somente irão ocorrer naquelas sociedades que optarem diretamente em acessar o mercado de capitais. Todavia, como ainda não existem exemplos de SAF's brasileiras que optaram por abrir o capital, o texto serve justamente para emitir a opinião da CVM sobre a Lei nº 14.193/21, bem como suas convergências com a Lei das Sociedades por Ações, e estabelecer assim, caminhos viáveis para que os investidores possam conhecer esse novo mercado e futuramente incentivar investimentos nessa área do futebol.

Desse modo, iniciando pelo processo de transformação societário a qual os clubes devem passar para se tornarem SAF's, a CVM começa indicando que os termos do Art.8 da Lei das Sociedades por Ação<sup>79</sup> poderão ser aplicados para a avaliação dos bens tangíveis e intangíveis das SAF's, para fins de composição do capital social. Todavia, para além da indicação dos peritos, a CVM, também orienta a contribuição de agentes de mercado para assessorarem no processo de constituição das SAF's que tiverem objetivo de acessar o mercado aberto de capitais, prescrevendo assim que<sup>80</sup>:

A fim de se contribuir para a higidez sistêmica e reforçar os procedimentos verificadores da realidade da contribuição patrimonial realizada pelo titular de direitos à SAF, orientase os agentes de mercado que assessorarem a constituição de SAF, que tenha intuito de acessar o mercado de capitais, a observarem normas contábeis aplicáveis ao mercado de valores mobiliários desde a constituição da SAF e a

---

<sup>79</sup> Lei nº 6.404/76: Art. 8º- A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.

<sup>80</sup> Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Parecer de Orientação CVM nº41: As Sociedades Anônimas do Futebol (SAF) e o Mercado de Valores Mobiliários, 21 de agosto de 2023, p.4

contratarem auditor registrado na CVM para atuar na assegução da avaliação dos ativos e passivos transferidos à sociedade.

Assim, seguindo dentro do Parecer deve-se notar que a CVM buscou dar atenção para questões de governança corporativa e gestão das SAF's, haja visto que essas se tornaram foco de muitos problemas na história dos clubes-associação. Destarte, de maneira expositiva a CVM comenta questões administrativas obrigatórias impostas pela Lei nº 14.193/21, como a questão das ações classe A, pertencentes ao clube originário, a impossibilidade do acionista controlador de uma SAF ter participações diretas ou indiretas dentro de outras sociedades desse tipo, a proibição de voto para aqueles acionistas que tiverem dez por cento das ações votantes de emissão de uma SAF, e também forem titulares de ações de outra SAF, bem como a existência obrigatória e permanente do Conselho de Administração e Conselho Fiscal nas SAF's, entre outras questões especificadas na Lei das Sociedades Anônimas do Futebol. Para além disso, a CVM busca especificar algumas normas da Lei das Sociedades por Ações que devem ser utilizadas subsidiariamente pelas SAF's, como é o caso do Art. 145, que prevê que: “As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores”. Para além disso o Parecer destaca que, caso as SAF's optem por abrir seu capital, lhe serão aplicadas as seguintes regras de gestão também previstas na Lei nº6.404/76: <sup>81</sup>

Destá forma, aplicam-se às SAF que se organizem como companhias abertas: (i) a vedação de acumulação dos cargos de Presidente do Conselho de Administração e de Diretor Presidente, ressalvada a exceção para companhias de menor porte (art. 138, §§ 3º e 4º, da Lei das Sociedades por Ações) e (ii) a obrigatoriedade de participação no Conselho de Administração de membros independentes (art. 140, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações)

Caminhando de fato para a possibilidade de abertura de capital das SAF's no mercado de valores mobiliários brasileiro. O Parecer busca destacar a importância que tem a Bolsa de Valores na conexão de poupadores e tomadores de capital, sendo bastante relevante essa relação tanto para as empresas que decidem ofertar publicamente suas ações, como para os poupadores que decidem investir seu dinheiro, uma vez que ambos têm a ideia de rentabilizar esse dinheiro. Assim, nesse aspecto, o Parecer visa releva a importância que a abertura de capital pode ter no que tange às SAF's, uma vez que surge como uma excelente oportunidade de reduzir os custos de capital, reestruturar o endividamento e congrega perspectivas

---

<sup>81</sup> Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Parecer de Orientação CVM nº41: As Sociedades Anônimas do Futebol (SAF) e o Mercado de Valores Mobiliários, 21 de agosto de 2023, p.10

mercadológicas de transparência e boa gestão. De tal modo, nesse sentido, o Parecer destaca que<sup>82</sup>:

O aporte de recursos por ocasião da abertura de capital permite às companhias expandirem seus negócios, reduzirem os custos de capital e reestruturarem passivos e perfil de endividamento. Em contrapartida, para as companhias abertas amplia-se o rigor das exigências de transparência, de divulgação de informações e de existência de controles internos e adequada governança corporativa

Diante de tal cenário em que se emerge a discussão da possibilidade das SAF's brasileiras alçarem maiores voos dentro do mercado aberto de capitais. É importante destacar que para realizar a oferta pública de suas ações, as Sociedades Anônimas do Futebol estarão sujeitas ao mesmo arcabouço de normas também aplicável às companhias abertas em geral. Assim, a Comissão de Valores Mobiliários recomenda que para o registro de suas ofertas públicas, as SAF's estejam assessoradas de forma a descreverem todos os fatores de risco de suas operações dentro do prospecto inicial, bem como devem estar preparadas para garantir aos investidores toda transparência e publicidade dentro de suas operações. Isso ocorre porque como a própria CVM prevê o mercado do futebol tende a atrair diversos torcedores, que podem pela paixão aos seus clubes não se importarem por terem alguns de seus direitos como investidores violados. Assim, para que não ocorram tais situações, a CVM já em seu Parecer inicial trata de tentar igualar as SAF's em vários aspectos às regras das companhias abertas em geral, para garantia de segurança e transparência para os investidores.<sup>83</sup>

Para além disso, o Parecer também busca explorar diferentes formas que as SAF's poderão ter contato com investidores. Assim, entre as principais dessas formas, destacam-se os fundos de investimento, que podem ser entendidos como um conjunto de recursos formados pelo depósito de diferentes investidores para a aplicação conjunta em uma carteira de títulos e valores mobiliários, que terá administração própria e profissional<sup>84</sup>. Destarte, com esse recurso investido, os investidores adquirem cotas de participação dentro desse fundo, sendo remunerados proporcionalmente à suas cotas com a valorização ou os dividendos pagos pelos ativos em carteira no fundo.

---

<sup>82</sup> Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Parecer de Orientação CVM nº41, op.cit, p.12

<sup>83</sup> Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Parecer de Orientação CVM nº41, As Sociedades Anônimas do Futebol (SAF) e o Mercado de Valores Mobiliários, 21 de agosto de 2023, p.13-24

<sup>84</sup> CESTARI, Walter; ROCHA, Ricardo Humberto; PIELLUSCH, Marcos. Mercado de Capitais e Bolsa de Valores. Editora Manole, 2023, p.296

Deve-se destacar que existem diferentes categorias de fundos de investimento, abrindo ainda mais o leque de possibilidades para as SAF's. Dessa maneira, o Parecer coloca enfoque em três dessas categorias. A primeira delas, seriam os fundos de Private Equity e Venture Capital já abordados nesse trabalho e que visam a aquisição de participações societárias principalmente em sociedades limitadas ou de capital fechado, a fim de impulsioná-las para uma possível venda futura valorizada ou o recebimento de dividendos. A segunda categoria destacada no Parecer CVM nº41 é a dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), tais fundos se concentram em investimentos no setor imobiliário e poderiam se mostrar de bastante utilidade para as SAF's em futuras operações que essas sociedades possam fazer no ramo imobiliário, principalmente no que tange aos espaços físicos necessários para a manutenção de um clube, como seu centro de treinamento e o estádio, assim, nesses casos, tais espaços poderiam estar acoplados dentro do portfólio de um FII. Por fim, a terceira categoria indicada pela CVM é a dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Por sua vez, esses fundos concentram seus investimentos em direitos e títulos de crédito, certificados de recebíveis, operações de securitização, entre outras. Destarte, como destaca o Parecer, tais fundos podem ser utilizados pelas SAF's para emitirem certificados de recebíveis para investidores, nesse caso, tais operações poderiam servir para que as Sociedades Anônimas do Futebol pudessem por exemplo antecipar receitas relacionadas a diferentes atividades relacionadas ao futebol, desde direitos de transmissão, a patrocínios por exemplo<sup>85</sup>.

