



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

Faculdade de Direito

Curso de Graduação em Direito

LEONARDO HENRIQUE LOPEZ VASCONCELOS

**A DISCIPLINA DO CONFLITO DE INTERESSES NAS
SOCIEDADES ANÔNIMAS DO FUTEBOL**

Brasília

2025



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

Faculdade de Direito

Curso de Graduação em Direito

LEONARDO HENRIQUE LOPEZ VASCONCELOS

**A DISCIPLINA DO CONFLITO DE INTERESSES NAS
SOCIEDADES ANÔNIMAS DO FUTEBOL**

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Direito, elaborada sob a orientação do Prof.º Dr. Angelo Gamba Prata de Carvalho.

Brasília

2025

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

Faculdade de Direito

Curso de Graduação em Direito

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Leonardo Henrique Lopez Vasconcelos

BANCA EXAMINADORA

Professor Doutor Angelo Gamba de Prata Carvalho (Orientador)

Universidade de Brasília

Mestre Mariana de Saboya Furtado (Avaliadora)

Universidade de Brasília

Mestre Carlos Alberto Rosal de Ávila (Avaliador)

Universidade de Brasília

Brasília, 18 de julho de 2025.

AGRADECIMENTOS

Alcançar um momento tão especial quanto a defesa de uma monografia na conclusão de uma graduação pela Universidade de Brasília jamais seria possível sem a presença e o suporte de um conjunto muito especial de pessoas, às quais agradeço em sequência.

Início agradecendo imensamente à minha mãe, Débora, pelo amor maior do mundo demonstrado sem pausas desde antes do meu primeiro suspiro e pelos sacrifícios diários que me ajudaram tanto até aqui. Ao meu pai, Gláucio, pelos ensinamentos e pela transmissão deste projeto de vida como ideal a ser seguido, bem como pelo seu suporte essencial à materialização dessa conquista. A ambos pela dedicação inarredável pela minha educação, desde os cadernos de caligrafia às mudanças, um pela ida, a outra pela volta, de São Paulo a Brasília. Agradeço também às minhas irmãs Giovanna e Marianna, às quais busco na medida do meu melhor viver como exemplo, mas também amigo.

Agradeço carinhosamente às minhas avós, Marilene e Encarnacion. À primeira pelo laço belíssimo de cuidado e amor que sempre demonstrou em cada encontro, e à segunda pela insistência incontornável, apesar de todas as dificuldades, em continuar sendo uma rocha espiritual e uma fonte inesgotável de amor a tantos a sua volta. Também aos meus avôs Gláucio (*in memoriam*) e Miguel (*in memoriam*), pelo exemplo de homens que foram. Ao primeiro, primeiro advogado da família, cujo zelo com seus livros e monografia inspirava e divertia seus netos, hoje poderia lhe dizer que também tenho a minha. Ao segundo, homem de obras (físicas e espirituais), nada lhe daria mais satisfação do que ver esta planta feita edifício, razão pela qual o trilhar de toda essa caminhada foi feito com ele em mente todo santo dia. Também em nome de todos os demais membros da minha família, estendo os cumprimentos nominalmente aos meus padrinhos, Marli e Paulo, simbolizando toda a dedicação e respeito que recebo desde sempre, e ao primo Felipe, pelas horas e anos de estudos, conversas e amizade.

Um agradecimento muito especial à Giovanna Soares Bisolatto, também bacharela (e brilhante, diga-se) cuja trajetória admiro profundamente e que, com considerável sacrifício, dedicou a mim nestes anos todos de graduação uma paciência, confiança e admiração que muitas vezes excederam as minhas próprias.

Agradeço ao amigo Igor Foltram, amizade atipicamente duradoura desde algumas das minhas primeiras lembranças. Também aos amigos Enzo e Leonardo, as melhores notícias

vindas desta cidade que tanto me deu. Aos três pelas incontáveis horas de risadas e conversas e pela irmandade tão especial quanto a de nascença, dada a rareza da chance desses encontros.

Agradeço com imenso respeito à totalidade dos professores que tive por toda minha vida, em tantas cidades, graus de escolarização e matérias, em especial os Professores Maurício, Leandro, Hélio, Bruno, Sônia e Ana Paula, que tanto me encantaram pela educação pública e pelas humanidades. Por todos eles, cumprimentos ao prestativo orientador deste trabalho, Professor Angelo, que tão voluntariosamente aceitou a empreitada. A ele e a Carlos e Mariana, igualmente prestativos avaliadores da banca examinadora, meu muito obrigado.

Por fim, um agradecimento especial ao futebol, expressão cultural maior do povo brasileiro e minha maior paixão intangível, por insistir em se fazer presente na minha vida até quando o curso de graduação escolhido não indicava essa possibilidade. Com este agradecimento, recupero o feito ao avô Miguel: ainda criança, na primeira vez que me dei conta que aquele homem havia visto (ou ouvido) tantos anos de conquista, me sentei com ele e um caderno. O caderno, que ainda temos, de certa forma é continuado por este trabalho.

Não seria o que sou e serei sem as contribuições de cada um dos citados e de tantos, tantos, outros. Muito obrigado.

RESUMO

O modelo das Sociedades Anônimas do Futebol introduziu um regime jurídico próprio para a organização empresarial dos clubes, inspirado na disciplina das companhias abertas. A aplicação desse modelo, contudo, revelou tensões estruturais entre os mecanismos formais de governança e os conflitos materiais que marcam a dinâmica do setor. A convivência entre associação e sociedade empresária, a centralização decisória em investidores fundadores e a ausência de regulação setorial específica contribuem para a estabilização de assimetrias difíceis de enfrentar com os instrumentos tradicionais do direito societário. Este trabalho analisa, à luz da doutrina societária e dos casos concretos, as insuficiências normativas no tratamento dos conflitos de interesse nas SAFs, com especial atenção aos limites do poder de controle, à proteção da minoria e aos riscos decorrentes da atuação coordenada de investidores em múltiplos clubes. A pesquisa parte do exame dogmático dessas estruturas e propõe caminhos interpretativos voltados à preservação do equilíbrio institucional da companhia.

Palavras-chave: SAF; conflito de interesses; poder de controle; governança societária; Multi-Club Ownership.

ABSTRACT

The model of the Sociedade Anônima do Futebol (SAF) introduced a specific legal framework for the corporate organization of football clubs, inspired by the rules governing publicly held companies. Its practical implementation, however, has exposed structural tensions between formal governance mechanisms and the material conflicts inherent to the sector. The coexistence of associations and corporate entities, the concentration of decision-making power in founding investors, and the absence of specific regulatory oversight have contributed to the consolidation of asymmetries that are difficult to address through traditional corporate law tools. This study analyzes, based on legal doctrine and case studies, the normative shortcomings in the treatment of conflicts of interest within SAFs, with particular attention to the limits of control power, minority protection, and the risks arising from coordinated investor activity across multiple clubs. The research adopts a dogmatic approach and suggests interpretive paths aimed at safeguarding the institutional balance of these entities.

Keywords: SAF; conflict of interest; control power; corporate governance; Multi-Club Ownership.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
-------------------------	----------

CAPÍTULO I

PARÂMETROS DOS CONFLITOS DE INTERESSES NAS SAFs: REGRAMENTO JURÍDICO E COABITAÇÃO ACIONÁRIA

I. DIFERENCIAÇÃO NORMATIVA	17
II. PODER DE CONTROLE E ABUSO DE MINORIA	20
III. SOLUÇÕES CONTRATUAIS SOB ASSIMETRIAS NEGOCIAIS	25

CAPÍTULO II:

NATUREZA DOS CONFLITOS DE INTERESSES NAS SAFS: DINÂMICAS DE DELIBERAÇÃO E CONSIDERAÇÕES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

I. CONFLITO FORMAL E CONFLITO MATERIAL	34
II. PARECER DE ORIENTAÇÃO Nº 41	39

CAPÍTULO III

GARGALOS ESTRUTURAIS DOS CONFLITOS DE INTERESSES NO MERCADO DO FUTEBOL

I. MULTICLUB OWNERSHIP: CONCEITUAÇÃO E ÓTICA CONCORRENCIAL	49
II. ANÁLISE COMPARADA DE REGULAMENTOS ESPORTIVOS.....	52
III. AS SAFS, O MCO E A LIGA DE CLUBES	61
CONCLUSÃO.....	68
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	73

INTRODUÇÃO

A criação da Sociedade Anônima do Futebol (SAF), pela Lei nº 14.193 de 2021, representa a tentativa mais ambiciosa já empreendida pelo legislador brasileiro de profissionalizar estruturalmente o futebol nacional. Diferentemente de reformas anteriores, a SAF não se limita a reorganizar o passivo das entidades desportivas nem a tentar apenas incentivar boas práticas de governança por mecanismos indutivos. Seu objetivo é mais profundo: oferecer uma forma societária própria, que absorva o capital privado e, ao mesmo tempo, preserve a finalidade cultural, simbólica e econômica do clube.

Neste sentido, é possível dizer que o modelo associativo tradicional – predominante entre os principais clubes do país ao longo do século XX – demonstrou sua exaustão não apenas por incapacidade financeira, mas também por disfuncionalidade institucional. A combinação entre má gestão, ingerência política e ausência de responsabilidade empresarial resultou em entidades esportivas cronicamente deficitárias, dependentes de renegociações de dívida e cada vez mais distantes de seu papel social originário. A SAF surge nesse contexto como um experimento jurídico de reequilíbrio: ela visa conferir estabilidade econômica ao clube, atrair investidores interessados na performance esportiva e financeira e, ao mesmo tempo, garantir salvaguardas institucionais para que esse processo não esvazie o vínculo do clube com sua comunidade.

No entanto, ao alterar a natureza da organização futebolística, a SAF também altera a natureza dos seus conflitos. Se, nas associações civis, o problema mais frequente era o desvio de finalidade por dirigentes eleitos sem incentivos econômicos compatíveis com a sustentabilidade da instituição, na SAF o problema passa a ser o de alinhar racionalidades distintas sob um mesmo contrato societário. A frequente figura do investidor externo – com legítimo interesse em retorno financeiro e valorização da marca – se junta à figura do clube fundador – normalmente detentor de ações de classe especial, menor participação societária, mas guardião do símbolo, da história e da legitimidade da equipe perante os torcedores.

O Direito, portanto, não pode mais tratar esses conflitos como incidentes patológicos, isto porque estes são, de fato, o próprio cenário estrutural da SAF. Como adverte Calixto Salomão Filho:

O problema de conflito entre os vários interesses envolvidos pela sociedade (sócios, credores, trabalhadores, comunidade etc.) é algo conatural a ela

mesma. Como se verá em breve é, em verdade, para muitos teóricos a própria função da pessoa jurídica. Ocorre que o problema de conflito de interesses nem sempre é resolvido através de uma regra de conflito. Aliás, como a experiência comparada sugere, esta não é a mais eficaz das fórmulas, só sendo utilizada quando a forma alternativa é considerada jurídica ou politicamente inviável. A forma alternativa e mais coerente é a solução orgânica ou estrutural.¹

Calixto segue e distingue, portanto, as duas maneiras pelas quais o Direito se posiciona diante dos conflitos de interesse: por meio da regra e por meio da organização. A regra de conflito opera como exceção: impede um agente de votar ou participar de certa decisão caso esteja em situação de interesse contraposto. Já a solução organizativa busca construir uma estrutura interna que tolere e administre os conflitos sem recorrer à exclusão ou à supressão de direitos. No modelo ideal, essa segunda via deveria prevalecer, pois preserva a autonomia dos agentes e assegura a governança do conflito sem rupturas. O recurso à regra – e, portanto, à intervenção externa – sinaliza que a forma interna de solução fracassou.

No caso das SAFs, essa tensão entre modelo normativo e estrutura organizacional é ainda mais aguda. Por um lado, a Lei nº 14.193/2021 adota medidas organizativas inovadoras: criação de ações de classe A, exigência de conselhos de administração e fiscalização, limitação à propriedade cruzada de clubes, entre outras. Por outro, prevê regras de impedimento categóricas, como o art. 4º², que trata do conflito de interesse formal e proíbe determinadas composições societárias de antemão, independentemente de prejuízo concreto. A dualidade normativa é reveladora: o próprio legislador reconhece que o grau de tensão institucional na SAF exige tanto a antecipação quanto a estruturação.

É nesse campo, entre o problema e a regra, que este trabalho localiza seu objeto: o conflito de interesses nas SAFs como chave de leitura do novo modelo empresarial do futebol. Trata-se de compreender quando o conflito se torna relevante juridicamente, como ele se

¹ (SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário, 4ª edição, revista e ampliada, São Paulo, Malheiros, 2011, pág 104).

² Art. 4º O acionista controlador da Sociedade Anônima do Futebol, individual ou integrante de acordo de controle, não poderá deter participação, direta ou indireta, em outra Sociedade Anônima do Futebol. Parágrafo único. O acionista que detiver 10% (dez por cento) ou mais do capital votante ou total da Sociedade Anônima do Futebol, sem a controlar, se participar do capital social de outra Sociedade Anônima do Futebol, não terá direito a voz nem a voto nas assembleias gerais, nem poderá participar da administração dessas companhias, diretamente ou por pessoa por ele indicada.” (BRASIL, Lei nº 14.193/2021)

expressa nas estruturas da SAF e que tipo de resposta o ordenamento deve produzir – normativa, contratual, regulatória ou jurisprudencial. O estudo parte da premissa, compartilhada por Calixto, de que a simples existência de interesses contrapostos não justifica a intervenção do Direito. Para que o conflito se transforme em questão jurídica, é preciso que ele ultrapasse os limites da governança organizacional possível.

Essa chave analítica abre caminho para o exame de outro autor central neste debate: Fábio Ulhoa Coelho, que propõe uma distinção ainda mais aguda entre os conflitos legítimos e aqueles que merecem disciplina normativa, a partir da noção de egoísmo puro e da contraposição desta ao que o autor chama de egoaltruísmo. Ulhoa propõe³ um modelo de análise em que o Direito só deve interferir em situações em que o conflito atinge um patamar de incompatibilidade absoluto com a racionalidade funcional da sociedade. Para além desta fronteira, os conflitos podem e devem ser tolerados como parte da normalidade das relações internas.

A partir dessa premissa, Ulhoa introduz um conceito que escapa aos modelos tradicionais de conflito. Trata-se da hipótese em que o agente toma decisões cujo resultado é simultaneamente benéfico para si e para a companhia. Essa situação, longe de ser excepcional, representa para o autor a racionalidade típica esperada do agente econômico, especialmente nos sistemas empresariais modernos. O egoísmo puro, nesse contexto, seria a exceção, e não a regra.

O ponto de inflexão para o Direito, portanto, está na capacidade de identificar quando a atuação do agente se desloca dessa lógica egoaltruísta e se torna disfuncional para a finalidade da sociedade. Essa proposição possui uma consequência jurídica clara: o conflito de interesses só adquire relevância normativa quando a racionalidade do agente passa a desprezar ou hostilizar o bem coletivo que legitima o exercício do poder que detém.

No âmbito das SAFs, essa lógica ganha contornos especialmente relevantes. O acionista controlador – em regra, o investidor que capitalizou a SAF – é juridicamente autorizado a conduzir a empresa na direção que julgar mais adequada à sua estratégia, desde que não incorra em desvio de finalidade, abuso de poder ou violação de normas estatutárias. A margem de discricionariedade é ampla, mas não ilimitada. O que Ulhoa propõe é que o exercício dessa discricionariedade se mantenha dentro de uma expectativa de racionalidade que beneficie simultaneamente o controlador e a empresa. Não se exige altruísmo – o investidor não precisa

³ RJLB, Ano 1 (2015), n° 2, págs. 529-546.

sacrificar seus interesses em nome do clube. Exige-se, sim, que a busca pelo próprio benefício esteja estruturada de forma a produzir também externalidades positivas para a organização como um todo. Quando isso não ocorre, e o investidor opera em lógica de exploração patrimonial sem compromisso com a missão institucional do clube, o egoísmo puro se manifesta e ao Direito é possibilitado agir.

Por essa razão, Ulhoa propõe que o Direito opere com presunções normativas que incentivem a racionalidade egoaltruísta. Sua proposta não é descritiva, mas normativa: o sistema jurídico deve estruturar incentivos para que os agentes ajam dentro de uma lógica de benefício mútuo. Daí decorre sua crítica à atuação judicial, que, por pressuposto, presume má-fé a partir da mera existência de conflito.