### **3.2 Desafios das SAF's para o Equacionamento das Dívidas Frente às Finanças Comprometidas Deixadas pelos Clubes**

Como já abordado, a sequência de más administrações, com sucessivas irresponsabilidades financeiras por parte dos gestores dos clubes deixaram um legado de dívidas milionárias dentro das principais equipes profissionais do país, dívida essa, que está sendo herdada de forma indireta pelas SAF's no processo de transformação ou cisão societária. Assim, é inegável que o futebol no Brasil sempre viveu em uma realidade paralela, alheio aos princípios econômicos de mercado, até por ter adotado secularmente o modelo associativo, a maior parte dos clubes pouco se preocupava com as finanças e, entendia-se como normal cometer extrapolações financeiras em prol de vitórias em campeonatos, que nem sempre vinham. Dessa forma, foi comum ao longo dos anos que dirigentes de futebol construíssem em seus mandatos largas dívidas para que seus sucessores pagassem, e tal,

---

<sup>85</sup> Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Parecer de Orientação CVM nº41: As Sociedades Anônimas do Futebol (SAF) e o Mercado de Valores Mobiliários, 21 de agosto de 2023, p.19-22

situação criou um “efeito bola de neve” dentro dos clubes tornando as situações insustentáveis. De tal maneira, o desempenho dentro de campo também começou a ser afetado pelos problemas financeiros e, os últimos anos no futebol brasileiro têm provado que aqueles que cuidam bem de suas finanças, também conseguem melhor desempenho dentro de campo<sup>86</sup>.

Assim, é inegável que caso as SAF's queiram alcançar maiores investimentos, principalmente no que tange ao mercado aberto de capitais, a questão do endividamento é uma das principais que deve ser ajustada. Atualmente, grandes clubes do país têm suas dívidas na casa dos bilhões, como é o caso do Clube Atlético Mineiro, que deve cerca de R\$1,5 bilhão, o Sport Clube Corinthians Paulista, que tem sua dívida em R\$1,1 bilhão, ademais de alguns que passaram pelo processo de cisão, se transformando em SAF's, como é o caso do Cruzeiro Esporte Clube, Botafogo de Futebol e Regatas e o Clube de Regatas Vasco da Gama, que têm suas dívidas entre R\$600 milhões e R\$800 milhões<sup>87</sup>. Dessa forma, esses altos montantes de dívidas criam um alerta para os investidores que pensam em ingressar dentro desse mercado. Diante dessa situação, a Lei nº 14.193/21 busca criar meios para que as novas SAF's auxiliem os clubes originários a sanarem seu alto endividamento.

Nesse sentido a Lei das Sociedades Anônimas do Futebol busca consolidar maneiras nas quais as SAF's possam auxiliar os clubes originais a sanarem seu endividamento. Dessa forma, o Art.9 da Lei nº 14.193/21 <sup>88</sup>busca traçar um norte para a questão da responsabilização das SAF's por essas dívidas. Destarte, em primeiro lugar, fica claro que as novas sociedades não deverão responder diretamente pelas obrigações - anteriores ou posteriores à data de sua constituição - dos clubes ou pessoas jurídicas que as criaram. A questão das obrigações posteriores, é bem clara, uma vez que SAF e clube original são pessoas distintas e não há qualquer sentido jurídico na imputação de uma obrigação a uma terceira pessoa independente da relação obrigacional. Já com relação às obrigações anteriores

---

<sup>86</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.159.

<sup>87</sup> LANCE! Ranking Biz: Os clubes com as maiores dívidas do futebol brasileiro. Disponível em: <https://www.lance.com.br/lancebiz/financas/ranking-biz-os-clubes-com-as-maiores-dividas-do-futebol-brasileiro.html> Acesso em: 15 de mar. de 2024

<sup>88</sup> Lei nº14.193/21: Art. 9: A Sociedade Anônima do Futebol não responde pelas obrigações do clube ou pessoa jurídica original que a constituiu, anteriores ou posteriores à data de sua constituição, exceto quanto às atividades específicas do seu objeto social, e responde pelas obrigações que lhe forem transferidas conforme disposto no § 2º do art. 2º desta Lei, cujo pagamento aos credores se limitará à forma estabelecida no art. 10 desta Lei. Parágrafo único. Com relação à dívida trabalhista, integram o rol dos credores mencionados no caput deste artigo os atletas, membros da comissão técnica e funcionários cuja atividade principal seja vinculada diretamente ao departamento de futebol.

à constituição da SAF, em tese elas seguiriam a mesma ideia das execuções posteriores, com as SAF's não se responsabilizando por dívidas as quais não é titular. Todavia, o legislador em defesa dos credores dos clubes originais, cria uma inovação jurídica, ao estabelecer um modelo alocativo para essas dívidas<sup>89</sup>, ou seja, é estabelecido que aquelas obrigações relacionadas às atividades específicas do objeto social da SAF – isso quer dizer, aquelas relacionadas ao futebol profissional – poderão ser transferidas do clube original para a SAF, se trata assim, de uma assunção das dívidas ligadas ao futebol por parte das SAF's. De tal maneira, é importante destacar que a limitação das dívidas ao objeto social, é de suma relevância, uma vez que como já abordado muitos dos clubes têm atividades que vão para além do futebol e não faria sentido que as SAF's fossem responsabilizadas por dívidas de outras modalidades alheias a sua participação.

Por fim, em seu parágrafo único, o Art. 9, busca estabelecer como as SAF's devem lidar com aquelas obrigações que se relacionam com o seu objeto social, mas que continuam na esfera do clube, como exemplo das dívidas trabalhistas de jogadores de futebol, bastante recorrentes no cenário do futebol brasileiro. Assim, nesses casos, como tais dívidas permanecerão na esfera do clube, esse deverá obrigatoriamente destinar os recursos que lhe forem pagos pelas SAF's para o saneamento dessas dívidas<sup>90</sup>.

Tendo em vista a previsão do Art.9 da Lei das Sociedades Anônimas do Futebol de que as SAF's por regra não respondem pelas obrigações anteriores ou posteriores do clube que a constituiu, exceto em casos de transferência de obrigações relacionadas diretamente ao futebol. Assim, no sentido de proteção dos credores e de responsabilidade financeira, tanto do clube original, como da SAF, é editado o Art.10 da Lei nº14.193/21, que versa sobre as transferências de receita das SAF's para o clube original, a fim de que as obrigações sejam cumpridas:

Art. 10. O clube ou pessoa jurídica original é responsável pelo pagamento das obrigações anteriores à constituição da Sociedade Anônima do Futebol, por meio de receitas próprias e das seguintes receitas que lhe serão transferidas pela Sociedade Anônima do Futebol, quando constituída exclusivamente:

I - por destinação de 20% (vinte por cento) das receitas correntes mensais auferidas pela Sociedade Anônima do

---

<sup>89</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.139-141

<sup>90</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. op.cit. p.143-144

Futebol, conforme plano aprovado pelos credores, nos termos do inciso I do caput do art. 13 desta Lei;

II - por destinação de 50% (cinquenta por cento) dos dividendos, dos juros sobre o capital próprio ou de outra remuneração recebida desta, na condição de acionista.

Assim, pelo apresentado nesse artigo é importante perceber que não se deve imputar às SAF's a obrigação de assumir, arcar ou pagar diretamente qualquer credor, ou seja, a responsabilidade da SAF termina com a transferência de receitas, dividendos, juros sobre capital próprio ou lucros para o clube original<sup>91</sup>, nas formas como preveem o Art.10. Dessa forma, fica por responsabilidade do clube original aprovar plano de pagamento das obrigações frente aos credores, sendo essa, uma das condições para que a SAF possa transferir as receitas aos clubes, uma vez que, deve ser certa a destinação desse capital transferido. Para além disso, há que se destacar que os clubes originais, como previsto no referido artigo, deverão destinar a metade dos recursos advindos de dividendos, juros sobre capital próprio, dentre outras formas de remuneração recebidos pelo clube diretamente da SAF, obrigatoriamente para o pagamento das dívidas anteriores à constituição da SAF.

De tal maneira, seguindo dentro da Lei nº14.193/21, observam-se os Art.11 <sup>92</sup>e Art.12<sup>93</sup>, que buscam traçar responsabilidades dos administradores e proteções jurídicas para as SAF's. Dessa forma, a começar pelo Art.11, é importante destacar que esse visa garantir o cumprimento do seu artigo anterior, o Art.10 da Lei das SAF's, uma vez que estabelece responsabilidade pessoal e solidária tanto para os administradores da SAF, com relação ao repasse obrigatório dos montantes financeiros estabelecidos no Art.10, bem como estabelece também responsabilidade pessoal e solidária aos dirigentes – entendidos nesse caso como administradores dos clubes originais, pelo Art.18-B da Lei 9.6015/98 – com relação à destinação do capital transferido pela SAF, que deve ter parte obrigatoriamente destinada ao

---

<sup>91</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021. p.145

<sup>92</sup> Lei nº 14.193/21: Art. 11: Sem prejuízo das disposições relativas à responsabilidade dos dirigentes previstas no art. 18-B da Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998, os administradores da Sociedade Anônima do Futebol respondem pessoal e solidariamente pelas obrigações relativas aos repasses financeiros definidos no art. 10 desta Lei, assim como respondem, pessoal e solidariamente, o presidente do clube ou os sócios administradores da pessoa jurídica original pelo pagamento aos credores dos valores que forem transferidos pela Sociedade Anônima do Futebol, conforme estabelecido nesta Lei.