Diante disso, a teoria do egoaltruísmo oferece um critério jurídico normativo claro, que complementa a distinção de Calixto: se o problema de conflito pode ser tolerado, e a regra de conflito deve ser exceção, o momento de aplicação da regra coincide com a emergência do egoísmo puro. Esse ponto marca o momento em que a organização falha e então, e somente então, o sistema jurídico deve intervir.

O conflito de interesses societário, portanto, quando situado no contexto da SAF, só pode ser devidamente compreendido se inserido em um debate mais amplo sobre o modelo jurídico de empresa adotado pelo ordenamento brasileiro. Não só jurídico na ótica normativa dos dispositivos e diplomas aplicáveis às sociedades examinadas, mas jurídico enquanto interpretação teleológica do fenômeno socioeconômico (nesse caso, as próprias sociedades anônimas, cujo subtipo *de futebol* está sendo examinado de forma quase apartada) que está sendo não só positivado, como literalmente inventado e constantemente transformado. Nesse âmbito, destaca-se a clássica distinção entre as leituras contratualista e institucionalista da sociedade empresarial.

Em síntese, o contratualismo – de longa hegemonia em sistemas de common law e inspiração liberal – parte do pressuposto de que a empresa é o resultado de uma relação negocial entre sócios: o interesse social se extrai da vontade da maioria, e o contrato social ou estatuto corporativo é expressão suficiente da função da sociedade. Esse modelo confere enorme margem de manobra aos controladores e tende a minimizar a interferência estatal ou judiciária nos rumos da gestão empresarial. É, de certa forma, o que Adolf Berle, na célebre controvérsia com Merrick Dodd nos anos 1930, chamava de “a supremacia dos acionistas”: a ideia de que o

dever fiduciário dos administradores e do controlador se limita à maximização do valor das ações, em detrimento de quaisquer outras considerações normativas ou sociais.

A leitura contratualista, portanto, ao reduzir a sociedade a um “nexo de contratos”, ignora que a empresa ocupa uma posição institucional, com impacto estrutural sobre o mercado e a sociedade.

Essa crítica se acentua quando aplicada ao caso das SAFs: a nova empresa não é um ente abstrato voltado apenas à performance financeira, mas também necessariamente uma organização de função institucional ampliada: representa tradições locais, exerce um papel formativo entre jovens, mobiliza economias urbanas e ativa estruturas comunitárias. A função social da SAF, portanto, não é apenas um princípio decorativo do texto legal: ela é uma condição de legitimidade da empresa.

Ao incorporar essas ideias, o direito societário brasileiro passou a consagrar, especialmente a partir da Lei das S.A. de 1976, uma visão híbrida do interesse social. O art. 116, parágrafo único, por exemplo, determina que o acionista controlador deve usar seu poder “no interesse da companhia, respeitado o bem público e a função social da empresa”. Essa diretriz legislativa reforça a ruptura com o modelo contratualista puro e aponta para uma normatividade funcional do controle. No caso das SAFs, essa função social é ainda mais nítida: o texto da própria Lei nº 14.193/2021 faz referência direta a termos como “bem público”, “função social da atividade futebolística” e “responsabilidade com a comunidade” – conceitos que reiteram que o investidor da SAF não adquire apenas uma fatia de capital, mas ingressa em uma estrutura com objetivos públicos e simbólicos.

O controle da SAF, assim, precisa ser compreendido à luz de uma racionalidade institucionalista: ele só se legitima quando exercido em convergência com os fins que autorizam juridicamente a existência da companhia. E esses fins não se esgotam na solvência econômica ou no lucro dos investidores – eles incluem o compromisso com a preservação da identidade do clube, o respeito à confiança da torcida, a contribuição ao sistema esportivo como um todo e a responsabilidade na tomada de decisões estratégicas que possam afetar esses pilares.

O que está em jogo, portanto, não é apenas a governança de uma empresa de capital privado, mas a integridade de uma organização que serve como ativo público difuso, mesmo sem integrar a administração estatal. O controle de uma SAF é um poder funcionalizado a esses

objetivos. E sua análise jurídica, como veremos, deve partir não da neutralidade contratual, mas da missão institucional que essa estrutura carrega.

Diante de todo o exposto, é possível condensar quais são as premissas doutrinárias que fundamentam a pertinência de uma análise das inovações trazidas pela Nova Lei das SAFs sob a luz da disciplina do conflito de interesses:

- 1) a existência restrita dos cenários em que a regra de conflito e o egoísmo puro estejam presentes e
- 2) a prevalência da doutrina institucionalista como lente interpretativa da atuação das sociedades anônimas.

Postos estes fundamentos, é igualmente oportuno introduzir quais foram as ferramentas doutrinárias empregadas a este exame propriamente dito. Neste sentido, a introdução da figura do investidor externo como acionista majoritário nas SAFs exige, obrigatoriamente, uma releitura aprofundada do conceito de poder de controle. O direito societário brasileiro, especialmente a partir da contribuição de Fábio Konder Comparato, já não concebe o controle como um direito puramente subjetivo, fundado na autonomia privada. Comparato propõe compreender o controle acionário como um direito-função – um poder cujo exercício deve estar subordinado a finalidades institucionais e à realização do interesse social da empresa.⁴

Essa concepção rompe com o paradigma liberal-contratualista, segundo o qual a maioria pode tudo desde que respeite a legalidade formal. O controlador, para Comparato, ocupa uma posição institucional análoga à de um órgão da companhia, e suas decisões devem ser aferidas não apenas pela forma, mas sobretudo pela compatibilidade com os fins sociais da empresa.

Os interessantes paralelos entre o direito societário e o direito constitucional - já antecipados no parágrafo acima -, bem como um maior detalhamento dos limites idealmente impostos ao poder de controle serão oportunamente destrinchados. Mas, em uma sociedade tão própria quanto a SAF, é igualmente necessário dizer: se o controle não pode ser exercido em nome próprio, também não se pode permitir que a minoria o utilize para capturar o projeto institucional, hipótese que, como será abordado, tem sua probabilidade aumentada neste novo

⁴ Comparato, Fábio Konder. \O poder de controle na sociedade anônima / Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. - 6. ed. rev. e atual. - Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.

subtipo societário. Esta hipótese, presumidamente antagônica ao poder de controle, já foi alvo de detida análise pela doutrina⁵ e será igualmente considerada.

Por fim, oportuno contextualizar ainda que a análise da estrutura das SAFs e da disciplina de seus conflitos de interesses não pode se limitar à lógica interna da companhia. O futebol profissional constitui um setor econômico com características de mercado altamente interdependente, trata-se de um sistema em que a estabilidade de cada ente afeta diretamente a estabilidade dos demais. Ao contrário de mercados típicos, em que o sucesso de um agente pode coincidir com o colapso do outro, no futebol os competidores são simultaneamente concorrentes e coautores de um espetáculo coletivo. Essa interdependência gera um fenômeno conhecido em teoria econômica como risco sistêmico⁶ – a possibilidade de que o colapso de um ator relevante gere desconfiança generalizada, desorganize o mercado e comprometa a credibilidade do sistema como um todo.

Este risco não é abstrato. A crise societária que envolve a SAF do Vasco da Gama, os conflitos contratuais em Botafogo e Cruzeiro ilustram como o modelo SAF, mal calibrado, pode gerar instabilidade sistêmica, prejudicando inclusive a lisura no pagamento de transferências entre clubes. Uma SAF que fracassa por má gestão, conflitos insolúveis ou quebra de confiança institucional não compromete apenas seu próprio projeto: afeta torcedores, enfraquece receitas, prejudica a posição negocial e, no Brasil, mina a credibilidade de iniciativas estruturantes.

Dessa constatação (de um risco estrutural concreto, e não hipotético) decorre uma hipótese ainda em fase exploratória: a de que boa parte das SAFs tem sido estruturada à margem dos conceitos clássicos do direito societário, priorizando um poder de controle amplo e quase absoluto. O roteiro desta hipótese envolveria clubes em crise que, diante da urgência financeira, transferem o controle a investidores em bases assimétricas. O ordenamento jurídico – ao não estruturar regras de transição, mecanismos de tutela da função social e instâncias de responsabilização – acaba deixando o sucesso da SAF nas mãos do equilíbrio contratual entre

5 ADAMEK, Marcelo Vieira von. Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias. 2010. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-142051/>

6 Kaufman, George G., and Kenneth E. Scott. “What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?” *The Independent Review*, vol. 7, no. 3, 2003, pp. 371–91. JSTOR, <http://www.jstor.org/stable/24562449>. Accessed 14 July 2025.

partes privadas, o que, diante da assimetria econômica, frequentemente tende a desfavorecer o clube.

Este trabalho, porém, não pretende comprovar quantitativamente essa hipótese - tarefa que exigiria não só mergulhar na base de dados hoje disponível, como proferir juízos de valor individuais a cada uma destas operações. O que se busca é investigar uma questão mais fundamental: a estrutura normativa da Lei das SAFs estimula, ainda que indiretamente, essas assimetrias?

É esta, afinal, a certeza de seus críticos mais ferrenhos: a de que a introdução da SAF na realidade brasileira trata-se da “neoliberalização do futebol”, da morte da identidade associativa, da submissão da maior expressão popular da história do país ao propósito exclusivo de aferir lucro a um capitalista frequentemente estrangeiro. Mergulhando brevemente nas premissas destas críticas, cabe dizer que esta última adjetivação não se dá (exclusivamente) por nativismo, mas pela acentuação de uma válida preocupação: a de que, nas últimas décadas, o futebol passou a refletir de forma escancarada as assimetrias globais de câmbio, institucionalidade, e, acima de tudo, de qualidade de “mão de obra”.

Essa apreensão se intensifica diante da hegemonia europeia no futebol midiático, sustentada pela exportação de talentos - não apenas entre países da União Europeia, com base na Lei Bosman, mas também pela captura precoce de atletas da América Latina e da África. Nesse contexto, a venda de clubes brasileiros a grupos multinacionais, cujos ativos centrais são clubes europeus, alimenta suspeitas legítimas sobre as consequências reais da Nova Lei.

O objetivo deste trabalho, portanto, é, para além do alvissareiro entusiasmo com a liberdade empresarial - supostamente capaz de desancorar o futebol brasileiro de suas dívidas - e para além do ceticismo nostálgico - que vê o modelo empresário como o fim da história de sua coletividade -, examinar o modelo das SAFs diretamente nas suas fontes: suas normas, resoluções e experiências práticas.

CAPÍTULO I

PARÂMETROS DOS CONFLITOS DE INTERESSES NAS SAFs: REGRAMENTO JURÍDICO E COABITAÇÃO ACIONÁRIA

I. DIFERENCIAÇÃO NORMATIVA

A introdução das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs) pela Lei nº 14.193/2021 representa uma tentativa ambiciosa de modernizar a gestão do futebol brasileiro, mercado com características competitivas, culturais e econômicas com particularidades suficientes para justificar a pertinência de um diploma legal próprio. Apesar desta autonomia normativa, a mudança mais significativa decorrente da introdução das SAFs é a possibilidade de que clubes de futebol brasileiros, categoria pautada pela predominância de organização enquanto associações civis sem fins lucrativos, transitem e adotem as práticas empresariais e societárias oriundas da disciplina das sociedades anônimas, estas regidas pela Lei nº 6.404/1976.

A diferenciação normativa mencionada acima não se deu de forma tão profunda a ponto de justificar que esta opere de maneira subsidiária (CASTRO, 2021, p.165)⁷, ou seja, de forma a reservar a aplicabilidade da Lei das Sociedades por Ações somente àquilo que o novo diploma não prevê. Pelo contrário: o que se criou foi justamente uma relação de dependência e complementaridade, da qual se conclui a natureza das Sociedades Anônimas de futebol enquanto verdadeiros subtipos societários. Deste fato decorre a aplicabilidade da Lei de 1976 de forma ampla no âmbito das SAFs, exceto naquilo que a Lei de 2021 tratar de forma expressa.

A complementaridade entre as normas ocorre na medida em que a Lei da SAF adota a estrutura organizacional da sociedade anônima como base de funcionamento: conselhos deliberativos, ações, direitos políticos e patrimoniais, assembleias gerais, entre outros. Ao incorporar esse repertório institucional, a SAF goza da flexibilidade e complexidade próprias

⁷ “Sua estrutura não contempla todos os elementos conferidos de autonomia para que as normas da Lei 6.404/76 operem apenas de modo subsidiário, em situações excepcionais. A relação que se criou, na verdade, é de dependência e complementariedade. E assim a SAF deve ser reconhecida: como um subtipo societário sujeito ao “micro conjunto” normativo que lhe é próprio e, ao mesmo tempo – e sobretudo –, às normas contidas naquela lei, exceto em relação a que for tratado de modo expresse pela Lei 14.193/21.” CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol Lei nº 14.193/2021. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

das companhias, o que facilita sua interlocução com o mercado financeiro e o ambiente de investimentos.

Contudo, a analogia não é ilimitada. O caráter cultural, simbólico e social do futebol exige adaptações significativas em relação à lógica estritamente contratualista da LSA: a função social da SAF não é a mesma de uma sociedade qualquer. Isto posto, a relação de dependência funcional entre as duas leis evidencia-se pela própria formulação da Lei da SAF. A norma não se apresenta como um regime jurídico autônomo, mas sim como um subtipo societário vinculado à estrutura clássica da sociedade anônima. Nesse sentido, a Lei da SAF não se contenta em apenas replicar os dispositivos da LSA - ela os desloca e adapta, muitas vezes radicalizando aspectos relacionados à governança e à regulação do poder de controle. O objetivo é dar resposta aos vícios históricos de gestão do futebol brasileiro, notadamente à falta de profissionalismo, à confusão patrimonial e à captura por interesses pessoais.

A diferença entre as leis, portanto, não é apenas técnica. É também teleológica: a Lei da SAF não visa exclusivamente a proteção dos interesses dos acionistas ou a eficiência alocativa de capital. Ela tem como horizonte a recuperação de um ecossistema cultural e econômico abalado. Isso justifica a imposição de normas mais rígidas quanto à transparência, à estrutura de administração e à composição do controle. Nesse ponto, convém destacar três diferenças fundamentais entre os regimes da LSA e da SAF, conforme identificadas na doutrina e na regulamentação vigente.

A primeira refere-se à forma de constituição da sociedade e à delimitação de seu objeto social. Enquanto a LSA permite ampla liberdade contratual na constituição de sociedades anônimas - desde que observados os princípios gerais da empresa - a Lei da SAF estabelece hipóteses taxativas de constituição: transformação do clube em SAF, cisão do departamento de futebol ou iniciativa de investidores com transferência de patrimônio esportivo.

Essa delimitação evidencia o propósito institucional do novo tipo societário: ele não nasce do zero, mas da estrutura anterior de um clube de futebol, cujos ativos simbólicos são transferidos para a nova entidade. O objeto social da SAF é igualmente restrito: prática do futebol profissional, masculino e feminino, sujeita a regras próprias. A delimitação não é acidental, mas visa preservar o nexo entre identidade esportiva e atividade econômica.

A segunda diferença diz respeito às regras de controle e composição acionária. A Lei das S.A. prevê liberdade de organização, admitindo estruturas pulverizadas, concentração

acionária e múltiplas combinações de acordos de voto. Já a Lei da SAF impõe vedações expressas: o controlador de uma SAF não pode deter participação, direta ou indireta, em outra; e acionistas relevantes com 10% ou mais do capital não podem votar ou integrar órgãos de administração caso detenham participação em outra SAF.

Tais restrições refletem uma preocupação com a integridade competitiva do setor, buscando impedir a formação de redes ocultas de controle que possam comprometer a isonomia entre clubes. Ao mesmo tempo, sinalizam uma aposta na separação de interesses, visando impedir (ainda que com eficácia parcial, como se discutirá) a replicação de modelos de “clubes-satélite” sob domínio comum.

É nesse ponto que emerge uma discussão mais ampla sobre o tipo de mercado no qual se inserem as SAFs. Ao contrário de setores tradicionalmente regulados por incentivos concorrenciais clássicos, o mercado futebolístico possui uma lógica particular: trata-se de um mercado de rivalidades estruturadas, cujos participantes dependem uns dos outros para existir. A competição entre clubes exige coexistência. O sucesso de um clube em campo depende da existência de um adversário forte; não se trata de eliminar o concorrente, mas de enfrentá-lo com legitimidade. Assim, a relação entre os agentes do mercado futebolístico é simultaneamente competitiva e cooperativa.

Outro traço fundamental está no perfil dos consumidores. O torcedor não é um consumidor tradicional: sua demanda, diferentemente de qualquer afirmação sobre o consumo típico de bens e serviços corriqueiros, é não só fundamentalmente inelástica, como praticamente perpétua. Ao contrário de mercados nos quais a clientela migra entre fornecedores conforme preço, inovação ou qualidade percebida, no futebol o vínculo com o clube é afetivo, muitas vezes hereditário e dificilmente reversível. Isso cria um tipo peculiar de dependência entre clube e torcedor, em que a credibilidade institucional passa a ser elemento essencial para a manutenção do vínculo. O torcedor pode não "mudar de time", mas pode se afastar do consumo, do engajamento e da participação, caso a estrutura do futebol - e das SAFs - se mostre instável, ou seja, capturada por interesses não esportivos.

Essas características ajudam a explicar por que o setor é especialmente vulnerável ao chamado risco sistêmico, como elaborado também por Kaufmann e Scott. Aplicado ao futebol, o colapso de uma SAF relevante - seja por má gestão, fraude, manipulação de resultados ou quebra de confiança - pode levar não apenas à sua própria ruína, mas à descredibilização de

toda a cadeia de valor do esporte, incluindo mídia, patrocínios e adesão do público. O problema central, segundo os autores, reside na confiança. No universo das SAFs, uma crise de confiança provocada por falência societária, conflito de interesses mal resolvido ou manipulação institucional pode se espalhar rapidamente, afetando a legitimidade das competições e a atratividade econômica do setor. O risco não é apenas financeiro, mas de legitimidade.

Esse efeito dominó é especialmente provável em ecossistemas como o futebol, que operam sob forte visibilidade pública, dependência de reputação e vínculos emocionais. A confiança, uma vez quebrada, compromete não apenas o clube envolvido, mas todo o campeonato, toda a lógica de competição, e até mesmo a narrativa coletiva em torno do esporte

Nesse novo paradigma, o direito societário deixa de ser apenas um instrumento de organização privada e passa a ser, também, um vetor de regulação institucional. A SAF, como entidade jurídico-empresarial, é chamada a desempenhar um papel que transcende seus balanços: manter viva a identidade coletiva que sustenta o futebol brasileiro como fenômeno cultural e econômico.

A tensão entre o poder de controle e a proteção da minoria sempre esteve no centro da teoria das sociedades anônimas, mas adquire contornos inéditos nas Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs). Essa diferença não é meramente circunstancial: decorre de transformações estruturais e normativas que ampliam, e não apenas replicam, os desafios clássicos do direito societário.

II. PODER DE CONTROLE E ABUSO DE MINORIA

Como analisado anteriormente, a distinção entre a Lei das S.A. (Lei nº 6.404/1976) e a Lei das SAFs se manifesta em pelo menos três aspectos centrais:

1. o processo de constituição híbrido da SAF, que frequentemente envolve a associação original como fundadora e, depois, como acionista minoritária ou majoritária;
2. a coexistência entre agentes com racionalidades distintas (investidores com fins lucrativos e associações sem fins lucrativos); e
3. as regras específicas de governança, como a obrigatoriedade das ações de classe A e os vetos institucionais associados. Essas três diferenças não são meramente

periféricas: são elas que criam as condições para que o problema do poder, no interior das SAFs, seja ao mesmo tempo jurídico, político e institucional.

Essa perspectiva ganha ainda mais importância quando aplicada às SAFs, pois estas representam, por sua própria configuração legal e prática, uma tentativa de conciliação entre racionalidades conflitantes: de um lado, a lógica econômica e privada do investidor; de outro, a lógica simbólica, associativa e identitária do clube. A Lei nº 14.193/2021 formalizou um novo tipo societário que admite, com intensidade incomum no direito societário tradicional, a convivência entre atores com finalidades estruturais radicalmente distintas. É essa especificidade que torna indispensável a reinterpretação das categorias clássicas do direito societário sob a ótica do conflito de interesses.

Essas distinções normativas não apenas justificam, mas exigem o uso das doutrinas sobre abuso de poder de controle e abuso de minoria. Isso porque, na prática, o modelo de SAF dá origem a diferentes regimes de coabitação societária entre a associação fundadora e os investidores: há, essencialmente, quatro formas de permutação desses conflitos:

1. quando o investidor externo detém o controle e lesa os interesses esportivos da associação;
2. quando o investidor externo detém o controle, mas tem sua atuação fiduciária obstruída injustamente pela associação;
3. quando a associação controla a SAF, mas prejudica minoritários investidores por meio de posturas temerárias às finanças da entidade;
4. quando a associação é controladora, mas sofre entraves e bloqueios ilegítimos por parte de minoritários investidores.

Nesse sentido, a escolha das categorias de abuso de poder de controle e abuso de minoria - desenvolvidas, respectivamente, por Fábio Konder Comparato e Marcelo von Adamek - não se dá por acaso. Elas fornecem a gramática para compreender as disputas que emergem nas SAFs, e para balizar a legitimidade ou ilegitimidade das condutas de controladores e minoritários. Mais do que apontar desvios evidentes, essas doutrinas ajudam a qualificar zonas intermediárias de disputa, onde a forma jurídica se mantém íntegra, mas o conteúdo funcional da atuação revela desvio de finalidade.

A doutrina brasileira oferece definições já consolidadas para ambas as categorias. O abuso de poder de controle, como afirmado por Comparato, caracteriza-se pela utilização da

posição de controlador para fins alheios ao interesse social da companhia - ou, mais recentemente, também contrários à função social da empresa e aos interesses da comunidade (art. 116, parágrafo único, da LSA). Já o abuso de minoria, como elaborado por Adamek, se configura quando o acionista minoritário utiliza seus direitos (inclusive de veto) para obstruir, constranger ou dificultar a atuação regular da companhia, visando proteger interesses próprios em detrimento da sociedade como um todo.

A particularidade das SAFs é que ambas as formas de abuso podem ocorrer ao mesmo tempo e entre os mesmos sujeitos, a depender da estrutura de coabitação societária. Uma associação fundadora pode, ao mesmo tempo, ser minoritária e deter ações com poderes de veto; um investidor pode deter a maioria do capital votante, mas não conseguir exercer plenamente seu controle por bloqueios institucionais. O que se verifica, portanto, é que as SAFs podem operar com uma separação de frequência incomum entre controle jurídico, controle fático e legitimidade social. Esse descolamento entre forma e função, entre posição e poder, é o que torna tão valiosa a utilização das doutrinas citadas.

A aplicação da teoria do abuso de poder de controle e da doutrina sobre abuso de minoria nas SAFs deve, portanto, ser compreendida como parte de um esforço mais amplo de identificação das formas pelas quais o poder se manifesta no campo jurídico. Conforme adverte Comparato, a compreensão jurídica do poder deve deixar de naturalizá-lo e enfrentar a realidade da sua distribuição e exercício. Seu livro parte, inclusive, da seguinte provocação: como controlar o controlador? Esta pergunta, que dá título à introdução da obra, é central para compreender por que essas duas categorias, abuso de controle e abuso de minoria são indispensáveis no contexto das SAFs.

Trata-se, portanto, da articulação entre a teoria do direito societário com uma preocupação política mais ampla: o poder, mesmo quando previsto normativamente, não deve escapar ao controle jurídico. Neste sentido: “Não há, portanto, possibilidade de construção de sociedades desenvolvidas economicamente e justas socialmente sem um combate estruturado ao poder econômico”⁸.

Esse conjunto de cenários não será analisado isoladamente, mas servirá como pano de fundo para interpretar, ao longo do capítulo, a tensão estrutural entre controle e minoria no

⁸ (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 7).

interior das SAFs. O foco, portanto, permanece na análise jurídica do abuso de poder sob a ótica da estruturação legal e contratual das SAFs, respeitando sua complexidade e especificidade.

É neste ponto que a teoria desenvolvida por Fábio Konder Comparato oferece recursos valiosos para análise. A ideia de que o controle é um “direito-função” exige uma leitura mais densa da posição de poder na companhia. Tal como ocorre no direito público, em que o poder é indelegável e funcionalmente vinculado a um fim, o poder de controle na sociedade anônima - e por extensão, na SAF - deve obedecer a finalidades institucionalmente determinadas. Assim, a avaliação sobre o uso legítimo ou abusivo desse poder não pode prescindir de uma análise da estrutura de governança que o suporta.

Essa observação ilumina um aspecto crucial do modelo SAF. Como apontado anteriormente, a Lei nº 14.193/2021, ao adotar a estrutura da S.A., o faz com o objetivo de corrigir disfunções institucionais graves do associativismo esportivo. Ou seja, as SAFs, embora privadas, possuem um objeto social de repercussão pública, com impactos que transcendem seus acionistas. A transposição da lógica constitucional da separação de poderes para o direito privado, como aponta Comparato, ganha contornos mais agudos no contexto de clubes de futebol, onde o escrutínio público e o interesse difuso são realidades cotidianas. Não se trata, como já afirmado, de aproximação às empresas estatais ou de economia mista, mas de reconhecer que certas estruturas institucionais não podem ser manobradas livremente sob o pretexto da autonomia privada.

A aproximação entre o modelo societário e a ideia de “organização do poder” revela que o conflito de interesses no interior da SAF não se reduz a disputas episódicas. Ele está presente na própria forma como a companhia é desenhada. Ao adotar a estrutura da S.A., com conselhos, assembleias e ações com direitos diferenciados, a SAF importa não apenas o formalismo da governança corporativa, mas também sua problemática: a necessidade de definir quem comanda, sob quais limites, com que finalidade e sob que tipo de responsabilização.

A partir dessa lógica, torna-se possível compreender por que as disputas societárias nas SAFs não podem ser lidas sob a ótica do abuso apenas em sua manifestação clássica. A infração pode se dar não apenas pelo excesso de poder por parte do controlador formal, mas também pela captura institucional da companhia por um ator minoritário - especialmente quando este atua como guardião de uma legitimidade simbólica associativa, bloqueando decisões de forma sistemática.

Neste sentido, a noção de abuso de minoria, conforme desenvolvida por Marcelo von Adamek, é especialmente útil para qualificar juridicamente condutas que, embora respaldadas em prerrogativas formais do estatuto ou da lei, acabam por desestabilizar o funcionamento societário e comprometer o interesse comum dos sócios. O autor reconhece que a minoria, apesar de sua posição estruturalmente frágil frente ao controle, exerce um poder próprio, cujos limites materiais devem ser funcionalizados à consecução do fim comum da sociedade: “a minoria, ainda quando atue em face de um grupo controlador preestabelecido, exerce um verdadeiro poder e, onde há poder, existe sempre a possibilidade de sua degeneração, do seu desvirtuamento”⁹

Essa constatação desvia a análise de uma leitura estritamente quantitativa da estrutura societária e aponta para a necessidade de se observar também os efeitos qualitativos do comportamento dos minoritários. A crítica à visão maniqueísta - que tende a associar a minoria exclusivamente à posição de vítima - é um dos marcos da doutrina de Adamek, que, ao deslocar o foco da simples titularidade formal para o uso legítimo e cooperativo do poder minoritário, constrói pela sua tese oferece um instrumental dogmático que se revela indispensável à análise de estruturas como as das SAFs, em que a coexistência de sócios com identidades e finalidades tão distintas desafia a manutenção de um mínimo consenso deliberativo.

Esse diagnóstico leva à conclusão de que o direito societário precisa lidar com uma realidade mais fluida do que a prevista nas tipologias tradicionais. A análise da posição de poder exige hoje uma leitura funcionalista, capaz de identificar o locus da deliberação real dentro da companhia. E é justamente esse deslocamento do foco, da titularidade para a função, que permite aplicar com densidade a doutrina do abuso.

Nas SAFs, esse problema se agrava pela natureza das partes envolvidas. Ao contrário das S.A.s convencionais, compostas geralmente por investidores empresariais, as SAFs frequentemente integram uma associação civil, sem fins lucrativos, detentora de legitimidade histórica e simbólica, e um investidor externo, interessado em rentabilidade e desempenho. A tensão entre esses dois polos produz disputas que, embora formalmente enquadráveis como decisões de assembleia ou de conselho, são, na verdade, conflitos de racionalidades institucionais.

⁹ (ADAMEK, 2010, p. 434).

É nesse cenário que o conceito de controle - seja ele externo ou interno - deve ser avaliado à luz da sua finalidade, e não apenas da sua origem. O poder de mando dentro da SAF, independentemente de sua forma de constituição, deve servir aos interesses institucionais da companhia e não aos projetos unilaterais de seus sócios. É essa função que torna o controle um poder vinculado, e não discricionário. E é exatamente essa vinculação que justifica a incidência da doutrina do abuso - para punir, mitigar ou prevenir sua distorção.

III. SOLUÇÕES CONTRATUAIS SOB ASSIMETRIAS NEGOCIAIS

Dando seguimento à análise funcional do poder, vale examinar como o próprio ordenamento jurídico fornece mecanismos internos para organizar e limitar o exercício do controle societário. Essas técnicas, ainda que lícitas e usualmente admitidas, assumem contornos específicos quando transplantadas para o contexto das SAFs. O poder de controle, como já visto, não se define apenas pela titularidade de ações, mas pela posição institucional de comando. Por isso, a forma como esse poder pode ser moldado por cláusulas estatutárias revela muito sobre a estrutura de governança da sociedade e sobre os riscos associados à sua eventual concentração.

Comparato dedica especial atenção às chamadas técnicas estatutárias de organização do poder de controle. Dentre elas, merecem destaque as cláusulas restritivas à circulação de ações, bem como as limitações ou ampliações ao direito de voto.¹⁰

No ambiente das SAFs, essas técnicas ganham contornos particularmente sensíveis. Isso porque a convivência entre associação fundadora e investidor externo nem sempre se resolve por meio de uma divisão de capital clara ou de um controle concentrado. Ao contrário, o que se observa é uma pluralidade de arranjos institucionais nos quais as cláusulas estatutárias assumem o papel de árbitros do conflito latente entre racionalidades divergentes.

Entre os instrumentos mais relevantes nesse sentido estão:

1. Ações com voto restrito ou sem voto, atribuídas a determinadas classes de acionistas;

¹⁰ “A técnica das restrições estatutárias à circulação de ações pode servir à preservação dos mais variados tipos de controle interno [...] As técnicas que passamos agora a examinar, ao contrário, visam antes de tudo a organizar o controle minoritário, relativamente ao montante do capital social, por meio de restrições ou ampliações ao direito de voto de alguns acionistas apenas” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 157).

2. Direitos de veto específicos, vinculados à associação ou ao investidor, para impedir deliberações que afetem o objeto social, símbolos, sede ou outros aspectos identitários do clube;
3. Cláusulas de barreira, que exigem quóruns qualificados ou aprovações múltiplas para certas decisões;
4. Pactos de voto ou acordos de acionistas, com previsões sobre rotatividade de cargos, mecanismos de desempate ou limitação do mandato de conselheiros e diretores.

Neste sentido, a estrutura contratual das SAFs pode ser mobilizada para prevenir condutas potencialmente disfuncionais por parte de acionistas minoritários. Isso inclui a adoção de mecanismos privados que antecipem conflitos de interesse e criem condições para sua resolução célere e proporcional. Marcelo von Adamek também enfatiza que a autonomia privada, respeitados os limites do tipo societário, permite o uso de uma série de instrumentos que operam no plano da governança e do equilíbrio deliberativo. Entre os exemplos destacados pelo autor, figuram os pactos de voto, as cláusulas de saída forçada, as opções cruzadas de compra e venda (put e call), os compromissos de mediação e arbitragem, e os acordos de restrição à circulação de ações. Tais dispositivos não apenas evitam o impasse decisório, mas também reforçam o vínculo entre permanência societária e cooperação institucional. Como pontua Adamek, apesar do princípio da tipicidade societária, “o campo residual de liberdade dos sócios, ainda assim, é bem mais amplo do que se costuma supor¹¹”.