<sup>93</sup> Lei nº14.193/21: Art.12: Enquanto a Sociedade Anônima do Futebol cumprir os pagamentos previstos nesta Seção, é vedada qualquer forma de constrição ao patrimônio ou às receitas, por penhora ou ordem de bloqueio de valores de qualquer natureza ou espécie sobre as suas receitas, com relação às obrigações anteriores à constituição da Sociedade Anônima do Futebol.

pagamento de obrigações anteriores do clube original. Assim, se destaca que nesses casos, tanto os administradores da SAF, quanto dirigentes do clube original estarão sujeitos à desconsideração da personalidade jurídica, prevista no Art.50 do Código Civil, em caso que incorram em casos de abuso de personalidade jurídica, caracterizada pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial<sup>94</sup>.

Já caminhando para o Art.12 da Lei nº 14.193/21, observa-se que nele, o legislador visa reforçar novamente a proteção do patrimônio das SAF's em detrimento de dívidas anteriores a sua constituição. Assim, caso a Sociedade Anônima do Futebol esteja cumprindo com os pagamentos previstos no Art.10 da mesma lei, não há que se falar em bloqueios ou constrição de seu patrimônio ou receita para pagamento de obrigações anteriores à sua constituição, essas serão totalmente de responsabilidade do clube original que recebe os repasses da SAF. Destarte, destaca-se que tal proteção somente não ocorrerá quando a SAF descumprir suas obrigações legais de repasse. Nesse ponto, é importante ressaltar que como as SAF's estão inseridas no ambiente de incertezas de mercado, haverá a possibilidade de que não hajam lucros no exercício analisado, logo o clube original não receberia seu repasse em dividendos, para esses casos, fica claro que a proteção ao patrimônio das SAF's irá continuar, uma vez que não será considerada descumprida a regra de pagamento estabelecida no Art.10.<sup>95</sup>

Para além das questões de proteção jurídica, a Lei das Sociedades Anônimas do Futebol tenta avançar também para as formas com que o clube original poderá pagar suas dívidas. Assim, o Art.13 <sup>96</sup>da lei traz três formas pelas quais os clubes podem optar para efetuar o pagamento a seus credores. A primeira delas, por óbvio seria um pagamento direto, ou seja, a legislação indica um cenário comum, quem fez a obrigação paga diretamente para seu credor. Todavia, tal questão somente está indicada por conta da existência das duas possibilidades seguintes, que são as mais utilizadas pelos clubes, que seriam o Regime Centralizado de Execuções (RCE) ou a recuperação judicial ou extrajudicial.

---

<sup>94</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.154

<sup>95</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. op.cit. p.156-157

<sup>96</sup> Art. 13. O clube ou pessoa jurídica original poderá efetuar o pagamento das obrigações diretamente aos seus credores, ou a seu exclusivo critério: I - pelo concurso de credores, por intermédio do Regime Centralizado de Execuções previsto nesta Lei; ou II - por meio de recuperação judicial ou extrajudicial, nos termos da Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005.

Dessa maneira, a começar pelo RCE, previsto na Lei nº 14.193/21 nos Art. 14 a 24, esse sistema aparenta ser bastante interessante para os clubes, uma vez que permite com que eles peçam, mediante requerimento em tribunal, a centralização de todas as suas execuções em um só plano de pagamento, que deve conter requisitos como demonstrações contábeis, balanço patrimonial, fluxo de caixa, dentre outras informações previstas no Art.16 da Lei das SAF's, que submete todos os credores a ele. Assim, esse plano fixa, para os clubes originais a transferência mínima de pelo menos 20% de suas receitas para compromissos do plano de credores<sup>97</sup>. Por fim, a lei estabelece que os clubes que aderirem ao RCE e realizarem o pagamento de pelo menos 60% de suas dívidas no prazo de seis anos, ganharão mais quatro anos de prorrogação desse regime centralizado de execuções, para conseguir terminar de ajustar suas contas. De tal maneira, destaca-se que o RCE é uma forma dos clubes se organizarem financeiramente em um médio prazo, ou seja, de seis a dez anos como previsto em lei, de forma, que dentro desse período não passem por grandes turbulências financeiras como penhoras e execuções forçadas.

Por outro lado, há também dentro da Lei das SAF's a previsão de que os clubes originais possam pedir recuperação judicial. Assim, deve-se destacar que a Lei nº 11.101/05 estabeleceu limites empresariais à recuperação judicial, extrajudicial e da falência das empresas no Brasil, ou seja, já em seu Art. 1º se é delimitada a ideia de que tais institutos deveriam favorecer somente agentes econômicos. Dessa forma, como a maior parte dos clubes originais são associações civis, esses não poderiam ser beneficiados com esses institutos. Todavia, o entender jurisprudencial começou a se transformar em 2021, quando a segunda instância do Tribunal de Justiça de Santa Catarina determinou prosseguimento no pedido de recuperação judicial apresentado pelo tradicional clube de Santa Catarina, o Figueirense Futebol Clube<sup>98</sup>. Assim, impulsionado pelo caso em questão, bem como pelo Art.25 da Lei nº 14.193/21, a recuperação judicial surge como uma excelente alternativa para os clubes associativos, uma vez que permite reequilibrar suas finanças via uma reestruturação judicial, previsível e organizada<sup>99</sup>. Atualmente, dentro dos clubes que passaram pelo processo de cisão de seus departamentos de futebol, se transformando em SAF's, deve se destacar o Cruzeiro Esporte Clube, que teve o pedido de recuperação judicial aprovado em agosto de

---

<sup>97</sup> BELLINI, Higor Marcelo Maffei. Sociedade Anônima do Futebol: Uma Visão Multidisciplinar sobre a SAF no Futebol Brasileiro. Ed. Cartola, São Paulo, 2023, p.40-41

<sup>98</sup> TJSC. Apelação 5024222-97.2021.8.24.0023. 4º Câmara de Direito Comercial. Des. Torres Marques. Julgado em 15/03/2021.

<sup>99</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.241

2023. Assim, o clube mineiro pôde organizar as previsões de repasse e de suas finanças pelos próximos anos. Conforme o plano de recuperação oferecido ao clube, as dívidas trabalhistas serão prioritárias dentro desse primeiro momento, depois aquelas com credores que tem “garantia real” com clube, e por fim, as tributárias. A SAF espera transferir R\$682 milhões para a associação nos próximos 18 anos para o equacionamento da situação financeira do clube<sup>100</sup>.

Como já abordado, o ingresso das SAF’s dentro do mercado de capital depende bastante da resolução desses altos endividamentos apresentados pelos clubes, uma vez que devem provar aos investidores que conseguem se estabilizar financeiramente e se manterem saudáveis e lucrativas. Todavia, fica claro que as regulações impostas pela Lei nº 14.193/21 são um grande começo para que os clubes busquem a estabilidade financeira. Isso ocorre porque a legislação oferece um caminho possível e realista para os clubes enfrentarem seu endividamento. Assim, deve-se destacar que o novo marco legislativo, possibilita com que mais investidores olhem com bons olhos para as SAF’s, já que aquelas que aderirem aos planos estabelecidos pela Lei das SAF’s conseguirão ter um maior grau de segurança e previsibilidade tanto para suas receitas, quanto para seus passivos, e, dentro da autonomia privada, o mercado e o direito costumam caminhar juntos, ao passo que o capital costuma fluir para onde consegue encontrar maior segurança e estabilidade jurídica<sup>101</sup>.

### **3.3 Manutenção de Altos Padrões de Governança e *Compliance* e Adaptabilidade das SAF’s para as Regras de Mercado**

O histórico associativo dos clubes brasileiros fez com que fossem consolidadas sucessivas administrações desastrosas na gerência do futebol brasileiro. É fato que o futebol como prática esportiva se desenvolveu bastante no último século, se profissionalizando em demasiados aspectos, que vão do atleta até as estruturas financeiras de patrocínio que o englobam, todavia, no quesito administrativo a estagnação ficou evidente<sup>102</sup>. Questões como governança corporativa ou *compliance* que são básicas dentro de empresas bem sucedidas,

---

<sup>100</sup> DUARTE, Gabriel. Recuperação judicial: Cruzeiro tem prazo inicial para pagar e projeção de valores até 2033. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/cruzeiro/noticia/2023/09/11/recuperacao-judicial-cruzeiro-tem-prazo-inicial-para-pagar-e-projecao-de-valores-ate-2033.ghtml> Acesso em 20 de mar. de 2024.