Dentre essas técnicas, merece atenção especial, por exemplo, a opção multilateral de compra compulsória, desenhada para afastar sócios cuja atuação sistematicamente contrarie os interesses da sociedade. Trata-se de um mecanismo autorregulatório, pelo qual os acionistas se outorgam mutuamente a faculdade de aquisição forçada de ações, sob condição de descumprimento de obrigações ou de atuação conflitante com o pacto social. No contexto das SAFs, em que a coabitação entre grupos com racionalidades distintas é inerente ao modelo, tais soluções contratuais cumprem um papel estratégico: protegem a integridade institucional sem submeter o funcionamento da sociedade à paralisia provocada por dissensos minoritários reiterados.

11 (ADAMEK, 2010, p. 320).

Essa ambivalência exige do jurista atenção redobrada. Em que medida uma cláusula de proteção identitária pode se converter em instrumento de obstrução? Quando um direito de veto deixa de ser mecanismo de defesa institucional para se tornar meio de captura? E, de outro lado, como garantir que a titularidade do controle não seja convertida em licença para o desmonte simbólico, financeiro ou estratégico do clube?

A pertinência das indagações acima se reforça não apenas pela estrutura normativa já mencionada, mas pela constatação de que boa parte das operações de constituição dessas sociedades se deu em ambientes de extrema vulnerabilidade econômica. Não raro, a associação fundadora negociou em posição de absoluta assimetria de barganha, compelida por endividamentos históricos, colapsos administrativos e ausência de fontes estáveis de financiamento. A criação da SAF, nesses contextos, deixou de ser uma estratégia institucional para tornar-se uma imposição do cenário, em que a urgência por aporte financeiro imediato limitava a liberdade negocial e favorecia soluções de entrega integral do controle societário. O que aparenta ser, do ponto de vista formal, um desenho contratual paritário, oculta, na prática, uma dinâmica de desequilíbrio estrutural entre as partes envolvidas.

O exemplo mais ilustrativo dessa tensão é o da SAF do Vasco da Gama. Em 2022, o clube associativo transferiu 70% das ações da SAF recém-criada para a empresa 777 Partners, mantendo, no entanto, 30% do capital e poder de veto em matérias específicas. O contrato previa contrapartidas financeiras e obrigações de governança que, segundo a associação, não foram integralmente cumpridas pela investidora. Diante disso, a associação buscou e obteve, em decisão judicial liminar, a suspensão dos direitos societários da 777, alegando inadimplemento.

Neste sentido, a conduta adotada pela associação original, independentemente do mérito e/ou veracidade de suas afirmações, não pode ser aferida apenas pela titularidade formal de direitos ou pela aparente regularidade dos atos praticados. É necessário que se examine sua compatibilidade com o interesse social e com o dever de lealdade, dever este concebido por Marcelo von Adamek como um verdadeiro princípio estruturante da vida societária. Para o autor, esse dever é mais do que uma norma de conduta individual: trata-se de um critério objetivo de funcionalidade institucional, que “permite não só controlar as deliberações societárias, mas o exercício de todas as posições jurídicas subjetivas.”¹².

12 (ADAMEK, 2010, p. 149).

Sua função é garantir que o exercício de direitos societários - inclusive por minoritários - se mantenha dentro dos limites do fim comum, sem se converter em instrumento de obstrução ou oportunismo. Essa moldura permite avaliar o comportamento minoritário à luz do arranjo institucional das SAFs, onde o equilíbrio entre os diversos polos de poder societário exige um compromisso mínimo com a finalidade do pacto que os uniu. O dever societário de lealdade, poderia deter condições de substituir (se adotado), com vantagens, a disciplina clássica de conflito de interesses, na tarefa de controlar o comportamento dos sócios e sancionar os abusos por eles cometidos, não só no exercício do poder de voto, mas de todas as demais posições jurídicas.

Ainda sobre o exemplo gerado pelo Vasco da Gama, a situação provocou não apenas insegurança institucional, mas demonstrou como o desequilíbrio original da negociação impediu que as salvaguardas pactuadas fossem suficientes para sustentar o projeto da SAF em sua forma prevista. Nesse sentido, a doutrina societária alerta que o momento de constituição da estrutura de poder é determinante para a análise da legitimidade de suas consequências.

Comparato, ao comentar a cessão de ações votantes, ressalta que:

(...) a cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 49% dessas ações, não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa do objeto. Essa diferença de 2% não é apenas numérica, pois importa a alienação de outro bem econômico, diverso dos títulos acionários. No primeiro caso, aliena-se, com a maioria das ações votantes, o poder de decidir e comandar na sociedade, em última instância. Por isso mesmo, o preço unitário das ações cedidas, em tal caso, é muito diferente do que seria estipulado na segunda”.¹³

O caso vascaíno torna visível esse fenômeno: embora a associação tenha mantido uma participação minoritária, a cessão da maioria votante conferiu à 777 não apenas os votos, mas o poder institucional de definir os rumos da companhia. As cláusulas contratuais de salvaguarda - insuficientes diante do desequilíbrio estrutural da negociação - revelaram-se frágeis na primeira crise. E a disputa pelo comando da SAF passou a ser travada não apenas nos conselhos ou nas assembleias, mas no Judiciário, revelando a instabilidade institucional da estrutura.

O Botafogo seguiu lógica semelhante. Com dívida acumulada superior a R\$ 1 bilhão e instabilidade administrativa recorrente, o clube associativo vendeu 90% da SAF à Eagle Holding, do empresário John Textor. A operação envolveu promessas de investimento e

¹³ (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 231).

reorganização, mas também implicou a renúncia definitiva ao poder institucional da associação. Nesses casos, a ausência de alternativas viáveis fez com que os termos da negociação fossem ditados, em grande parte, pelo investidor - que assumiu não só a posição de controlador, mas também o desenho do projeto societário futuro.

Essas experiências não podem ser lidas apenas como negócios malconduzidos ou fruto de decisões mal pensadas. Elas são expressão de um problema estrutural do futebol brasileiro, em que a transição para o modelo empresarial ocorreu por necessidade e não por planejamento. A SAF foi, nesses casos, um remédio aplicado sob pressão, sem tempo para diagnóstico nem espaço para negociação real. A associação, frágil e desmobilizada, entregou o controle não por opção estratégica, mas por colapso organizacional.

A configuração descrita acima não é a realidade de todos os clubes brasileiros, porém. Independentemente de seu faturamento ou relevância esportiva (há clubes gigantes não só extremamente refratários ao modelo SAF, como também extremamente endividados; e clubes menores, bem estruturados e que visualizam os benefícios do modelo), a entrega de controle e/ou maioria acionária apresenta distinção de tratamento por parte dos principais *players* do futebol profissional brasileiro.

Nesse sentido, a postura adotada por clubes como o Flamengo frente à possibilidade de constituição de uma SAF é indicativa de uma racionalidade distinta daquela observada nos clubes que alienaram o controle de forma imediata. Embora ainda não tenha formalizado sua migração para o modelo SAF, o clube já sinalizou reiteradas vezes que, caso opte por esse caminho, não entregará o comando da companhia a investidores externos. O controle permaneceria com a associação, que conduziria a estrutura com base em critérios técnicos e compromisso institucional. A SAF, nesse cenário, serviria como plataforma jurídica para acesso a instrumentos de financiamento, incentivos fiscais e profissionalização da gestão, mas sem romper o elo entre associação e governança.

Essa abordagem se ancora, implicitamente, na noção de que o poder de controle, embora juridicamente disponível, carrega consigo uma função institucional que não pode ser delegada sem planejamento.

O São Paulo segue racionalidade semelhante, ainda que com menor grau de institucionalização. A prioridade declarada é manter a autonomia estratégica da associação, seja por meio de controle majoritário, seja por meio de cláusulas contratuais que assegurem o poder

de veto, a estabilidade do projeto esportivo e a defesa do patrimônio simbólico da entidade, com declarações que vão nesse mesmo sentido de percepção das constituições de SAFs de “primeira geração” como atos de desespero negocial. Ao afirmar que o clube não será a primeira nem a última das SAFs, o clube parece confiar numa estabilização do modelo, em muito patrocinada pela própria cautela que demonstra.

Nesse sentido, observa-se a partir do clube do Morumbi uma tentativa de responder à escassez de recursos (o patamar de dívidas do clube é próximo de muitos dos gigantes brasileiros que já se tornaram sociedades anônimas) de forma diversa. Ao contrário de outros clubes que já converteram suas atividades em SAF, o São Paulo optou por preservar a estrutura da associação civil, negociando uma cooperação voltada especificamente à formação de atletas. A negociação prevê a participação de investidor nos lucros futuros decorrentes da venda de jogadores revelados na base do clube, sem transferência de controle ou alienação de ativos permanentes.

Tal escolha representa uma forma alternativa de captação de investimentos, ainda no âmbito de “intromissões” da dinâmica das sociedades anônimas no futebol brasileiro, e revela preocupação com a manutenção do projeto institucional do clube. A despeito disso, a proposta não está imune a riscos negociais típicos de coabitação entre agentes com racionalidades distintas, como a possibilidade de interferência indevida ou desalinhamento estratégico. Ainda assim, o caso permite a reflexão sobre formatos contratuais mais flexíveis, em que o modelo da SAF pode coexistir com soluções híbridas e cautelares, desde que preservadas as bases do interesse institucional, identitário e comunitário da associação original.

Nos dois casos, é evidente que o desequilíbrio estrutural que marcou a constituição das SAFs em clubes endividados não se apresenta. A eventual entrada de investidores externos, caso ocorra, se dará sob outras bases - não pela imposição do colapso, mas pela oportunidade estratégica. Isso permite que o controle seja funcionalizado, moldado por cláusulas contratuais sólidas e por uma concepção de poder orientada à finalidade institucional da companhia.

É nesse contexto que o modelo do Fortaleza Esporte Clube se apresenta como um contraponto ainda mais intenso. Diferentemente dos clubes que alienaram o controle em meio à crise, o Fortaleza estruturou sua SAF de forma preventiva, mantendo 100% das ações sob a titularidade da associação. A operação, apelidada de “SAF Tabu”, não previu até o momento a

venda de nenhuma ação, e instituiu um conjunto robusto de barreiras contratuais e estatutárias para eventual alienação futura. Entre essas cláusulas estão:

1. necessidade de aprovação da maioria absoluta dos sócios para alienação de qualquer participação;
2. exigência de quórum qualificado e aprovação por ampla maioria para transferência de controle; e
3. restrições à diluição e à modificação das cláusulas de governança.

Além disso, o clube estuda mecanismos para permitir a participação de torcedores na SAF por meio de modelos de investimento simbólico e representativo. Essa combinação entre governança prévia, blindagem contratual e abertura simbólica à base social representa uma tentativa inovadora de conciliar eficiência e identidade, sem depender de capital externo controlador. O modelo cearense rompe, portanto, com a falsa dicotomia entre profissionalização e perda de comando. A experiência do Fortaleza demonstra que é possível acessar os instrumentos da SAF - inclusive os benefícios tributários e de captação previstos na Lei nº 14.193/21 - sem transferir o controle da companhia.

A construção desse modelo não depende de exceção normativa, mas de planejamento estratégico e maturidade institucional. Em um cenário de instabilidade generalizada, essa alternativa ganha ainda mais valor, pois demonstra que o associativismo pode conviver com a racionalidade empresarial, desde que não seja capturado por interesses momentâneos.

A associação, ao se manter no centro da estrutura de governança, assume a função fiduciária de zelar por esse fim - mas não o faz isoladamente: estabelece regras que limitam também seu próprio poder, evitando a transformação da SAF em instrumento de estagnação ou captura interna. É exatamente isso que o modelo adotado pelo Fortaleza parece realizar, razão pela qual os resultados das rodadas de negociação já em curso para venda de fração minoritária de suas ações é evento de grande interesse para a disciplina legal e doutrinária das SAFs no Brasil.

Essas experiências, por mais díspares que pareçam, revelam um denominador comum: a debilidade das garantias institucionais do sistema. Seja nos casos de alienação majoritária em meio ao colapso financeiro, seja nas tentativas de preservação de comando

associativo, o traço persistente é a ausência de um regime de enforcement robusto para assegurar que o poder - majoritário ou minoritário - seja exercido conforme sua finalidade institucional.

A esse respeito, a advertência de Comparato é incisiva: “cedemos aí, mais uma vez, à tradição jusnaturalista, de puras afirmações de princípio, sem o necessário complemento dos remédios jurídicos sancionatórios”¹⁴. O autor refere-se, nessa passagem, à consagração legal de deveres funcionais associados ao poder de controle, especialmente após a reforma introduzida pela Lei 6.404/76. O texto legal, ao incluir expressões como “bem público”, “função social da empresa” e “interesse da economia nacional”, parece acolher a ideia de que o controlador deve agir de forma leal, equilibrada e orientada ao interesse coletivo.

Contudo, como denuncia o autor, tais previsões normativas não vieram acompanhadas da devida designação do agente legitimado a agir em prol do bem público. Essa constatação ganha contornos ainda mais agudos no ambiente das SAFs. Aqui, como dito, o interesse público é expressamente reconhecido, tanto pelo objeto social legalmente delimitado (a prática do futebol profissional), quanto pelas externalidades positivas que clubes e sociedades esportivas geram para suas comunidades. Além disso, a própria Lei nº 14.193/21 introduz incentivos tributários, mecanismos de recuperação fiscal e dispositivos especiais de regulação - todos justificados pela função social ampliada da atividade esportiva. Mas, paradoxalmente, essa função não é acompanhada por formas de controle efetivo.

Diante desse quadro, uma questão ganha pertinência a estrutura recorrente de assimetria negocial nas SAFs é consequência direta da legislação vigente ou decorre de um déficit institucional mais amplo? A resposta, que começa a se delinear a partir da própria prática, é que a Lei das SAFs não impõe, tampouco estimula, a alienação de controle ou a formação de pactos desequilibrados. Pelo contrário: ao permitir a criação de SAFs integralmente controladas pela associação - como nos casos do Fortaleza e, em perspectiva futura, de Flamengo e São Paulo - a norma apresenta alternativas operacionalmente viáveis e institucionalmente robustas. O problema, então, não aparenta ser de comando normativo, mas de ausência de suporte.

Certo é que o efeito descrito é por vezes paradoxal: ainda que a lei permita a estruturação soberana das SAFs por meio do controle associativo ou por cláusulas de governança protetivas, as condições concretas em que ocorrem as operações levam quase

¹⁴ (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2014, p. 322)

sempre à entrega desproporcional do poder decisório ao capital externo, o que aponta para uma disfunção na aplicação, não na concepção, da norma. Faltam meios para coibir os desequilíbrios contratuais graves e, sobretudo, para incentivar a adoção das soluções mais equilibradas.

Essas ferramentas não eliminam o problema de fundo - a assimetria de barganha entre clubes e investidores -, mas podem ao menos criar barreiras contra o exercício puramente discricionário do controle. E, sobretudo, sinalizam que o controle não é um direito absoluto, mas um encargo funcional, vinculado à finalidade da sociedade e sujeito a escrutínio jurídico. Resta, portanto, o desafio de ocupar esse espaço com critérios, diretrizes e práticas que garantam à SAF seu verdadeiro sentido: o de um instrumento jurídico de reconstrução do futebol brasileiro - e não de sua nova forma de captura.

CAPÍTULO 2

NATUREZA DOS CONFLITOS DE INTERESSES NAS SAFS: DINÂMICAS DE DELIBERAÇÃO E CONSIDERAÇÕES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

I. CONFLITO FORMAL E CONFLITO MATERIAL

No capítulo anterior, investigou-se se o desenho normativo da Lei nº 14.193/2021 conteria vícios estruturais aptos a fomentar práticas abusivas por parte dos investidores que assumem o controle das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs). A conclusão ali sustentada foi a de que a Lei, em sua forma e estrutura, não contém incentivos normativos ao abuso de poder de controle ou de minoria. Pelo contrário: contém funcionalidades e permissões suficientes para que operadores competentes avancem a governança das instituições futebolísticas, seja pela ótica financeira, seja pela ótica da concentração de poderes.

No entanto, tal constatação não significa que as SAFs estejam blindadas contra configurações societárias que se estabeleçam com o manifesto - ainda que dissimulado - intuito de impor distorções decisórias. Em verdade, ao afastar a existência de causas normativas de desequilíbrio, a análise empreendida no capítulo anterior aponta para uma nova e ainda mais complexa camada da questão: se os conflitos de interesse não surgem como subproduto de uma lei cujo intuito fosse exatamente esse - como consideram ser o caso muitos de seus críticos -, surgem a partir de exatamente qual fator?

Este capítulo propõe-se a investigar como o direito societário brasileiro lida, doutrinária e jurisprudencialmente, com o desafio de preservar a integridade do processo decisório em situações em que os envolvidos possuem interesses potencialmente desviantes - e porque essa discussão, embora comum a todas as sociedades anônimas, adquire relevância especial no contexto das SAFs. Trata-se, portanto, de deslocar o foco da análise: do exercício abusivo do poder societário para a própria dinâmica da deliberação em ambiente conflituoso e sua taxonomia, com especial atenção à distinção entre conflito formal e conflito material.

É essencial pontuar que ambos os eixos de análise empregados - o de poder de controle/abuso de minoria e o de conflito formal/material - inserem-se no mesmo contexto da disciplina do conflito de interesses, e, portanto, derivam dos mesmos marcos teóricos. Porém,

enquanto o primeiro eixo considerado foi especialmente útil para mapear a natureza dos agentes envolvidos nas novas sociedades e quais ferramentas cada um destes grupos detém para agir - a favor ou contra o interesse da companhia, diga-se - no âmbito interno da coabitação societária, a utilidade deste novo eixo é distinta: se corretamente considerada, permitirá endereçar questões práticas conforme os acionistas deparem-se com os potenciais conflitos de interesse, inclusive a partir de recomendações - e, especialmente, de determinações - dos órgãos de controle.

Para tanto, é essencial estabelecer que a disciplina em torno do tema é objeto de vasta controvérsia doutrinária. A controvérsia emerge da própria leitura do §1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976 (Lei das S.A.), que proíbe o acionista de votar em certas hipóteses - como na aprovação de suas contas enquanto administrador, em operações que lhe beneficiem de modo particular ou em deliberações nas quais tenha interesse conflitante com o da companhia. A dúvida é: em quais casos o impedimento é automático, por presunção objetiva, e em quais depende de prova do desvio?

Para adentrar a controvérsia, são três correntes teóricas que disputam o espaço normativo da interpretação do conflito societário de forma mais célebre. A primeira corrente, denominada formalista, é representada de forma expoente por Modesto Carvalhosa, doutrinador para quem todas as hipóteses descritas no art. 115, §1º da LSA - inclusive a de interesse conflitante - implicam vedação automática ao voto. Segundo esse entendimento, o simples fato de estar o acionista posicionado de modo a obter vantagem particular é suficiente para invalidar seu voto:

A configuração do interesse conflitante, além das duas hipóteses tipificadas na lei, torna-se uma questão que a priori somente pode ser deslindada através do critério formal. Impossível encarar a questão casuisticamente. Tão-só se pode configurar, na espécie, o conflito de interesses no sentido amplo ou geral e no pressuposto da própria licitude do negócio jurídico. Dessa forma, o contraste de interesses das partes, que existe em todo o contrato bilateral ou unilateral, é a razão formal para a suspensão do exercício do voto pelo acionista précontratante ou contratante com a sociedade. Daí não poder o sócio – que é ou será parte contratual – formar a vontade da outra parte, que é ou será a companhia. Portanto, quando a lei fala em ‘deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular’, não pressupõe que o acionista estará contratando com a companhia contra o interesse social ou obtendo benefício patrimonial desmesurado para si. E muito menos, quando ela fala em ‘deliberação em que tiver interesse conflitante com o da companhia’, quer a

lei pressupor o ilícito. O conflito de interesses das partes – no caso, entre o acionista e a companhia – é da própria natureza do negócio jurídico. Esse conflito não é apenas lícito, mas necessário ao estabelecimento das relações contratuais. A formação da vontade, no entanto, não admite confusão das pessoas que serão partes no contrato. Mesmo quando existam benefícios equitativos para ambas as partes, que é aquilo que se deve pressupor, haverá sempre conflito e não convergência de interesses.¹⁵

De acordo com essa linha de raciocínio, a análise sobre o direito de voto deve recair objetivamente sobre a posição institucional do votante - como administrador ou parte contratante - e não sobre conjecturas acerca da intenção ou do conteúdo da deliberação. Essa corrente encontra eco na doutrina e jurisprudência alemã, conforme sistematizado por autores brasileiros:

“Nas hipóteses de proibição de voto, a lei alemã, com base em precisas circunstâncias formais, estabelece um controle *ex ante* de legitimidade do voto; violada a proibição, decorre a *consequentia juris* da nulidade do voto e da anulabilidade da deliberação, se o voto for decisivo para a formação da maioria. Já no que tange ao conflito de interesses, há um controle *ex post*: torna-se necessária uma indagação relativamente ao mérito da deliberação, para a qual foi decisivo o voto do acionista, a fim de apurar se efetivamente ocorreu a incompatibilidade entre os seus interesses e o interesse da companhia (cabe apurar se houve abuso no exercício do direito de voto)”¹⁶

Essa abordagem valoriza a segurança jurídica e a previsibilidade das decisões, permitindo que os dirigentes dos órgãos colegiados possam determinar, desde logo, se determinado voto será computado. Além disso, funciona como mecanismo preventivo de governança: ao exigir a abstenção automática de quem esteja em situação de conflito estrutural, impede-se que se consume o vício e que se desestabilize a confiança dos demais acionistas ou stakeholders.

Na direção oposta encontra-se a corrente materialista, cujo expoente ressaltado é Erasmo Valladão França. Para essa vertente, o conflito de interesses só adquire relevância jurídica quando há efetiva demonstração de que o voto foi contrário ao interesse social da companhia. Essa linha de interpretação é nitidamente inspirada pela lógica do direito contratual

¹⁵ Comentários à lei de sociedades anônimas. 4ª edição, 2ª tiragem. São Paulo: Saraiva, 2009, vol. 2, pg. 467.

¹⁶ (Conflito de interesses nas assembleias de S.A. São Paulo: Malheiros, 1993, pgs. 77/78).

e pelo princípio da liberdade do acionista de participar das decisões sociais - liberdade essa que só pode ser limitada quando houver prova concreta de abuso. Em suas palavras:

“Ao fazer referência a ‘interesse conflitante com o da companhia’, no § 1º do art. 115, a lei não está se reportando a um conflito meramente formal, mas sim a um conflito substancial, que só pode ser verificado mediante o exame do conteúdo da deliberação. Tal como na Itália, pois, a lei, nessa hipótese, proíbe, cautelarmente, o acionista de votar. Se o acionista vota, deve-se verificar então, o modo como votou: se, efetivamente, sacrificou o interesse da companhia ao seu interesse pessoal, com prejuízo, potencial ou atual, à companhia ou aos outros acionistas, seu voto será nulo, bem como anulável a deliberação tomada, se o voto foi decisivo para a formação da maioria.”¹⁷

A dialética entre essas duas posições diametrais não esgota a totalidade das correntes doutrinárias, e isso fica evidente na proposta teórica intermediária apresentada por Calixto Salomão Filho, que propõe um critério funcional de risco. O autor defende que a distinção entre conflito formal e material deve ser substituída por outra: entre situações em que há forte risco de comportamento desviado e aquelas em que tal risco não está presente. Afirmar:

“A tradicional classificação entre hipóteses de conflito de interesses formal e material deve então ser revisitada. Não para ser negada, mas sim para ser transformada em diferença entre situações em que se verifica forte perigo de comportamento incorreto e situações em que isso não ocorre. A diferença não é apenas semântica. Implica deslocar a questão da análise e comparação do ato e sua relação com o interesse social para a verificação da situação e dos deveres mínimos de cuidado de administradores e controladores. Retorna-se [...], portanto, aos deveres de cuidado e fiduciários não como disciplina substitutiva do conflito de interesse, mas como critério para sua apuração.”¹⁸

Esse deslocamento teórico permite compreender o conflito de interesses não apenas como uma exceção ao direito de voto, mas como um problema de governança sistêmica, cuja solução exige leitura institucional. A análise jurídica passa a depender da plausibilidade de se esperar lealdade do votante, e não apenas de sua posição ou dos efeitos materiais de sua conduta.

O ponto focal dessa sistematização doutrinária não se resume apenas na tipologia das correntes, mas nas consequências jurídicas que derivam da qualificação de um conflito como formal ou material. Em termos estritos, o reconhecimento da natureza formal do conflito

¹⁷ Comentários à lei de sociedades anônimas. 4ª edição, 2ª tiragem. São Paulo: Saraiva, 2009, vol. 2, pg. 97

¹⁸ O novo direito societário. 3ª edição. São Paulo: Malheiros, 2006.

implica a nulidade imediata do voto, sem necessidade de demonstração de lesividade concreta. Já a identificação de um conflito como material exige o exame de mérito da deliberação e a prova do prejuízo causado, como condição para eventual anulação da decisão.

Essa distinção repercute de maneira determinante sobre o funcionamento das assembleias e órgãos colegiados. Se o conflito for entendido como formal, o voto não pode sequer ser proferido - ou, se proferido, será juridicamente irrelevante. Já se o conflito for apreciado material, o voto é válido até que seja demonstrado o abuso. A dificuldade prática reside justamente no fato de que a lei brasileira, ao enunciar as hipóteses do art. 115, §1º da LSA, não fornece critérios claros para diferenciar os dois casos. Essa ambiguidade normativo-operacional foi capturada por diversos autores, que acentuam o caráter estrutural do impasse.

Essa visão afirma o valor estrutural da separação de posições institucionais, ainda que não haja má-fé ou benefício desproporcional. A simples coincidência de papéis - como o do acionista que é parte em contrato com a companhia, ou do administrador julgando suas próprias contas - comprometeria a imparcialidade do processo deliberativo, sendo suficiente para invalidar o voto.

Em outras palavras, a consequência jurídica depende da qualificação do conflito. O voto proferido por acionista impedido por um conflito formal será nulo de pleno direito. Já o voto proferido em situação de conflito material somente poderá ser invalidado se houver comprovação de que a deliberação atentou contra o interesse social. Essa diferença gera, na prática, caminhos processuais distintos: em um caso, o vício é objetivo e independe de demonstração de dano; no outro, exige prova de desvio de finalidade.

Nesse ponto, a introdução das SAFs no cenário corporativo brasileiro adiciona uma camada de complexidade ao problema. Isso porque o conflito de interesses nas SAFs não se limita a disputas entre acionistas majoritários e minoritários, ou entre administradores e a companhia - como tradicionalmente se dá nas S.A.s. Como já abordado, o conflito pode emergir também da natureza híbrida dos entes que compõem essas sociedades, frequentemente formadas por um clube associativo, historicamente vinculado a funções culturais e comunitárias, e, frequentemente, com um investidor privado, cuja racionalidade é primariamente econômica e mercadológica.

Nesse tipo de arranjo, a configuração do conflito não se restringe à lógica contratual de interesses contrapostos, mas assume traços institucionais e simbólicos. O clube, mesmo

quando detém posição minoritária no capital, conserva o monopólio da legitimidade simbólica perante torcedores, federações e mídia. Já o investidor, embora detentor do controle formal, depende da continuidade dessa legitimidade para extrair valor do negócio. A tensão deliberativa, portanto, não é apenas de natureza societária, mas sim de racionalidades sobrepostas: interesse econômico versus interesse identitário.

Toda essa arquitetura doutrinária citada fornece o pano de fundo necessário para entender o desafio enfrentado pelas SAFs: como reconhecer, qualificar e disciplinar os conflitos de interesse em estruturas societárias marcadas por assimetrias institucionais, concentração de poder decisório e pluralidade de expectativas quanto ao papel social da companhia? O problema torna-se ainda mais agudo quando se considera que, no universo das SAFs, muitos dos conflitos não envolvem apenas acionistas e companhia, mas também clubes, torcedores, federações, patrocinadores e até mesmo entidades públicas - todos atores com graus variados de interesse, mas com potencial de interferência no processo decisório.

É nesse contexto que a distinção entre conflito formal e conflito material deve ser revisitada. O conflito formal, como hipótese objetiva de impedimento - ou seja, quando a abstenção decorre diretamente da posição institucional ocupada pelo agente - torna-se especialmente relevante nas SAFs como mecanismo preventivo de captura. Já o conflito material, cuja análise exige a demonstração de intenção dolosa ou prejuízo efetivo, mostra-se insuficiente para proteger o processo decisório de forma eficaz, sobretudo em contextos de governança frágil ou fortemente concentrada.

II. PARECER DE ORIENTAÇÃO Nº 41

Importa esclarecer, desde já, que a afirmação da primazia do critério formal, tal como articulada nos parágrafos anteriores, não corresponde a uma escolha isolada ou pessoal. Ela decorre, ao contrário, da leitura sistemática do próprio arcabouço normativo vigente: isto porque tanto a Lei nº 14.193/2021 quanto o Parecer de Orientação nº 41 da CVM consagram, de modo inequívoco, a lógica de impedimento objetivo como critério estruturante da deliberação legítima no âmbito das SAFs.

Isto porque a vedação não depende da constatação posterior de lesividade, mas do reconhecimento prévio de um risco institucional - risco este que a própria CVM qualifica como suficiente para invalidar o voto, independentemente de má-fé ou prejuízo efetivo. Trata-se,

portanto, de um movimento normativo deliberado e coerente, que visa resguardar a integridade dos espaços decisórios diante das vulnerabilidades típicas das sociedades futebolísticas.

Por esta razão, na sequência deste capítulo será analisado justamente o referido o Parecer de Orientação nº 41 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), documento que consolida e aprofunda os entendimentos da autarquia sobre o tema. A análise abordará os fundamentos jurídicos do parecer, sua articulação com as correntes doutrinárias aqui descritas e sua pertinência - ou insuficiência - diante dos desafios institucionais das SAFs. Mais do que uma manifestação pontual da CVM, o Parecer será tratado aqui como o centro gravitacional da tentativa regulatória brasileira de transformar o futebol em um mercado funcional - previsível, transparente e institucionalmente seguro - sem o qual qualquer disciplina do conflito se revelaria inócua.

Nesse cenário, o Parecer não pode ser compreendido apenas como uma manifestação administrativa pontual. Ele deve ser interpretado como a tentativa mais orgânica e estrutural do Estado brasileiro de consolidar um mercado regulado de futebol, baseado em padrões mínimos de governança e financiamento institucionalizado. Essa leitura do Parecer como um marco normativo mais amplo justifica-se não apenas por seu conteúdo técnico, mas pela ambição institucional que o permeia: o documento não apenas interpreta a Lei da SAF à luz da LSA e da regulação de mercado de capitais, como propõe diretrizes que tensionam a fronteira entre o voluntarismo contratual e a racionalidade regulatória.

A inserção deste Parecer neste capítulo se justifica não apenas por sua importância normativa, mas por seu caráter estratégico: ele representa o elo mais direto entre os dois principais vetores temáticos da Lei da SAF até aqui analisados - a disciplina do conflito de interesses e a organização do mercado de capitais como resposta à dependência histórica de investidores controladores. O documento, portanto, funciona como ponto de condensação entre o problema da governança deliberativa e o problema da sustentabilidade financeira, sinalizando ao mercado que a estabilidade societária e a viabilidade econômica não são esferas desconectadas, mas dimensões interdependentes de uma mesma arquitetura institucional.

Isto porque, como apontado, o conflito de interesses nas SAFs é amplificado pelas assimetrias de poder estrutural e pela fragilidade institucional da maioria dos clubes fundadores. A ausência de práticas consistentes de prestação de contas, a concentração decisória e a cultura organizacional informal potencializam o risco de deliberações viciadas, capturas privadas e

distorções no fluxo decisório. Neste sentido, o Parecer 41, ao articular critérios objetivos de abstenção em assembleia e, ao mesmo tempo, estimular uma multiplicidade de instrumentos de financiamento, configura-se hoje como o centro de gravidade regulatória de uma ordem jurídico-econômica ainda em formatação.

Antes de mergulhar nos pormenores de cada um destes dois aspectos do Parecer, é oportuno ressaltar que a própria escolha da Comissão de Valores Mobiliários por emitir um parecer específico sobre o setor do futebol é, por si só, reveladora. Desde sua criação em 1976, a autarquia havia divulgado quarenta pareceres de orientação. Destes, nenhum deles se voltava a um setor econômico específico ou a um mercado ainda em formação. O Parecer CVM nº 41, portanto, não apenas trata de uma nova figura jurídica, como escolhe um setor tradicionalmente alheio ao alcance do direito público da empresa e das estruturas típicas de financiamento - o futebol profissional - para inaugurar uma linha de orientação setorial.