<sup>101</sup> FORGIONI, Paula A. Contratos empresariais: teoria geral e aplicação. 6 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 114-119

<sup>102</sup> BELLINI, Higor Marcelo Maffei. Sociedade Anônima do Futebol: Uma Visão Multidisciplinar sobre a SAF no Futebol Brasileiro. Ed. Cartola, São Paulo, 2023, p.133

não passavam perto do vocabulário do futebol no Brasil. O modelo associativo, de teor não profissional, permitiu com que os “cartolas” se apoderassem das estruturas administrativas dos clubes, colocando seus interesses pessoais a frente do bem dos clubes. Assim, há que se dizer que muito do caos financeiro e de resultados esportivos instaurado no futebol brasileiro com o passar do tempo tem origem dentro dessa base amadorística de governança.

Dessa forma, percebendo a importância que fatores como governança corporativa e *compliance* têm nos dias atuais, principalmente no que tange ao recebimento de investimentos, a Lei nº14.193/21 dedicou uma seção do capítulo I apenas para abordar essas temáticas. Assim, em primeiro lugar é relevante entender o que significam esses termos e quais são suas importâncias dentro do mundo empresarial. Desse modo, a começar pela governança corporativa, essa pode ser entendida como um conjunto de instrumentos e princípios de uma empresa que são utilizados para garantir uma boa gestão, organização e monitoramento dos executivos. Fazem parte dessa governança, os órgãos de controle, as diretorias, o conselho de administração, o relacionamento entre os sócios, dentre outros aspectos, sendo princípios fundamentais da boa governança corporativa, a transparência, a equidade, a responsabilidade corporativa, a prestação de contas, dentre outros<sup>103</sup>. Já com relação ao *compliance*, esse é um termo que surgiu no direito americano no século passado, e busca garantir o cumprimento de regramentos, normas e leis internas e externas pelas sociedades, a fim de proporcionar maior transparência, segurança jurídica e evitar atos de corrupção dentro do meio empresarial<sup>104</sup>.

Dessa maneira, é inegável que o sucesso tanto desportivo, como empresarial das SAF's estará diretamente relacionado a sua governança corporativa e seus meios de *compliance*, uma vez que como já abordado o capital financeiro costuma fluir para onde possa encontrar níveis de organização e segurança jurídica. Assim, futuros investimentos dentro das SAF's – principalmente no que tange a abertura de capital - estarão diretamente relacionados às medidas de boa governança que esses clubes conseguirem implementar em suas gestões.

Pensando na importância das medidas de governança, bem como identificando tais questões como um problema crônico dentro dos clubes de futebol, a Lei das SAF's buscou estabelecer um norte às novas sociedades anônimas do futebol no que tange a medidas de boa gestão, alocando a seção III do Capítulo I para abordar de tais questões. Assim, entre os

---

<sup>103</sup> CESTARI, Walter; ROCHA, Ricardo Humberto; PIELLUSCH, Marcos. Mercado de Capitais e Bolsa de Valores. Editora Manole, 2023, p.286-289

<sup>104</sup> SALES, Fernando Augusto de Vita Borges. A Sociedade Anônima do Futebol. Editora Mizuno, 2022, p.151

artigos mais relevantes dessa seção, deve se destacar o Art.5º, que por base prevê para as SAF's a necessidade conjunta de atuação permanente de um Conselho de Administração, uma diretoria e um Conselho Fiscal para sua administração. Destarte, é importante perceber que haja visto o histórico administrativo dos clubes brasileiros, o legislador buscou distinguir o regime administrativo das SAF's do regime das sociedades anônimas comuns<sup>105</sup> – que não necessitam ter atuação conjunta de um Conselho Administrativo, uma diretoria e um Conselho Fiscal – no sentido de oferecer maior proteção jurídica e garantir uma melhor governança. De tal modo, com relação ao funcionamento desses órgãos dentro das SAF's, essas deverão se atentar ao previsto na Lei nº 6.404/76 comum às sociedades anônimas, devendo o Conselho de Administração ter ao menos três membros, a diretoria, conter ao menos dois membros, conforme Art.143 da mesma lei e o Conselho Fiscal deve ter entre três e cinco membros, devendo ser destacado que todas essas questões podem ser reguladas pelos estatutos respeitando os máximos e mínimos legais. Por fim, o Art.5º busca em seus parágrafos estabelecer restrições e condições para os membros desses órgãos administrativos das SAF's, entre elas pode-se destacar a proibição de participação de membros executivos de outras SAF's, jogadores, treinadores ou árbitros de futebol exercício, entre outros.

Dessa maneira, seguindo dentro da seção III, do capítulo I, da Lei nº 14.193/21, observa-se que o legislador passa a se atentar a questões relativas à transparência na administração das SAF's, esse que é um dos pilares mais fundamentais do *compliance*<sup>106</sup>. Assim, a começar pelo Art.6º, esse indica que caso uma pessoa jurídica detenha mais de cinco por cento das ações de uma SAF, essa deverá informar à própria sociedade ou à entidade nacional de administração do desporto, questões como o nome, a qualificação, o endereço e os dados de contato da pessoa natural que, direta ou indiretamente, controle essa pessoa jurídica ou que seja a beneficiária final, em caso de descumprimento do dever de fornecer essas informações, o sócio será penalizado com a suspensão de seus direitos políticos, bem como retenção nas formas de remuneração do sócio com a sociedade, como são o caso dos dividendos ou juros sob capital próprio.

De tal modo, seguindo dentro da Lei nº 14.193/21, percebe-se que questões atinentes à transparência ainda persistem nos próximos dois artigos. Assim, os artigos sete e oito buscam abordar sobre a publicação, divulgação e manutenção em sítio eletrônico de informações

---

<sup>105</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.116

<sup>106</sup> SALES, Fernando Augusto de Vita Borges. A Sociedade Anônima do Futebol. Editora Mizuno, 2022, p.153

atinentes às finanças e governança das SAF's. Destarte, o Art. 7º prescreve que aquelas sociedades que tiverem receita bruta anual de até setenta e oito milhões de reais poderão publicar todas questões atinentes a sociedade de forma eletrônica, como convocações, atas e demonstrações financeiras. Já com relação ao Art. 8º vem para destacar a questão da publicidade das informações das SAF's, que deve manter de forma acessível em seu website seu estatuto social, as atas das assembleias gerais, bem como a composição de seus órgãos de administração e um relatório administrativo que devem ser atualizados mensalmente.

Entendendo o histórico de gestões irresponsáveis, imediatistas e até criminosas que perduraram ao longo do tempo no futebol brasileiro, a Lei das SAF's busca estabelecer um arcabouço jurídico que viabilize a comunicação do futebol com o mercado, de forma a oferecer aos investidores transparência, resultados e segurança jurídica<sup>107</sup>. De tal maneira, é inegável que sistemas bem implementados de *compliance* e governança corporativa geram melhoras visíveis dentro da organização, tanto política, quanto financeira das sociedades, bem como elevam a atração de investidores e patrocinadores, que passam a ficar mais interessados com um ambiente seguro e confiável.

Assim, deve-se perceber que as perspectivas de governança impostas pela Lei das SAF's são um importante passo no caminho ao mercado aberto de capitais para essas sociedades. Isso ocorre porque em mercados mais estruturados como a Bolsa de Valores, os níveis de exigência de gestão são cada vez maiores, uma vez que há dentro desses níveis de mercado, processos de controle bem definidos, com a existência de órgãos de fiscalização principalmente da CVM<sup>108</sup> que buscam garantir segurança e transparência aos investidores, bem como reduzir casos de corrupção ou abuso de personalidade jurídica por parte dos administradores.

### **3.4 Sucesso Desportivo e o Equilíbrio das Finanças**

A verdade é que o que todo torcedor apaixonado por seu clube espera são vitórias desportivas. A vontade do amante do futebol é poder brincar e aproveitar a glória do seu time em detrimento do fracasso de seus rivais, afinal, só um clube pode vencer cada um dos campeonatos. Assim, percebe-se que grande parte dos torcedores, não buscou – e ainda não busca – saber sobre os rumos financeiros e administrativos dos seus clubes. O “como” no

---

<sup>107</sup> BELLINI, Higor Marcelo Maffei. Sociedade Anônima do Futebol: Uma Visão Multidisciplinar sobre a SAF no Futebol Brasileiro. Ed. Cartola, São Paulo, 2023, p.144-145

<sup>108</sup> BELLINI, Higor Marcelo Maffei. op.cit, p. 145-146

futebol é pouquíssimo valorizado, ficam para história somente os resultados alcançados pelos clubes nas temporadas. Dessa forma, no futebol, é comum que se confunda o sucesso ou o fracasso do modelo empresarial dos clubes com o seu desempenho esportivo<sup>109</sup>.

Dentro dessa perspectiva, intui-se que os clubes que vêm passando por sua transformação societária para SAF, encararão um grande problema, principalmente nos primeiros anos de gestão. Isso ocorre porque terão a missão árdua de equilibrar suas finanças, se mantendo competitivos esportivamente dentro das cobranças de seus torcedores. A realidade é que montar e manter um clube de futebol é bastante dispendioso, ademais, ter que fazer isso, em uma realidade onde seu clube terá que competir em alto nível e ao mesmo tempo ter que pagar milhões em dívidas, é uma tarefa complicada. Muitos dos times das primeiras divisões do Brasil que vêm se transformando em SAF, estão passando por esse momento.

Quando as SAF's chegaram ao país, torcedores de clubes bastante endividados, tiveram como primeira reação, pensar que havia chegado um “salvador da pátria” e que a partir daquele momento seus clubes retornariam ao passado de glórias. Assim, é inegável que deve passar principalmente pela comunicação das novas SAF's a ideia de amenizar e mostrar aos torcedores e investidores um cenário realista dos clubes<sup>110</sup>. A ideia de que a chegada de investimentos resolve todos os problemas de maneira imediatista é falha e pode atrapalhar as SAF's no contato com seus torcedores, que de uma maneira ou de outra são seus clientes mais próximos. Destarte, as SAF's devem focar em mostrar projetos de gestão desportiva, que conciliem tanto os resultados esportivos, como a saúde financeira dos clubes. Continuar dentro das perspectivas imediatistas, muitas vezes exigidas pelos próprios torcedores, pode ser um duro golpe no futuro das SAF's em suas missões de recuperação do futebol brasileiro.

Assim, enxergando essa questão dentro de uma perspectiva legislativa, é inegável que a lei das SAF's buscou trazer caminhos para que as novas sociedades anônimas do futebol possam seguir principalmente em seus primeiros anos de existência. Devendo ser destacadas questões atinentes ao pagamento de débitos, como o regime centralizado de execuções (RCE), as responsabilizações dos administradores, sócios e gestores para com essas dívidas, bem

---

<sup>109</sup>BETING, Enrich. Colo-Colo e o Mito do Clube-Empresa. Disponível em: [https://www.espn.com.br/blogs/maquinadoesporte/776285\\_colo-colo-e-o-mito-do-clube-empresa](https://www.espn.com.br/blogs/maquinadoesporte/776285_colo-colo-e-o-mito-do-clube-empresa). Acesso em: 4 de abril de 2024

<sup>110</sup> GRAFIETTI, Cesar. SAF's: Por que o dinheiro sozinho não traz felicidade. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/cesar-grafietti/safs-por-que-o-dinheiro-sozinho-nao-traz-felicidade/>. Acesso em 4 de abril de 2024

como tópicos sobre administração e organização das SAF's que são bastante importantes dentro do contexto do futebol brasileiro. Dessa forma, é inegável que a Lei nº 14.193/21 traz maior segurança jurídica aos clubes, dando prazos fixados e planejados para que os clubes possam se reestruturar, o que será fundamental para que as SAF's possam colocar na balança o equilíbrio entre o sucesso desportivo e a organização de suas finanças.

Todavia, por mais que a nova legislação tenha tentado estabelecer um novo arcabouço jurídico, para inserir um modelo societário mais profissional dentro do futebol brasileiro, algumas lacunas ainda se mostram latentes. Isso ocorre porque aparentemente não passou pela cabeça do legislador constitucional a possibilidade das novas SAF's não obterem resultados favoráveis<sup>111</sup>. A lei se mostra bastante completa no que tange a tentativa de resolução dos principais gargalos do futebol no Brasil no último século, que seriam as questões de governança e de organização financeira. Entretanto, pouco aborda sobre o futuro dessas SAF's no país. Exemplo claro disso, é que não há nenhuma citação dentro da lei para questões envolvendo falência dessas novas sociedades. Por mais que exista a Lei nº 11.101/05 que disciplina sobre o regime de falências e recuperação judicial no país, seria uma grande oportunidade que essa temática também fosse tratada dentro da Lei nº 14.193/21. Talvez muito disso se passe pelo olhar fanático e clubístico existente no Brasil, de que é quase inimaginável que instituições centenárias como os grandes clubes brasileiros que movimentam milhões de torcedores possam falir. Mas, agora, a partir de suas transformações societárias, todos que optarem por se tornarem SAF's estarão sujeitos a essa possibilidade, assim como qualquer outra sociedade anônima e isso parece não estar claro nem dentro da legislação e muito menos na cabeça dos torcedores ao redor do país.

Para além disso, mais importante do que falar sobre o sucesso individual de cada SAF, deve-se comentar sobre o sucesso do futebol brasileiro como um todo, ou seja, qual o norte do futebol profissional no Brasil após a Lei nº 14.193/21. Assim, é inegável que a nova legislação traz novas perspectivas para o futebol como um todo, uma vez que traz um novo modelo societário e de gestão ao Brasil, que querendo ou não impactará todo o futebol no país. Todavia, nesse ponto também se observa uma falha na legislação, uma vez que ela pouco se preocupou em traçar panoramas gerais que impactassem diretamente a forma de organização do futebol brasileiro. Nesse ponto, talvez o legislador tenha pensado em manter a discricionariedade das entidades responsáveis pela organização do futebol nacional, como a

---

<sup>111</sup> BELLINI, Higor Marcelo Maffei. Sociedade Anônima do Futebol: Uma Visão Multidisciplinar sobre a SAF no Futebol Brasileiro. Ed. Cartola, São Paulo, 2023, p.25

Confederação Brasileira de Futebol (CBF), além dos próprios gestores dos clubes, entretanto, seria muito bem vinda uma regulação legal que impelisse em uma organização geral do futebol nacional.

Para entender esse *gap* deixado pela legislação, é relevante entender como se organiza o futebol brasileiro de forma geral e como isso impacta diretamente no futuro de cada uma das SAF's, principalmente no que tange às possibilidades de investimento dentro dessas novas sociedades. Assim, em termos gerais, o futebol profissional brasileiro é estruturado em torno da Confederação Brasileira de Futebol (CBF) e suas representações regionais, que criam ligas de futebol, nas quais os clubes disputam. Em termos econômicos, as ligas significam verdadeiros cartéis, que têm seu surgimento devido a interdependência intrínseca entre os clubes, ou seja, para que um clube atraia público, patrocínios e torcedores ele deve ter com quem jogar sempre e esse adversário deve ser a altura, para que haja entretenimento. Destarte, os clubes, junto da CBF e outras entidades desportivas, criaram as ligas de futebol, para poderem disputar entre eles os títulos dessas ligas todos os anos<sup>112</sup>. Desse modo, longe das quatro linhas os clubes não devem passar de parceiros econômicos, que devem lutar pela evolução das ligas que disputam, afinal, quanto melhor a liga, melhores são os patrocínios, maiores são as lotações em estádios, maiores são as receitas e claro, maiores as possibilidades de investimento.

O sucesso do modelo das SAF's no Brasil, estará inevitavelmente ligado ao sucesso do futebol brasileiro de maneira geral e o desenvolvimento das ligas nacionais terá grande impacto nisso. Assim, como já abordado, por mais que as rivalidades em campo sejam intrínsecas ao futebol, os clubes fora do campo de jogo devem atuar como parceiros econômicos, uma vez que a existência de cada um deles depende da manutenção da competitividade dentro das ligas. Dessa forma, é inegável que a principal liga do país, o “Campeonato Brasileiro de Futebol” organizado pela CBF, tem um enorme potencial econômico não explorado. Isso tem como fator principal a péssima organização e suporte oferecidos pela Confederação Brasileira de Futebol na construção dessa liga. A entidade de direito privado, comanda a elite do futebol nacional há mais de um século e sempre esteve envolta de casos de corrupção, más gestões e, palavras como desorganização e ingerência

---

<sup>112</sup> SALES, Fernando Augusto de Vita Borges. *A Sociedade Anônima do Futebol*. Editora Mizuno, 2022, p.104

viraram sinônimos da entidade, que teve em seus últimos quatro presidentes, três com mandatos interrompidos e um preso<sup>113</sup>.

Assim, discutir sobre as ligas de futebol no país, é também discutir sobre as SAF's e as possibilidades de o futebol alcançar maiores investimentos. Dessa forma, destaca-se que fundos de investimento ao redor do mundo – que muitas vezes têm seu capital aberto em Bolsa de Valores – estão cada vez mais presentes com participações em direitos econômicos de ligas de futebol ao redor do mundo. Destarte, exemplos recentes das ligas inglesa e espanhola, mostram que tais negociações envolvem grandes cifras econômicas e impulsionam financeiramente tanto a liga, quanto os clubes que jogam nela, somente na liga espanhola, o fundo de Private Equity “CVC Capital Partners” investiu R\$5,5 bilhões de reais na compra de 9% dos direitos de transmissão da liga por cinquenta anos, capital esse, que foi distribuído entre os clubes espanhóis da primeira divisão<sup>114</sup>.