Rodrigo Monteiro de Castro, um dos autores da Lei da SAF e um dos analistas mais atentos a seus desdobramentos, observa com acerto que o Parecer CVM 41 inaugura uma nova forma de atuação da CVM - setorial, propositiva e sensível à criação de marcos regulatórios para setores tradicionalmente extralegais. Em suas palavras:

“O Parecer 41 sinaliza a entrada do futebol brasileiro no domínio do mercado regulado, com exigências compatíveis com a lógica da transparência, do acesso isonômico à informação e da governança institucional. A CVM deixa de ser apenas uma fiscalizadora para assumir o papel de indutora de práticas jurídicas e econômicas racionais.”¹⁹

Nesse contexto, o futebol deixa de ser interpretado como fenômeno social autônomo ou como território de exceção política, passando a ser enquadrado como ambiente passível de coordenação institucional, transparência informacional e disciplina jurídica. A emissão do Parecer 41, por isso, não representa apenas uma análise normativa, mas uma tomada de posição política do regulador: reconhecer o futebol como mercado e, como tal, submetê-lo aos padrões de racionalidade jurídica que regem o mercado de capitais.

19 (CASTRO, Rodrigo Monteiro de. O futebol, a CVM e o Parecer de Orientação CVM nº 41, Migalhas, 2023, Parte IV). Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/meio-de-campo/394690/o-futebol-a-cvm-e-o-parecer-de-orientacao-cvm-n-41-parte-4-final>

Essa virada institucional é ainda mais relevante quando se leva em conta a trajetória recente da jurisprudência da própria CVM. Até meados da década de 2010, prevalecia, nas decisões do colegiado, a leitura formalista do conflito de interesses: bastava a posição objetiva do acionista na operação para configurar o impedimento do voto, independentemente da prova de prejuízo ou de desvio de finalidade. O marco paradigmático dessa orientação foi o caso Eletrobras, julgado em 2015. No acórdão, a CVM reconheceu que a mera posição de parte em operação com a companhia já bastaria para afastar o direito de voto, mesmo sem demonstração de benefício concreto.

No entanto, a partir de 2020, a CVM iniciou uma inflexão interpretativa em direção ao materialismo, culminando no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 19957.003175/2020–50, em 2022. Neste caso, o colegiado passou a exigir que a configuração do conflito levasse em conta o mérito da deliberação, a boa-fé do acionista e a avaliação contextual do voto - assumindo, portanto, uma postura que pressupõe análise substancial e não apenas formal do conflito. A orientação foi recebida com entusiasmo por parte do mercado, que passou a interpretar a mudança como sinal de maturidade institucional. Ainda assim, o movimento não foi isento de críticas, sobretudo por gerar incerteza quanto aos limites objetivos da abstenção.

Esse cenário reforça a singularidade do Parecer CVM 41. Emitido após a consolidação dessa inflexão materialista da jurisprudência, o parecer retoma, com veemência, os fundamentos do conflito formal como parâmetro obrigatório para as SAFs.

Ao interpretar o art. 115, §1º da Lei das Sociedades por Ações como norma de aplicação automática em caso de posição institucionalmente conflitante, o parecer recoloca a disciplina do conflito como mecanismo preventivo, orientado pela lógica ex ante. O conflito não precisa se consumir para ser evitado - basta que a estrutura de interesses do acionista comprometa sua imparcialidade deliberativa. Ao reforçar a objetividade da vedação, a CVM sinaliza que, ao menos para fins de mercado de capitais, a segurança institucional da deliberação societária se sobrepõe à liberdade decisória individual do acionista.

Trata-se de reconhecer que o futebol brasileiro ainda opera em um cenário de institucionalidade frágil, em que a assimetria informacional, a cultura da informalidade e a resistência à governança dificultam a aplicação de filtros substanciais. O Parecer 41, nesse contexto, funciona como uma âncora regulatória: confere previsibilidade à aplicação da

disciplina de conflito e sinaliza ao mercado que, ao menos no campo da deliberação societária, haverá critérios objetivos de legitimidade e de responsabilização.

Não é por outro motivo que o parecer dedica parte considerável de sua fundamentação à reafirmação da aplicação da LSA às SAFs - ainda que com as adaptações trazidas pela Lei nº 14.193/2021. O reconhecimento da SAF como um subtipo societário, sujeito às regras gerais da S.A., legitima a importação de conceitos como o conflito formal e os deveres fiduciários típicos do direito societário. Esse reconhecimento normativo da CVM também serve de base para a imposição de salvaguardas de governança: voto afirmativo da Classe A em matérias estruturais, exigência de auditoria externa, obrigações informacionais contínuas, vedação à recompra de debêntures vinculadas a receitas futuras, entre outros.

Essa ênfase na rigidez da estrutura deliberativa encontra paralelo - e complemento - na flexibilidade do modelo de financiamento projetado pelo parecer. Ao mesmo tempo em que restringe as possibilidades de manipulação deliberativa por acionistas em posição de conflito, a CVM abre o leque de instrumentos financeiros à disposição das SAFs. Essa expansão do cardápio financeiro, ainda que não exaustiva, representa um avanço normativo relevante, pois permite que clubes possam estruturar modelos de capitalização diversos, sem depender exclusivamente da figura do “comprador do clube”.

Conforme sistematizado no próprio parecer, a SAF pode emitir ações ordinárias e preferenciais, debêntures convencionais e debêntures-fut, além de adotar estruturas de securitização, financiamento coletivo e fundos de investimento (FIP, FII, FIDC, FIA). Essa pluralidade de caminhos tem função institucional: sinalizar ao mercado que a estrutura da SAF permite adaptação e personalização, desde que sob a lógica de transparência, publicidade e governança. Como observa Rodrigo Monteiro:

“A grande inovação do Parecer 41 é mostrar que a capitalização das SAFs não depende, necessariamente, da transferência de controle a um investidor bilionário. A estruturação jurídica é capaz de atrair diferentes tipos de capital, desde que o modelo seja transparente, auditável e aderente aos padrões de mercado.”²⁰

²⁰ CASTRO, Rodrigo Monteiro de. O futebol, a CVM e o Parecer de Orientação CVM nº 41, Migalhas, 2023, Parte IV). Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/meio-de-campo/394690/o-futebol-a-cvm-e-o-parecer-de-orientacao-cvm-n-41-parte-4-final>

Esse esforço de sistematização regulatória é acompanhado de salvaguardas institucionais relevantes, e, como trazido pela citação acima, parece sinalizar o início da trilha normativa e institucional necessária para a popularização de ferramentas capazes de satisfazer o ambiente de assimetrias negociais criticado no capítulo anterior. Se bem fundado, este ambiente pode fazer com que as SAFs sejam mais conhecidas pelas suas previsibilidades e sustentabilidade do que pelo capital aportado por um investidor-controlador.

O parecer impõe, por exemplo, regras sobre publicidade e linguagem utilizada em ofertas públicas, com ênfase na proteção do torcedor-investidor, cuja relação com o clube é marcada por laços afetivos e identidade emocional - e não por racionalidade financeira. Trata-se aqui de reconhecer o risco de desequilíbrio informacional intrínseco ao setor, exigindo uma regulação não apenas do conteúdo das ofertas, mas também de sua forma e de suas expectativas implícitas.

A função organizadora do parecer também se revela ao legitimar a emissão de valores mobiliários em modelos que ultrapassam a lógica do endividamento tradicional. O reconhecimento da possibilidade de fundos de investimento em futebol, por exemplo, permite que investidores não apenas aportem capital, mas participem dos resultados esportivos e patrimoniais da SAF, vinculando seu retorno ao desempenho em campo, ao crescimento da base de torcedores, à valorização de ativos como centro de treinamento e jogadores em formação. Esses instrumentos representam uma abertura para modelos híbridos de retorno, nos quais o investidor assume não apenas o risco econômico, mas também o risco institucional de se associar à trajetória esportiva de um clube com identidade própria.

Essa leitura convida a repensar a eficácia das soluções atualmente disponíveis. O parecer, ao mesmo tempo em que reconhece a necessidade de rigidez deliberativa, supõe um nível mínimo de estrutura técnica e organizacional que muitas SAFs simplesmente não possuem. O risco, aqui, é o da criação de um sistema duplamente excludente: que restringe a tomada de decisões a partir da lógica do conflito formal - o que é desejável - mas que não oferece caminhos institucionais realistas para a sustentabilidade financeira dessas sociedades - o que é problemático. Isso pode redundar em uma governança travada, em que os instrumentos de controle são fortes, mas os de capitalização permanecem inertes.

Nesse cenário, destaca-se a importância de compreender o Parecer CVM nº 41 como um documento que opera simultaneamente em duas camadas: (i) como normatização de

condutas deliberativas; e (ii) como sinalização de credibilidade para agentes externos. Em relação à primeira camada, o parecer deixa claro que a deliberação em conflito compromete a validade do voto independentemente de dano efetivo. Em relação à segunda, o documento oferece aos investidores institucionais - fundos, debenturistas, plataformas de equity crowdfunding - um indicativo de que a SAF que segue tais parâmetros estará comprometida com padrões de integridade superiores à média histórica do futebol brasileiro.

Nesse contexto, o parecer atua como um operador de convergência entre vetores regulatórios dispersos: direitos estatutários de veto, proibição de recompra de debêntures-fut, exigência de auditoria externa, controle de partes relacionadas e transparência em ofertas públicas são, todos, aspectos de um mesmo programa normativo. O texto não os apresenta como imposições isoladas, mas como expressões funcionais de um modelo institucional em que o capital deve subordinar-se à governança, e não o contrário.

Essa coexistência entre rigidez deliberativa e flexibilidade financeira constitui, como se viu, o núcleo institucional do modelo de SAF delineado tanto pela Lei nº 14.193/2021 quanto pelo parecer regulatório que a interpreta. A afirmação pode parecer intuitiva, mas sua relevância é demonstrada pela realidade de diversos dos casos narrados anteriormente. Se, no âmbito do Parecer, vêm sendo destacados os méritos de uma orientação que trate de rigidez deliberativa e pluralidade de financiamento, tornam-se ainda mais destoantes em relação ao seu espírito muitas das constituições de SAFs ocorridas recentemente, marcadas pelo exato oposto: flexibilidade deliberativa e rigidez financeira.

O modelo projetado pelo parecer pressupõe que o investidor institucional - pessoa física ou fundo - tenha segurança quanto à previsibilidade das deliberações e quanto à liquidez e governança do instrumento financeiro que subscreve. Em termos práticos, isso significa que a SAF que deseje acessar o mercado de capitais deve estruturar sua governança de forma robusta, com mecanismos de abstenção formal, comitês de integridade, cláusulas de tag along e, sobretudo, com controles que impeçam a captura deliberativa por grupos específicos. Do contrário, o capital institucional se retrairá, e restará apenas o modelo da compra direta por bilionários, com seus já conhecidos efeitos colaterais.

A articulação entre governança e financiamento, tal como projetada pelo parecer, estabelece um modelo em que quanto maior a previsibilidade e o controle de conflitos, maior a atratividade da SAF para o capital institucionalizado. É essa lógica de interdependência - e não

de separação - que permite superar o modelo histórico da “venda de clube” e substituí-lo por uma estrutura societária em que o investidor participa com limites, obrigações e transparência. O investidor continua sendo uma figura relevante no ecossistema, mas não mais o pilar exclusivo da sobrevivência do clube - como ocorria nos modelos pré-SAF.

Ao interpretar o art. 2º, §3º da Lei da SAF como autorização para a modelagem contratual de cláusulas de governança, a CVM legitima uma engenharia estatutária sofisticada. Supervotos da Classe A, quóruns qualificados para transações estratégicas, proibição de voto em situações de autodealing e comitês independentes de auditoria e integridade são mecanismos que, se implementados com respaldo técnico, aproximam a SAF dos padrões de governança exigidos no mercado de capitais internacional. O parecer não exige sua adoção, mas sua chancela regula informalmente o que se espera de uma SAF institucionalizada.

A leitura técnica do Parecer CVM nº 41 revela que sua função excede a mera disciplina do voto conflitado. O documento não apenas reafirma a lógica do conflito formal, em um ambiente onde a jurisprudência como um todo parecia caminhar para uma inflexão em direção à ótica materialista, como também articula essa escolha a um segundo eixo estrutural: justamente a organização normativa de múltiplos caminhos de captação de recursos pelas SAFs. Esse paralelismo articulado pelo Parecer 41 não é acidental. Ao contrário, traduz a compreensão de que a estabilidade societária e a atratividade para o capital são interdependentes.

A vedação objetiva ao voto conflitado garante a previsibilidade das deliberações enquanto a pluralidade de instrumentos financeiros garante que essa previsibilidade possa ser convertida em confiança por parte do investidor. O parecer atua, assim, como uma espécie de ponte regulatória entre o dever de governança e a expectativa de capitalização: não há governança sem recursos, e não há recursos sem segurança institucional.

Apesar dos avanços normativos e da sofisticação técnica do Parecer CVM nº 41, a análise de sua eficácia concreta exige o reconhecimento de que ele opera em um ambiente institucional caracterizado por assimetrias persistentes. A distância entre o modelo ideal projetado pelo parecer e a realidade prática da maior parte das SAFs revela-se um dos pontos centrais para se compreender os limites da regulação atual. Esse descompasso não implica negar os méritos do documento, mas exige que ele seja lido em sua função histórica: como uma tentativa de estabilização de expectativas em um mercado emergente, e não como uma solução normativa autossuficiente.

A crítica é especialmente pertinente porque incide sobre um elemento estrutural do modelo: a relação entre a capacidade institucional da sociedade e a sua legitimidade para acessar os instrumentos oferecidos pelo ordenamento. A função do Parecer 41, nesse ponto, não se realiza apenas pela via normativa - sua efetividade depende da existência de práticas sociais, arranjos contábeis, cultura organizacional e órgãos de fiscalização que sustentem, na prática, os padrões que ele consagra. Sem isso, o documento corre o risco de tornar-se um conjunto de orientações inatingíveis para as SAFs mais frágeis, criando um descompasso entre a letra da regulação e a prática de mercado.

Esse cenário reativa uma dinâmica paradoxal. Ao mesmo tempo em que a regulação se torna mais exigente em termos de governança, compliance e transparência - o que, em tese, eleva o padrão institucional - ela também restringe o número de atores capazes de cumpri-la.

Tal constatação coloca em xeque a pretensão de que o Parecer 41, isoladamente, seja capaz de induzir uma transformação estrutural do ecossistema do futebol. Sua aplicação efetiva exigiria, no mínimo, um programa coordenado de institucionalização das SAFs, com incentivos à auditoria técnica, padronização contábil e supervisão regulatória contínua - medidas que excedem a competência formal da CVM e exigiriam a atuação articulada de outros entes, como o Ministério do Esporte, a Receita Federal, a Comissão de Esporte do Congresso Nacional e até mesmo entidades como a CBF.

Essa leitura também problematiza a ênfase exclusiva no investidor como sujeito capaz de estruturar a SAF. Em muitos casos, a estruturação da companhia permanece nas mãos do próprio clube-fundador, que, embora mantenha forte apelo simbólico e legitimidade social, não dispõe dos recursos técnicos e financeiros necessários para implementar práticas compatíveis com o que a CVM espera de uma sociedade anônima com acesso ao mercado. O risco aqui é a continuidade única das operações de SAFs fechadas (como são a maioria das hoje existentes), fora do alcance das boas práticas de ofertas públicas regidas pela CVM e o Parecer, e consequentemente, fora do alcance de suas externalidades positivas.

A resposta institucional a esse problema deve ir além da regulação pontual. Mostra-se necessário articular o conteúdo técnico do Parecer 41 a uma política pública mais ampla de estruturação do futebol brasileiro como mercado regulado. Isso inclui: (i) incentivos fiscais para SAFs que adotem padrões de governança superiores, como as abertas passíveis de controle mobiliário; (ii) fundos de garantia para investidores de menor porte; (iii) convênios entre CVM

e CBF para fiscalização cruzada; (iv) estímulo à formação de conselhos independentes nas SAFs; e (v) mecanismos de apoio técnico às associações que optarem pela transição. Sem esse suporte estrutural, o modelo permanecerá acessível apenas a uma elite de clubes com capital político, jurídico e financeiro - perpetuando as desigualdades históricas do setor.

Nesse sentido, a efetividade do Parecer CVM nº 41 dependerá menos de sua redação e mais da capacidade do Estado e do futebol brasileiro de integrá-lo a uma estratégia institucional ampla. O documento é juridicamente sólido, tecnicamente preciso e normativamente coerente. Mas seu impacto regulatório será medido pela extensão em que suas diretrizes forem absorvidas pelo tecido societário das SAFs. Isso exige tempo, vontade política e colaboração interinstitucional.

Consolidada essa perspectiva crítica, é possível afirmar que o Parecer 41 representa, ao mesmo tempo, uma vitória regulatória e um teste institucional. Sua maior virtude está em oferecer um modelo de como o futebol brasileiro pode se reconciliar com o mercado de capitais sem perder sua identidade, sem sacrificar sua governança e sem depender exclusivamente de soluções externas.

CAPÍTULO III

GARGALOS ESTRUTURAIS DOS CONFLITOS DE INTERESSES NO MERCADO DO FUTEBOL

I. MULTICLUB OWNERSHIP: CONCEITUAÇÃO E ÓTICA CONCORRENCIAL

Ao concluir o capítulo anterior - cuja ênfase recaiu sobre o exame do conflito de interesses formal e material - concluiu-se o exame de diferentes categorias do direito societário aplicadas às diferentes classificações de conflito de interesses no interior das sociedades anônimas de futebol. Este exame foi centrado na indagação quanto à presença ou ausência de mecanismos normativos na Lei das SAFs que incentivem as assimetrias negociais observadas nas operações envolvendo clubes e investidores, e permitiu inferir não só a ausência destes incentivos, como a presença de caminhos institucionais à disposição das associações para buscar estruturações de sociedades anônimas de futebol sadias, transparentes e no melhor interesse comunitário-esportivo.

Não só: mesmo que se admita que a presença destes caminhos é hoje insuficiente para coibir estruturações assimétricas e deletérias, dada a ausência de ordenamento jurídico robusto, foi analisado de forma minuciosa o Parecer nº 41 da CVM, entidade que reconheceu a pertinência de um raro Parecer setorial para este mercado, o que confere otimismo para a mitigação dos riscos envolvidos nestas operações.

Feitas estas ponderações, porém, diversas características particulares do mercado de futebol autorizam e inclusive recomendam a necessidade de transpor os limites da companhia na disciplina de conflitos de interesses. Isto é: avançar também para a análise de conflitos aqui chamados de sistêmicos, ou seja, entre diferentes companhias, entes regulatórios, classes de stakeholders e legislações distintas.

Tal perspectiva encontra respaldo na teoria dos stakeholders, segundo a qual grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelas ações da organização²¹ merece consideração na análise e formulação das estratégias empresariais. O que emerge, portanto, é que o conflito de interesses no futebol brasileiro contemporâneo transcende as fronteiras da companhia e se apresenta como

²¹ (Freeman, R. Edward, and John McVea. "A stakeholder approach to strategic management." *The Blackwell handbook of strategic management* (2005): 183-201.

um fenômeno de governança coletiva e institucional, onde a legitimidade, a accountability e o equilíbrio entre interesses divergentes são testados a todo momento.

Dito isto, se os capítulos anteriores ressaltaram a crescente maturidade normativa e jurisprudencial do ordenamento jurídico para mitigar e arbitrar os conflitos de interesse, este capítulo trata de conflitos sistêmicos, entre atores diversos, campo em que a maturidade regulatória aparenta ser muito mais incipiente.

Isto não significa dizer, porém, que o fenômeno dos conflitos sistêmicos é estranho à dogmática jurídica. Ao contrário: o direito concorrencial, por exemplo, construiu sua razão de ser precisamente na contenção de abusos de poder econômico capazes de deformar o ambiente de competição de sistemas econômicos complexos, o que demonstra como os reflexos coletivos, amplos e sistêmicos da atuação de uma companhia pode - e deve - ser disciplinada.

Decorre justamente do tratamento a estes conflitos sistêmicos, inclusive, a centralidade de órgãos regulatórios como o CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica operando, portanto, na sobreposição dos sistemas jurídico e econômico. Neste sentido, a aplicabilidade e pertinência do Direito da Concorrência à discussão da Lei das SAFs e do mercado futebolístico como um todo já é igualmente documentada e defendida.

Como analisam Frazão e Carvalho (2024):

Não se pode esquecer que as ferramentas do Direito da Concorrência têm por objetivo coibir os abusos do poder econômico, de maneira que são orientadas pela ideia de primazia da realidade sobre a forma. Desse modo, com ainda maior razão no controle prévios de estruturas, a forma jurídica adotada pela sociedade empresária (no caso, pelas SAFs) não deve servir de óbice para a análise da autoridade da concorrência."²²

Posto isto, o futebol, como setor econômico dotado de especificidades culturais, simbólicas e mercadológicas, torna-se campo fértil para a manifestação desses conflitos sistêmicos - especialmente na medida em que arranjos empresariais sofisticados passam a ocupar papel central na redefinição dos limites e instrumentos de poder. Um destes mecanismos - o mais central e que, portanto, causa mais controvérsia doutrinária, como será visto - se apresenta sob o nome de MCO, ou *multi-club ownership*.

²² Disponível em

https://www.academia.edu/128481152/As_operações_e_involvementos_SAFs_e_o_controle_de_concentração_pelo_CADE

Conceituar o MCO é, portanto, o passo inaugural da análise: trata-se da posse ou do controle, direto ou indireto, de múltiplos clubes por um mesmo agente econômico, seja pessoa física, fundo, conglomerado empresarial ou entidade de investimento - arranjo cujas variantes vão desde holdings de investidores internacionais até corporações do setor de bebidas energéticas ou entretenimento. Gasparetto et al.²³ e Quansah & Breuer (2025, p. 3)²⁴ convergem ao definir o MCO como um sistema de integração vertical e horizontal de clubes, sob comando unitário, que visa sinergias econômicas, alavancagem de receitas, gestão centralizada de talentos e racionalização de custos, mas também enseja riscos inéditos à integridade competitiva e à governança.

Feita a conceituação, cabe indagar por que, dentre os múltiplos conflitos sistêmicos possíveis (relações federativas, pactuação de direitos de transmissão, monopólios de patrocinadores, contratos trabalhistas etc.), o MCO se apresenta como o de tratamento legal/regulatório mais sensível. A resposta está no seu potencial de maximizar assimetrias e criar, em escala global, oportunidades de drible sistemático às normas de regulação concorrencial e de fair play financeiro. O MCO não apenas tende a concentrar poder decisório e recursos, mas, sobretudo, permite - pela via da propriedade cruzada - operações coordenadas de transferências, empréstimos, receitas e contratos que escapam ao enforcement tradicional do direito concorrencial e esportivo.

Neste sentido, seja no plano teórico, seja no plano prático, as distorções do MCO afetam diretamente a capacidade do sistema de manter integridade competitiva, transparência e legitimidade. São recorrentes as denúncias de manipulação de valores em transfers, criação de contratos artificiais entre clubes-irmãos, desvio de receitas para burlar regras de limitação de gastos, utilização de clubes “satélites” para amortecer prejuízos ou inflar ativos, e, sobretudo, a constituição de verdadeiros “cartéis informais” no mercado global de atletas.²⁵

Além disso, há consenso na doutrina e nos organismos internacionais de que o MCO pode criar distorções irreversíveis no equilíbrio competitivo das ligas, especialmente nos

²³ Nunes, FADSF and Gonçalves, CA and Miranda Gasparetto, T (2024) Multi-club ownership: A Bibliometric Analysis and Agenda for Future Research. *Revista de Gestão e Negócios do Esporte*. ISSN 2448-3052 (In Press)

²⁴ Quansah, T. K., & Breuer, C. (2025). Multi-club ownerships (MCOs): a critical analysis of transfer dynamics and sports integrity. *European Sport Management Quarterly*, 1–24. <https://doi.org/10.1080/16184742.2025.2474581>

²⁵ Quansah, T. K., & Breuer, C. (2025). Multi-club ownerships (MCOs): a critical analysis of transfer dynamics and sports integrity. *European Sport Management Quarterly*, 1–24. Pág 8. <https://doi.org/10.1080/16184742.2025.2474581>

mercados emergentes onde a capacidade regulatória é menor. O Conselho de Administração de Defesa Econômica (CADE), em manifestações recentes, reconheceu a dificuldade de monitorar a influência real de grupos transnacionais no futebol brasileiro, especialmente quando operações são fragmentadas entre diferentes jurisdições ou realizadas por meio de sociedades coligadas.

É nesse ponto que se percebe o gargalo institucional do direito concorrencial no futebol: embora detenha instrumentos poderosos para agir sobre práticas anticompetitivas (acordos de cartel, abuso de posição dominante, concentração excessiva), o enforcement é frequentemente frustrado por três fatores principais:

1. A sofisticação internacional dos grupos MCO, que pulverizam suas operações em múltiplas jurisdições, dificultando a ação coordenada de autoridades nacionais.;
2. A opacidade das estruturas societárias e dos fluxos de receitas, que permite a manipulação contábil e a ocultação de operações vinculadas²⁶;
3. A ausência, no ordenamento brasileiro, de dispositivos que proíbam de modo robusto a propriedade cruzada ou a manipulação intra-grupo, especialmente após a edição da Lei das SAFs, que limita restrições apenas a SAFs nacionais e entre si, não abrangendo clubes tradicionais, SAFs estrangeiras ou estruturas paralelas, como já citado.

II. ANÁLISE COMPARADA DE REGULAMENTOS ESPORTIVOS

O tema é particularmente sensível também no contexto europeu, onde entidades como UEFA e FIFA, e Ligas como a inglesa (Premier League) e a espanhola (La Liga), todas preocupadas com o avanço de conglomerados, têm buscado regulamentar a propriedade cruzada e a transferência artificial de ativos entre clubes-irmãos sempre de forma reativa e relativamente insuficiente.

Por esses motivos, a disciplina dos conflitos sistêmicos no futebol não pode - nem deve - ser monopólio do direito concorrencial. Nesse sentido, a Lei das SAFs, apesar de suas lacunas (a mais central delas sendo justamente a limitação territorial de seu Art. 4º, fato gerador da legalidade do MCO hoje em terras brasileiras) inaugura a possibilidade de transportar para

²⁶ Gasparetto et al., 2024, p. 8)

o futebol como um todo, e não somente ao limitado objeto do regime jurídico de seus clubes- associações, as ferramentas clássicas à disposição das sociedades anônimas (transparência, disclosure, fiscalização, poderes de controle e minoria, deveres fiduciários, conselhos de administração independentes, etc.), criando novas condições para a disciplina dos conflitos sistêmicos. O *como* desta possibilidade será exemplificado ainda neste capítulo.

Com isto em mente, e voltando ao objeto particular que guia este capítulo - rumo ao contexto geral de disciplina de conflitos de interesses amplos e sistêmicos -, já foi estabelecido que o fenômeno do multi-club ownership se consolida globalmente como uma arquitetura de poder e de sinergia empresarial, cujo impacto para o futebol - especialmente nos mercados menos regulados - é radical. Neste sentido, é preciso reconhecer que, embora traga vantagens de escala, capilaridade financeira e aceleração de know-how, o MCO potencializa uma série de riscos sistêmicos que afetam diretamente a integridade das competições, a credibilidade do produto esportivo e a legitimidade institucional do futebol como patrimônio coletivo.

O primeiro grande risco é a concentração de poder decisório e de recursos em poucos agentes econômicos, capazes de influenciar, por meio do controle cruzado, o desempenho, as estratégias esportivas e a política financeira de múltiplos clubes em mercados distintos. O que, à primeira vista, pode parecer mera eficiência de gestão - com o compartilhamento de profissionais, metodologias de análise de desempenho e políticas de formação de atletas -, se revela, na prática, um vetor de desbalanceamento competitivo, com distorção no acesso a talentos, recursos de scouting e até mesmo influência nas decisões da federação e das ligas.

A literatura aponta o drible sistemático das normas de fair play financeiro como o mais notório - e preocupante - mecanismo de abuso viabilizado pelo MCO. Em vez de operar como entes autônomos, clubes de um mesmo grupo passam a celebrar contratos artificiais de transferência, empréstimos de atletas, acordos de direitos econômicos e operações contábeis desenhadas para inflar receitas ou diluir custos, burlando as exigências de equilíbrio orçamentário impostas por reguladores como a UEFA e a FIFA.

Reforçado o potencial danoso do MCO pela ótica do fair play financeiro, cabe a conceituação deste segundo conceito. O fair play financeiro, como regime normativo, tem origem nas preocupações da UEFA com a sustentabilidade econômica dos clubes e com a

necessidade de garantir a isonomia esportiva. Suas regras, criadas oficialmente em 2009, visam impedir que clubes gastem mais do que arrecadam, e evitar distorções criadas por mecenas, fundos soberanos ou conglomerados que, em busca de sucesso esportivo, promovam investimentos artificialmente inflados e insustentáveis.

Segundo a regulação da entidade, os clubes precisam demonstrar equilíbrio orçamentário (*“break even”*) ao longo de ciclos de três anos, apresentando relatórios financeiros auditados e sujeitando-se à análise detalhada de receitas, despesas, operações com partes relacionadas e fontes de financiamento. Gastos com infraestrutura, formação e futebol feminino são desconsiderados para incentivar desenvolvimento estrutural, mas salários e transferências são rigidamente controlados.

A sanção pelo descumprimento dessas regras vai de advertências, multas e restrições de elenco a exclusão de competições continentais, como já ocorreu com clubes como Milan, Galatasaray, Manchester City e, mais recentemente, Everton (Premier League). Apesar dos avanços institucionais, o enforcement do fair play financeiro enfrenta desafios consideráveis: as estratégias de evasão são cada vez mais sofisticadas, com clubes inflando receitas via contratos de patrocínio com partes relacionadas, atrasando pagamentos, triangulando transferências ou, exatamente como no MCO, transferindo ativos entre clubes do mesmo grupo para manipular balanços e evitar sanções.

No contexto brasileiro, as regras nacionais são incipientes e a fiscalização ainda não se equipara ao padrão europeu. Há dificuldades práticas para garantir a efetividade dos mecanismos de fair play, com grandes clubes dispondo de recursos jurídicos e contábeis para retardar, mitigar ou contornar sanções. Isto posto, a relevância dessa discussão ganha ainda mais destaque diante do papel estratégico do futebol de base para os clubes brasileiros. De acordo com levantamento da Pluri Consultoria²⁷, entre 2003 e 2023, os clubes do Brasil movimentaram cerca de 6,6 bilhões de dólares com a venda de jogadores, sendo que São Paulo, Flamengo, Santos e Fluminense lideram o ranking histórico. Como mostra o relatório, as receitas oriundas de transferências de atletas da base chegaram a representar mais de 30% do orçamento anual nos últimos anos. Esse padrão revela como a sustentabilidade financeira do

²⁷ Disponível em <https://plurisports.com.br/wp-content/uploads/2020/11/A-Evolu%C3%A7%C3%A3o-das-Receitas-no-Futebol-Brasileiro-PLURI-Consultoria.pdf>

futebol nacional está profundamente ligada à capacidade de formar, revelar e negociar talentos para o mercado internacional.

Frente a este fato, o avanço dos modelos de multi-club ownership torna-se particularmente sensível. Tais estruturas permitem otimizar cadeias de formação e transferências, potencializando ganhos financeiros, mas também trazem riscos de captura das receitas da base, esvaziamento do papel dos clubes formadores e ampliação de assimetrias competitivas.

O estudo “O impacto da não regulamentação da Multi Club Ownership (MCO) nas cláusulas de divisão de direitos econômicos de atletas profissionais de futebol”²⁸ evidencia que, ao internalizar talentos e transferi-los por valores subfaturados entre clubes controlados por um mesmo investidor, os conglomerados conseguem evitar o pagamento de cláusulas de solidariedade, desviar receitas de clubes formadores e produzir um ambiente de opacidade financeira que desafia até mesmo os mais bem equipados órgãos de fiscalização.