Desse modo, trazendo a ideia de comercialização das ligas para o cenário brasileiro, fica claro que uma melhor exploração econômica da liga de futebol profissional no país, poderá abrir caminhos tanto para evolução desportiva dos clubes, quanto na busca de investimentos, principalmente no que tange a entrada das SAF's no mercado de capitais. Assim, pensando nisso, que os clubes das primeiras divisões do Brasil, começaram a se organizar para a construção de uma nova liga de futebol, organizada pelos próprios clubes, que tem como principais objetivos retirar o comando político da CBF, bem como centralizar as negociações de direitos de transmissão e marketing da liga, impondo uma nova distribuição de receitas entre os clubes<sup>115</sup>. Atualmente existem duas propostas de ligas a serem formadas no Brasil e ambas já receberam grandes propostas de investimento de fundos internacionais, a “LIBRA” e a Liga “Forte Futebol”, hoje são as principais esperanças na evolução do futebol brasileiro, discutindo bastante quesitos econômicos. As duas se diferenciam basicamente nos times que as formam e em seus estatutos, uma vez que a Liga “Forte Futebol” preceitua uma

---

<sup>113</sup> O Globo: CBF: Dos últimos quatro presidentes, três tiveram mandatos interrompidos e um acabou preso. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/esportes/futebol/cbf-dos-ultimos-quatro-presidentes-tres-tiveram-mandatos-interrompidos-um-acabou-preso-25050119> Acesso em 6 de abril de 2024

<sup>114</sup>Redação do GE. La Liga distribui aos clubes R\$5,5 bilhões de fundo de investimento. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/futebol-internacional/futebol-espanhol/noticia/2024/02/01/la-liga-distribuiu-aos-clubes-r-55-bilhoes-de-fundo-de-investimento.ghtml> Acesso em 7 de abril de 2024

<sup>115</sup> BELLINI, Higor Marcelo Maffei. Sociedade Anônima do Futebol: Uma Visão Multidisciplinar sobre a SAF no Futebol Brasileiro. Ed. Cartola, São Paulo, 2023, p.209

divisão mais equiparada dos rendimentos entre os clubes, no intuito de manter a competitividade da liga<sup>116</sup>.

É inegável dizer que o desenvolvimento de uma liga forte e estruturada será fundamental para a consolidação do modelo das SAF's no país. Assim, o desenvolvimento dessa nova liga, proporcionará a oportunidade para as SAF's de se aproximarem ainda mais do mundo dos investimentos, tendo contato com diferentes *players* de mercado, sendo um claro incentivo a uma maior comunicação com o mercado e à possibilidade de abertura de capital. Desse modo, destaca-se que países que têm seus clubes bastante desenvolvidos, como Espanha e Inglaterra, têm em sua base uma liga de futebol competitiva e organizada, alinhada com preceitos de mercado e abertas a investimentos. De tal maneira, o sucesso desportivo e financeiro das SAF's estará muito atrelado ao desenvolvimento do futebol brasileiro de forma geral, e, os clubes que estão passando por essa transformação societária devem lutar por distribuições de receitas mais igualitárias e por mais investimentos, no intuito de manter a competitividade e qualidade da liga, bem como garantir a saúde financeira desses clubes.

#### 4. CONCLUSÃO

Diante do exposto, são inegáveis as marcas de atraso inerentes que o modelo societário associativo deixou no futebol brasileiro. A gestão de uma atividade profissional de forma amadora fez com que o futebol no país nunca tivesse seu potencial econômico totalmente explorado. Como consequência desse quadro a sequência de gestões irresponsáveis e muitas vezes criminosas, levaram grande parte dos clubes no país a se afundarem em dívidas quase impagáveis, que fizeram com que o futebol brasileiro ficasse cada vez mais distante em termos econômicos e de competitividade do futebol europeu, o mais desenvolvido do mundo.

A verdade, é que por muito tempo o modelo associativo foi defendido por aqueles que alegavam que o futebol era uma atividade formada pela paixão dos torcedores e que não deveria ser transformado em uma mera atividade econômica, e muitos dos “cartolas” usaram de tais narrativas para se perpetuar no poder dessas instituições. Todavia, a globalização, a entrada massiva de capital seja por fundos de investimento, abertura de capital ou patrocínio nos clubes, bem como o desenvolvimento de grandes ligas no mundo, mostrou o contrário. O

---

<sup>116</sup> MOREL, Rodrigo. Libra ou LFF: Veja as principais diferenças entre as propostas de liga no Brasil. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/esportes/libra-ou-lff-veja-as-principais-diferencas-entre-as-propostas-de-liga-no-brasil/> Acesso em 7 de abril de 2024

futebol é sim uma atividade que deve ser explorada economicamente e os clubes e torcedores só têm a ganhar com a entrada de mais investimentos.

Dessa forma, é inegável o papel que a Lei nº 14.193/21 terá na evolução do futebol brasileiro. O foco na profissionalização das gestões esportivas, principalmente no que tange a medidas de governança corporativa e *compliance* serão fundamentais para que os clubes se desenvolvam como sociedades anônimas, permitindo um reequilíbrio de suas finanças, bem como o ganho de investimentos. Assim, a Lei das SAF's consolida um novo mercado do futebol no Brasil, que tem como propósito aproximar os clubes de diferentes agentes de mercado interessados em financiar de forma sustentável a atividade profissional do futebol, dentro de um ambiente que ofereça um desenvolvimento sustentável, segurança jurídica e previsibilidade aos investidores<sup>117</sup>.

Para além disso, há que se falar também de como essas SAF's poderão atingir diferentes *players* de mercado em busca de escalar seus resultados financeiros e potencializar as conquistas desportivas. Assim, é inegável que o mercado aberto de capitais surge como um caminho natural para sociedades desse porte. Isso ocorre porque a Bolsa de Valores permite com que as sociedades anônimas tenham acesso ao capital de forma mais rápida e eficiente, bem como, olhando pela perspectiva das SAF's, será importante ter contato com as regulamentações de mercado, impostas pela CVM e pelo mundo dos investimentos de forma geral, uma vez que tais situações impõem a manutenção dos padrões de governança e gestão desportiva e financeira, que se mostraram grandes gargalos do futebol brasileiro por mais de um século.

Assim, muitos dos clubes que vêm se transformando em SAF's no Brasil, já vêm buscando formas de se comunicar com o mundo dos investimentos de forma geral, e tudo indica que a abertura de capital para grande parte dessas SAF's é questão de tempo. Dessa forma, dentre esses processos, destacam-se a emissão de debêntures, sejam elas conversíveis ou não, como foi o caso da SAF do Cruzeiro Esporte Clube, a venda de ações para fundos de Private Equity, como foi o caso da SAF do Coritiba Football Club, entre outras formas de capitalização, que mostram a tendência dessas novas sociedades anônimas do futebol em buscar novas formas de investimento para sustentar seus projetos financeiros e esportivos.

---

<sup>117</sup> CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol. Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021, p.51

Ademais, destaca-se que a Comissão de Valores Mobiliários, terá um papel fundamental para a chegada das SAF's na Bolsa de Valores do Brasil. A elaboração do Parecer de Orientação nº41, mostra que a entidade que regulamenta as atividades do mercado de capital brasileiro, já está se preparando para um eventual ingresso das SAF's dentro da Bovespa. Assim, é inegável que a CVM terá um papel fundamental no incentivo para que as novas sociedades anônimas do futebol, busquem capitalização através da realização de seus IPO's, bem como também será papel da CVM, a cobrança para que as SAF's se adaptem aos padrões de saúde financeira e governança impostas pelo Novo Mercado.

Por fim, deve-se destacar que o modelo de SAF, não é um fim em si mesmo, ou seja, somente a transformação societária não resolverá todos os problemas dos clubes no país. Por mais que muitos torcedores tenham entendido a chegada de investidores como a salvação para o abismo que seus clubes estavam vivendo, essa não é a verdade. E, como abordado, o legislador constitucional, parece ter esquecido da possibilidade de as SAF's falharem no Brasil. Assim, países como Espanha e Portugal, que adotaram esse modelo há mais de 30 anos, têm demasiados exemplos de clubes que saíram do modelo associativo e passaram para o modelo empresarial de forma bastante falha, o que levou muitos desses a se afundarem em dívidas impagáveis, que muitas vezes fizeram com que esses as SAF's parassem suas operações e os clubes associativos tivessem de assumir o controle novamente, iniciando nas últimas divisões de seus países, como exemplo disso, pode-se citar os tradicionais clubes portugueses Belenenses e o Sport Club Beira-Mar<sup>118</sup>.

Dessa forma, pensar no modelo das SAF's não deve se centrar somente nas promessas de investimento e sim, na manutenção de uma estrutura financeira e de governança equilibrada, que suporte as atividades esportivas dos clubes. Assim, fica claro que para que as SAF's funcionem no país, muito da cultura "resultadista" e imediatista presente no futebol brasileiro deverá ser mudada. Isso ocorre porque essas novas sociedades anônimas terão a missão de equilibrar o sucesso desportivo ao equilíbrio de suas finanças e gestão, tarefa que será árdua tendo em vista o cenário financeiro catastrófico deixado pelos clubes associação.

Por fim, é importante destacar que a Lei nº 14.193/21 traz transformações importantes no futebol brasileiro de forma geral. Assim, é inegável que o sucesso do modelo de SAF's no Brasil dependerá bastante do sucesso da liga brasileira como um todo, uma vez que os clubes

---

<sup>118</sup> BELLINI, Higor Marcelo Maffei. Sociedade Anônima do Futebol: Uma Visão Multidisciplinar sobre a SAF no Futebol Brasileiro. Ed. Cartola, São Paulo, 2023, p.218-219

têm uma interdependência inerente e necessitam um dos outros para incrementarem seus faturamentos. Dessa forma, nesse ponto, as discussões para uma nova liga de clubes no Brasil, serão fundamentais na trajetória de capitalização das SAF's. Isso ocorre porque uma nova liga estruturada a partir de padrões de mercado, permite com que o mercado do futebol brasileiro se torne atrativo para diferentes *players* de mercado, elevando as perspectivas de faturamento e investimentos para as SAF's.

Desse modo, é notório que o futebol brasileiro não teve ao longo de sua história todo seu potencial econômico explorado, e o modelo de sociedades empresariais trazido pela Lei nº 14.193/21 permitirá com que de fato o futebol seja exposto a diferentes formas de investimento. Sendo assim, é inegável que as SAF's têm um longo caminho para percorrer, mas tendo em vista a tradição, a grandeza e o montante de dinheiro movimentado dentro do futebol brasileiro, a BOVESPA pode ser o futuro das ações de grande parte das SAF's no país. De tal modo, pode-se ver não em muito tempo torcedores podendo ter acesso as ações de seus próprios clubes do coração através do mercado aberto de capitais, bem como o futebol brasileiro alcançando e se conectando com diferentes *players* de mercado que a Bolsa de Valores oferece.

Diante do exposto, fica claro que a Lei nº14.193/21 significará um grande marco no futebol brasileiro. Assim, a partir dela, os clubes que optarem por alterar seu tipo societário se transformando em SAF's poderão ter acesso a níveis cada vez maiores de investimento, culminando em uma possível escalada de suas ações para o mercado aberto de capitais em poucos anos, seguindo o exemplo de demasiados clubes europeus, que a partir da adoção de um modelo societário empresarial buscaram investimentos na Bolsa de Valores, através da realização do IPO de suas ações. Assim, a caminhada das novas SAF's deverá passar primeiramente pela estruturação financeira e a implementação de um sistema de compliance e governança efetivo, a fim de criar um negócio sustentável dentro do futebol. Dessa forma, a procura de investimentos deve ser feita de forma orgânica e visar sempre a promoção do projeto desportivo dos clubes. Algumas possibilidades surgem aos olhos das SAF's em um primeiro momento, seriam elas, a emissão de debêntures ou investimentos através de fundos de Private Equity e Venture Capital. Destarte, com o desenvolvimento sustentável de suas atividades, as SAF's poderão alçar maiores voos, entrando por fim no mercado de capitais, a fim de buscar maiores níveis de investimento e organização financeira disponíveis dentro do mercado aberto.

## BIBLIOGRAFIA

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. A Indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro. Brasília, 2011.

Agência o Globo: **Futebol Brasileiro movimentou R\$52,9 bilhões em 2018 ; e só pagou 1,4% de impostos.** Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Economia/noticia/2019/12/futebol-brasileiro-movimentou-r-529-bilhoes-em-2018-e-so-pagou-14-de-impostos.html> Acesso em: 5 de mar. 2024

ALVARENGA, Bianca. **Maioria dos IPOs da temporada de 2020 e 2021 acumula prejuízo na bolsa.** Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/maioria-dos-ipos-da-temporada-de-2020-e-2021-acumula-prejuizo-na-bolsa/> Acesso em 12 de mar. de 2024

AZEVEDO, Aldo Antônio. **DOS VELHOS AOS NOVOS “CARTOLAS”:** Uma Interpretação do Poder e das Suas Resistências nos Clubes, Face ao Impacto das Relações Futebol-Empresa. Tese Doutorado UnB, 1999.

AZEVEDO, Vitor. **Número de follow on supera R\$29 bilhões em 2023; quando as operações são boas para as empresas e suas ações?** Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/numero-de-follow-ons-em-2023-supera-r-29-bi-em-2023-quando-as-operacoes-sao-boas-para-as-empresas-e-suas-acoas/> Aceso em 12 de mar. de 2024

BELLINI, Higor Marcelo Maffei. **Sociedade Anônima do Futebol: Uma Visão Multidisciplinar sobre a SAF no Futebol Brasileiro.** Ed. Cartola, São Paulo, 2023

BETING, Enrich. **Colo-Colo e o Mito do Clube-Empresa.** Disponível em: [https://www.espn.com.br/blogs/maquinadoesporte/776285\\_colo-colo-e-o-mito-do-clube-empresa](https://www.espn.com.br/blogs/maquinadoesporte/776285_colo-colo-e-o-mito-do-clube-empresa). Acesso em: 4 de abril de 2024

BRAGANÇA, Gabriel Fiuza; PESSOA, Marcelo de Sales; SOUZA, Gustavo Moreira. **Evolução Recente do Mercado de Debêntures no Brasil: As Debêntures Incentivadas.** Ipea, Brasília, 2015.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, p. 1-74, 11 jan. 2002

BRASIL, Lei nº 14.193/21, de 6 de agosto de 2021. Institui a Sociedade Anônima do Futebol

BRASIL, Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BULLA, Olívia. **No ano em que cravou recordes, bolsa brasileira perdeu milhares de investidores.** Disponível em: <https://investnews.com.br/financas/no-ano-em-que-cravou-recordes-bolsa-brasileira-perdeu-milhares-de-investidores/> Acesso em 11 de mar. de 2024

CAPELO, Rodrigo. **Finanças do futebol brasileiro em 2021: receitas voltam a crescer, mas clubes ainda enfrentam dívidas e crises.** Globoesporte, 2022. Disponível em <https://ge.globo.com/negocios-do-esporte/noticia/2022/06/13/financas-do-futebol-brasileiro-em-2021-receitas-voltam-a-crescer-mas-clubes-ainda-enfrentam-dividas-e-crisis.ghtml> Acesso em: 6 de mar de 2024

CAPELO, Rodrigo: **O mapa do clube-empresa no Brasil.** Disponível em: <https://interativos.ge.globo.com/negocios-do-esporte/materia/o-mapa-do-clube-empresa-no-futebol-brasileiro.ghtml> .Acesso em 5 de mar. de 2024

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, MANSSUR, José Francisco C. **Futebol, Mercado e Estado**, ed. Quartier Latin, 2016.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol.** Ed. Quartier Latin, São Paulo, 2021.

CESTARI, Walter; ROCHA, Ricardo Humberto; PIELLUSCH, Marcos. **Mercado de Capitais e Bolsa de Valores.** Editora Manole, 2023.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Parecer de Orientação CVM nº41: As Sociedades Anônimas do Futebol (SAF) e o Mercado de Valores Mobiliários, 21 de agosto de 2023.

DUARTE, Gabriel. R\$50 Milhões: **SAF de Ronaldo no Cruzeiro lança oferta pública para captar recursos para a base.** Disponível em: <https://ge.globo.com/google/amp/futebol/times/cruzeiro/noticia/2023/10/28/r-50-milhoes-saf->

de-ronaldo-no-cruzeiro-lanca-oferta-publica-para-captar-recursos-para-a-base.ghtml Acesso em 7 de mar. de 2024

DUARTE, Gabriel. **Recuperação judicial: Cruzeiro tem prazo inicial para pagar e projeção de valores até 2033.** Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/cruzeiro/noticia/2023/09/11/recuperacao-judicial-cruzeiro-tem-prazo-inicial-para-pagar-e-projecao-de-valores-ate-2033.ghtml> Acesso em 20 de mar. de 2024.

Economática. **Raio-X dos fundos de índice (ETF) em ago/2023: cotistas, volume e retornos.** Disponível em: <https://insight.economica.com/raio-x-fundos-de-indices-etf-ago-2023/#:~:text=Volume%20Financeiro%3A%20os%20ETFs%20mais,di%C3%A1ria%20de%20R%24%201%2C503%20bilh%C3%A3o>. Acesso em 13 de mar. de 2024

Economática: **Debêntures: evolução do mercado brasileiro.** Disponível em: <https://insight.economica.com/debentures-evolucao-do-mercado-brasileiro/> Acesso em 6 de mar. de 2024

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** Volume 2, 3ª Edição, Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

ESTADÃO. **Fundos de Private Equity usam ondas de IPOs para vender empresas do portfólio.** Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fundos-de-private-equity-usam-onda-de-ipos-para-limpar-portfolio-de-negocios/> Acesso em 8 de mar. de 2024

FILHO, André Franco Montoro. **Intermediação Financeira e Valores Mobiliários no Brasil: uma análise econométrica.** Revista Brasil Econ, FIPE-USP.

FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação.** 6 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

GIOIELLI, Sabrina Patrocionio Ozawa. **Os Gestores De Private Equity E Venture Capital Influenciam A Governança Corporativa Das Investidas? Evidências Das Empresas Estreantes Na Bovespa.** Dissertação de mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da FGV, 2008.

GRAFIETTI, Cesar. **SAF's: Por que o dinheiro sozinho não traz felicidade.** Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/cesar-grafietti/safs-por-que-o-dinheiro-sozinho-nao-traz-felicidade/> Acesso em 4 de abril de 2024

GUIMARÃES, Fernanda; SCARAMUZZO, Mônica. **Fundos de Private Equity vendem mais de R\$3 bi de investidas na bolsa.** Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/07/20/fundos-de-private-equity-vendem-mais-de-r-3-bi-de-investidas-na-bolsa.ghtml> Acesso em 8 de mar. de 2024

KUPER, Simon, SZYMANSKI, Stefan. *Soccernomics: Why France and Germany Win, Why English is Starting to and Why The Rest of The World Loses*, 27 de outubro de 2022.

LANCE! Ranking Biz: **Os clubes com as maiores dívidas do futebol brasileiro.** Disponível em: <https://www.lance.com.br/lancebiz/financas/ranking-biz-os-clubes-com-as-maiores-dividas-do-futebol-brasileiro.html> Acesso em: 15 de mar. de 2024

Lance: **Coritiba mais caro que Botafogo e Vasco? Veja diferenças e compare valores de venda das SAFs.** Disponível em: <https://www.lance.com.br/lancebiz/coritiba-mais-carro-que-botafogo-e-vasco-veja-diferencas-e-compare-valores-de-venda-das-safs.html> Acesso em 6 de mar. de 2024

LEWGOY, Júlia. **Investimento de Private Equity e Venture Capital voltam a registrar alta no 2º trimestre.** Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2023/07/31/investimentos-de-private-equity-e-venture-capital-voltam-a-registrar-alta-no-2o-trimestre.ghtml> Acesso em 7 de mar. de 2024

MANDUCA, Andrea Cristina Antonelli Palaia. **O Impacto da Utilização da Estrutura de Listagem em BDR na Precificação dos Ativos Após o Evento Agreco.** Tese de Mestrado Escola de Economia FGV, São Paulo, 2012.

MOREL, Rodrigo. **Libra ou LFF: Veja as principais diferenças entre as propostas de liga no Brasil.** Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/esportes/libra-ou-lff-veja-as-principais-diferencas-entre-as-propostas-de-liga-no-brasil/> Acesso em 7 de abril de 2024

MORENO, Guilherme; CARA, Thiago: **Ranking de maiores dívidas tem “trio do bilhão” e Corinthians quase lá, mas nem só isso explica o problema do seu clube.** Disponível em: [https://www.espn.com.br/futebol/brasileirao/artigo/\\_/id/12104427/ranking-maiores-dividas-trio-bilhao-corinthians-quase-la-nem-so-isso-explica-problema-seu-clube](https://www.espn.com.br/futebol/brasileirao/artigo/_/id/12104427/ranking-maiores-dividas-trio-bilhao-corinthians-quase-la-nem-so-isso-explica-problema-seu-clube) . Acesso: 5 de mar. 2024

MULLER, Aderbal; Teló, Admir Roque. **Modelos de Avaliação de Empresa.** Revista FAE, Curitiba, v.6, 2003. Disponível em: <https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/467/362> Acesso em 6 de mar. de 2024.

NÓBREGA, Ighor: **Clubes do Brasil movimentaram R\$ 1,4 bi em transferências em 2022...**Disponível em: <https://www.poder360.com.br/economia/clubes-do-brasil-movimentaram-r-14-bilhao-em-transferencias-em-2022/> Acesso: 5 de mar. De 2024

**O Globo: CBF: Dos últimos quatro presidentes, três tiveram mandatos interrompidos e um acabou preso.** Disponível em: <https://oglobo.globo.com/esportes/futebol/cbf-dos-ultimos-quatro-presidentes-tres-tiveram-mandatos-interrompidos-um-acabou-preso-25050119> Acesso em 6 de abril de 2024

OLIVEIRA, Marcelo Jorge Carreira; BENZINHO, José. **Impacto dos Resultados Desportivos Na Rendibilidade das Ações dos Clubes Europeus.** Porto, 2022.

ORTEGA, Fabiana. **7 das 10 principais ações de clubes de futebol recuam na bolsa desde IPO.** Disponível em: <https://investnews.com.br/negocios/clubes-de-futebol-7-das-10-principais-acoes-recuam-desde-ipo/> Acesso em 12 de mar. de 2024

PINTO, Leonardo José Seixas; FALCÃO, Daniel Ferreira, MÓL, Anderson Rezende. **Emissão de debêntures e seu impacto nos indicadores de desempenho e financeiro: Um estudo comparativo entre empresas emissoras e não emissoras,** 2015.

QUANTUM. **Número de BDR's cresce 80% desde liberação para investidores de varejo.** Disponível em: <https://quantumfinance.com.br/bdrs-crescem-desde-liberacao-para-investidoresdovarejo/#:~:text=Os%20BDRs%20s%C3%A3o%20uma%20alternativa,para%20diluir%20riscos%20da%20carteira.&text=O%20volume%20financeiro%20negociado%20em,%2C%20sem%20restri%C3%A7%C3%B5es%2C%20em%202020>. Acesso em 13 de mar. de 2024

Redação do GE. **La Liga distribui aos clubes R\$5,5 bilhões de fundo de investimento.** Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/futebol-internacional/futebol-espanhol/noticia/2024/02/01/la-liga-distribuiu-aos-clubes-r-55-bilhoes-de-fundo-de-investimento.ghtml> Acesso em 7 de abril de 2024

Redação O Antagonista: **Veja quanto a Globo pagou a cada clube no Brasileirão 2023.** Disponível em: <https://encurtador.com.br/bDI25> . Acesso: 5 de mar. 2024

REUTERS. Futebol: **Treecorp Partners, de private equity, compra Coritiba por R\$1,3 bilhão.** Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/futebol-treecorp-partners-de-private-equity-compra-coritiba-por-r-13-bilhao/> Acesso em 8 de mar. de 2024

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital.** Dissertação de Mestrado da Faculdade de Economia da Universidade de São Paulo, 2005.

RODRIGUES, Jorge L. **Polêmicas, inimigos e títulos: Eurico Miranda, o dirigente que nunca passou despercebido.** Globoesporte, 2017. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/vasco/noticia/polemicas-rivalidades-e-inimigos-eurico-miranda-o-dirigente-que-nunca-passou-despercebido.ghtml>. Acesso em: 5 mar. 2024

SALES, Fernando Augusto de Vita Borges. **A Sociedade Anônima do Futebol.** Editora Mizuno, 2022.

SIMÕES, Irlan. **Como o “private equity” americano inundou o futebol europeu com quase €5 bilhões em 2022.** Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-irlan-simoes/post/2023/08/15/como-o-private-equity-americano-inundou-o-futebol-europeu-com-quase-euro5-bilhoes-em-2022.ghtml> Acesso em 8 de mar. de 2024

SIMÕES, Irlan: Flamengo: **Voto direto do sócio-torcedor? Entenda demanda e como são eleições de outros clubes.** Disponível em: <https://ge.globo.com/blogs/blog-do-irlan-simoes/post/2023/10/10/flamengo-voto-direto-do-socio-torcedor-entenda-demanda-e-como-sao-eleicoes-de-outros-clubes.ghtml> Acesso em 5 de mar. de 2024

SIQUEIRA, Eduardo Madureira Rodrigues; CARVALHO, Antônio Gledson; NETTO, Humberto Galucci. **Determinantes do Sucesso dos Investimentos de Private Equity e Venture Capital no Brasil.** Revista Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, 2011.

SOUZA, Gustavo Lopes Pires de, RAMALHO, Carlos Santiago da silva. **Sociedade Anônima do Futebol: Primeiras Linhas.** Belo Horizonte: Editora Expert, 2022.

TIMM, Luciano Benetti; MOSER, Luiz Gustavo Meira. **Arbitragem e Mediação em Propriedade Intelectual, Esportes e Entretenimento.** Curitiba: Appris, 2014.

TJSC. Apelação 5024222-97.2021.8.24.0023. 4º Câmara de Direito Comercial. Des. Torres Marques. Julgado em 15/03/2021.