Esse padrão não é hipótese teórica, mas prática documentada em diversos casos internacionais e nacionais. O caso emblemático da transferência de Adryelson e Lucas Perri do Botafogo para o Lyon - ambos sob controle do Eagle Football Group, de John Textor (grupo que já teve clubes rebaixados e delegados a competições inferiores por descumprir reiteradamente determinações quanto a fair play e MCO) por valores muito abaixo do mercado, ilustram perfeitamente o modus operandi que o MCO viabiliza. Essas operações não só frustram a repartição justa de receitas, mas comprometem a lisura do mercado de transferências, tornando praticamente impossível para autoridades nacionais ou internacionais identificar e punir as práticas lesivas.

Surge, assim, a necessidade de reconhecer a insuficiência do enforcement estatal clássico - como hoje se apresenta, ao menos - e buscar soluções que articulem regulação concorrencial, instrumentos societários e mecanismos de governança coletiva. Aqui, a Lei das SAFs se apresenta como oportunidade e desafio: embora traga dispositivos de profissionalização, atração de investimentos e responsabilização, seu alcance em relação ao MCO é limitado, especialmente porque o artigo 4º veda o controle cruzado apenas entre SAFs nacionais e apenas quando ambos os clubes forem estruturados nesse modelo, deixando de fora

²⁸ Disponível em <https://leiemcampo.com.br/o-impacto-da-nao-regulamentacao-da-multi-club-ownership-mco-nas-clausulas-de-divisao-de-direitos-economicos-de-atletas-profissionais-de-futebol/>

associações tradicionais, SAFs estrangeiras e toda uma miríade de estruturas híbridas. Na ausência de regras claras sobre a manipulação de ativos, receitas e transferências entre clubes-irmãos, o ordenamento brasileiro permanece vulnerável à perpetuação de práticas abusivas e à corrosão da integridade sistêmica.

Trazida essa extraterritorialidade como fator principal dos gargalos estruturais das normas em vigor, torna-se essencial investigar a análise das respostas internacionais à problemática. Posto isto, destaca-se a UEFA²⁹ e a FIFA³⁰, que, em regulações recentes, buscam mitigar os riscos de propriedade cruzada proibindo a participação simultânea de clubes do mesmo controlador em uma mesma competição europeia. Entretanto, como a literatura reconhece, tais medidas são facilmente dribladas por mecanismos de blind trusts, restrições formais de voto e contratos de cooperação, que não impedem - e muitas vezes apenas disfarçam - a influência real do controlador e a manipulação de ativos.

Não só: a proibição de dois clubes do mesmo grupo em campeonatos pode até ser medida salutar, mas sua limitação é evidente e parece apontar ou para uma falta de interpretação da possibilidade de interesses sistêmicos sendo lesados mesmo sem que ocorram embates entre times da mesma rede no campo, ou para uma completa ausência de respostas institucionais - ou mesmo de poder político/econômico para colocá-las em vigor -, à questão, sendo esta última a alternativa mais intuitiva.

Como se vê, no cenário internacional, as respostas específicas aos desafios impostos pelo MCO se mostram ainda profundamente incipientes. Sendo necessário, portanto, expandir o objeto de análise (aqui descrito como medidas estruturais e de regulação cuja intenção deliberada seja amenizar assimetrias competitivas decorrentes de aquisições desenfreadas), o exame das diferentes formas de ordenamentos demonstra que nenhuma delas está imune ao avanço das estruturas de controle cruzado e/ou controle abusivo, mas experiências de maior rigidez negocial oferecem aprendizados valiosos sobre caminhos, potencialidades e limites das soluções regulatórias para enfrentar os riscos sistêmicos, entre eles o multiclubes.

Neste sentido, é imperioso começar a apresentação destas soluções pelo modelo alemão da regra 50+1, ainda em rigor na Bundesliga, uma vez que este é frequentemente apresentado como o paradigma de resistência ao avanço desenfreado dos conglomerados

²⁹ <https://documents.uefa.com/r/UEFA-Club-Licensing-and-Financial-Sustainability-Regulations-2023-Online>

³⁰ <https://leiemcampo.com.br/regulamento-do-mundial-de-clubes-2025-traz-a-ona-conflito-entre-mcos-em-competicoes/>

privados. Segundo a regra, ao menos 50% mais uma ação do poder de voto em cada clube deve pertencer à associação de sócios original, garantindo que investidores externos não possam assumir controle majoritário e protegendo a identidade social dos clubes. Esse arranjo impede, em tese, a tomada hostil de clubes por fundos internacionais e blinda o sistema contra a financeirização predatória. A legitimidade desse modelo se manifesta no engajamento massivo de torcedores - com o Bayern de Munique contando com quase 300 mil sócios votantes em uma cultura institucional de resistência a investidores bilionários dissociados da base social dos clubes.

A regra 50+1 está estabelecida no regulamento da Liga Alemã de Futebol (DFL), artigo 8, §1: “O clube-mãe deve deter, direta ou indiretamente, a maioria absoluta dos direitos de voto da sociedade de futebol licenciada” (DFL Statutes, §8, 2022). O mecanismo visa garantir que os sócios do clube original tenham sempre o controle político, mesmo após a separação patrimonial ou a abertura para investidores privados. Ainda assim, a regra não é absoluta. As exceções históricas - como Bayer Leverkusen, Wolfsburg, Hoffenheim e, sobretudo, o caso do RB Leipzig - demonstram que o modelo pode ser driblado por meio de estruturas paralelas (associações de fachada, patrocínio massivo, apoio de longo prazo), permitindo a grupos econômicos assumir, de fato, o comando estratégico dos clubes).

O caso do RB Leipzig é paradigmático: fundado e controlado pelo grupo Red Bull, manteve uma associação de sócios extremamente restrita e alinhada aos interesses do investidor, minando o espírito democrático da 50+1 sem violar, formalmente, seu texto. Esse descolamento entre a forma e a substância é tema constante de debate na literatura alemã e, recentemente, a própria DFL discutiu propostas para abolir ou flexibilizar o 50+1, argumentando que a restrição limita a capacidade dos clubes alemães de competir financeiramente com ingleses, franceses e espanhóis.

A resistência de torcedores e de boa parte da mídia esportiva, no entanto, freou qualquer mudança profunda, sob o argumento de que “a proteção da tradição associativa e da identidade social dos clubes vale mais do que o enriquecimento imediato”. O modelo alemão mostra, assim, a força simbólica da mobilização dos stakeholders e o papel da cultura institucional como complemento - ou mesmo anteparo - aos mecanismos normativos.

Dentre os demais modelos institucionais de proteção comunitária no esporte profissional, o caso do Green Bay Packers, da NFL, é absolutamente singular nos Estados

Unidos. Desde 1923, a franquia opera sob regime de propriedade pública, com mais de 537 mil acionistas individuais que, por estatuto, não podem deter participação majoritária nem revender suas ações para fins especulativos. Cada acionista tem direito a apenas um voto nas assembleias gerais, independentemente do número de ações, assegurando um controle genuinamente democrático e disperso.

O aspecto mais emblemático dessa estrutura é a vedação estatutária à mudança de cidade: os Packers são a única franquia da NFL legalmente impedida de relocar sua sede, exceto por deliberação de três quartos dos acionistas, medida que praticamente inviabiliza qualquer tentativa de deslocamento. Em contraste, é comum na NFL (e em outros esportes norte-americanos) que donos privados transfiram suas equipes para mercados mais lucrativos - prática frequentemente motivada por incentivos fiscais, subsídios públicos e projetos de novos estádios, em detrimento da tradição local e da lealdade dos torcedores.

No caso dos Packers, todo lucro excedente é reinvestido no próprio clube ou destinado a projetos sociais na comunidade de Green Bay, e nenhuma distribuição de dividendos é permitida. O clube é considerado um patrimônio da cidade e do estado de Wisconsin, blindado institucionalmente contra os interesses voláteis do mercado e protegido pelo engajamento direto de seus torcedores-proprietários. Essa governança explica por que, em mais de um século de história, os Packers jamais foram ameaçados de mudança - algo que contrasta fortemente com a lógica mercantil das demais franquias da NFL.

Já o modelo *single entity*, exemplificado pela MLS (Major League Soccer) e, em parte, pela NBA (National Basketball Association), segue lógica diversa: a própria liga centraliza contratos, direitos econômicos, transferências e define regras de governança que limitam a autonomia dos clubes-franquia. Aqui, os clubes não possuem personalidade jurídica autônoma típica, mas são franquias operadas sob rígido regime de *compliance* e *enforcement* centralizado.

O objetivo é explícito: impedir a formação de superclubes, controlar custos salariais, evitar manipulação de ativos e mitigar conflitos de interesse sistêmicos (Dietz, 2024, p. 12-14). Com a centralização dos direitos de jogadores e contratos, o sistema dilui o incentivo à financeirização predatória e reduz o risco de abuso de poder econômico intra-liga. As estruturas de governança financeira da MLS e da NBA emergiram de longas negociações coletivas (*CBA*s) entre ligas e associações de atletas, com o objetivo direto de conter a

concentração de poder nos grandes mercados e preservar o equilíbrio esportivo. Na MLS, o modelo “single-entity” estabelece que a liga, e não cada clube individual, detém os contratos dos jogadores - um arranjo assentado em decisão judicial (*Fraser v. MLS*, 2000) e garantido pelos termos do CBA.

O sistema pressupõe um teto orçamentário fixo para salários, mas permite exceções seletivas como os *Designated Players (DPs)*, cujo custo real - como no caso de Lionel Messi, com vínculos acima de US\$ 12 mi - é contabilizado no cap em apenas US\$ 743.750 em 2025, sem impactar o saldo global da folha salarial. Já na NBA, o CBA estabelece um *soft cap*, que pode ser excedido por meio de exceções (como a “Larry Bird”, que permite às franquias renovarem os contratos de suas estrelas *draftadas* em casa), mas obriga o clube que ultrapassar a linha de *luxury tax* a pagar tributos progressivos - de US\$ 1,50 a US\$ 3,75 por dólar excedente - o que desencoraja gastos desproporcionais. Paralelamente, o draft universitário confere aos piores colocados acesso preferencial aos novos talentos, reforçando a competitividade ao redistribuir oportunidades de forma equitativa.

Nos acordos mais recentes, foram incluídos os chamados “*aprons*” - limites superiores ao teto que bloqueiam não só exceções salariais, mas também operações como trocas com dinheiro ou escolhas futuras, penalizando equipes que tentam formar supertimes apenas por meio do poder financeiro. Assim, combinando teto suave, impostos recorrentes e restrições adicionais, a NBA cria uma verdadeira engenharia regulatória que desalenta o domínio dos grandes centros e distribuidores financeiros, promovendo, ao contrário, uma paridade condicionada por regras deliberadas.

Um mecanismo adicional para fortalecer a retenção dos grandes talentos é o chamado *supermax*, que permite à franquia oferecer até 35% do teto salarial (acima do limite padrão de 30%) ao jogador formado na equipe e premiado por desempenho (*All-NBA*, *MVP* ou *Defensor do Ano*). Outros clubes não podem ofertar o *supermax*, o que incentiva o atleta a permanecer no time original no auge da carreira. No futebol brasileiro, um mecanismo análogo, voltado ao clube formador, poderia oferecer bônus progressivo e escalonado a quem mantiver o atleta por mais tempo na equipe principal, reforçando a sustentabilidade e valorização do trabalho de base.

É importante frisar, contudo, que a adoção de arranjos single entity envolve limites históricos e culturais específicos. Nos Estados Unidos, o predomínio de esportes-franquia, a

concentração de poder no comissário da liga e a relativa ausência de rivalidade local intensa (comparada ao futebol europeu e sul-americano) favorecem a centralização e o enforcement por parte da liga. Além disso, o número reduzido de equipes e a menor pressão de torcedores por identidade local tornam o modelo mais viável.

Essas condições, contudo, são difíceis de replicar no futebol brasileiro, marcado por pulverização institucional, rivalidades regionais centenárias e presença massiva de clubes de origem associativa. Ainda assim, a experiência americana oferece lições sobre a centralidade do conceito de liga: é na arena coletiva, com regras claras e enforcement centralizado, que se conseguem disciplinar conflitos de interesse, limitar a financeirização predatória e promover equilíbrio competitivo.

Partido agora para outro modelo comparado, inicia-se o exame do caso inglês, sobretudo após o julgamento Bosman e a abertura do mercado para investidores internacionais; este representa, aparentemente, o caminho oposto: um ambiente de mercado aberto, em que clubes são, em sua maioria, sociedades empresárias sujeitas à aquisição e controle por indivíduos, fundos ou empresas globais.

Lá, a proposta de maior rigidez - e/ou “paridade”, a depender do juízo de valor atribuído à realidade material - não adveio da estrutura de organização dos clubes, sendo a estrutura paritária da Liga Inglesa a principal responsável pela centralidade midiática e aquisitiva que adquiriu o futebol de seu país criador. Isto porque a Premier League respondeu à intensificação do fenômeno da globalização no futebol com mecanismos regulatórios centrados na “*owners’ and directors’ test*” e, mais recentemente, no fortalecimento de regras de compliance financeiro (*Financial Fair Play, fit and proper test, etc.*), buscando equilibrar o influxo de capital estrangeiro com a necessidade de transparência e accountability.

A história da Premier League começa em 1992, quando os principais clubes decidiram romper com a Football League e criar uma liga independente - um movimento que nasceu do ambicioso objetivo de negociar coletivamente os direitos de transmissão com a Sky e a BBC. O resultado foi um contrato inaugural que superou expectativas, a fundação de uma estrutura corporativa de clubes-sócios na governança da liga e uma profunda transformação no modelo financeiro do futebol inglês.

Desde então, a distribuição de receitas se baseia em três pilares. Metade do faturamento doméstico é repassada igualmente entre os 20 clubes, garantindo segurança

financeira mínima a todos. Um quarto é distribuído conforme a frequência das equipes em transmissões ao vivo, e o restante é pago por mérito esportivo, recompensando o desempenho na tabela. No ano 2018/19, essa divisão se traduziu em diferenças relativamente pequenas - o clube mais bem pago recebeu apenas 1,58 vezes mais que o menos bem pago, o que mostra um equilíbrio bastante sólido entre meritocracia e igualdade.

Além disso, a Premier League financia a estrutura do futebol de base e do mercado de transferência por meio de *parachute payments* - para clubes rebaixados - e *solidarity payments* - para times de divisões inferiores. Em 2017–18, foram desembolsados exemplos de £243 milhões em e £100 milhões respectivamente, o que demonstra um compromisso pragmático com a sustentabilidade da pirâmide futebolística inglesa.

Em 2024, o governo britânico intensificou a regulação com o *Football Governance Bill*. Esta lei cria um *Independent Football Regulator (IFR)* - órgão público independente - que, a partir de 2025, terá autoridade para licenciar clubes até a quinta divisão, estabelecer testes rigorosos para proprietários e gestores, fiscalizar sustentabilidade financeira, exigir participação efetiva dos torcedores, proteger patrimônios históricos e impor sanções de até 10% do faturamento anual. O regulador também poderá ajustar *os parachute payments* caso entenda que estes desequilibram a competitividade na segunda divisão - e fará revisões periódicas a cada cinco anos para garantir equilíbrio financeiro entre as divisões. A origem dessa iniciativa remonta ao “*Fan-led Review*” de 2021, um movimento impulsionado pelos torcedores que clamavam por maior transparência, proteção ao patrimônio e participação popular na gestão do futebol. O conjunto dessas medidas revela uma evolução institucional profunda: a Premier League se mantém como uma potência comercial global, mas agora sob um modelo híbrido que combina autonomia empresarial com regras coletivas, transparência e compromisso real com a sustentabilidade do futebol como um todo.

III. AS SAFS, O MCO E A LIGA DE CLUBES

No balanço, cada resposta institucional identificada - com cada um de seus vetores de prioridade - revela princípios centrais para o desafio brasileiro: a limitação estrutural do poder, o engajamento dos stakeholders, a centralização/fiscalização de contratos pela liga e a proteção identitária. Não há modelo exportável, mas o traço comum parece apontar sempre à centralidade do conceito de liga como pressuposto de enforcement, negociação coletiva e proteção dos interesses difusos.

Neste sentido, e exaurida a análise externa, vale considerar enquanto possíveis agentes centrais de mudança e reforma institucional justamente os agentes e conceitos centrais da realidade brasileira, bem como os fatores comparados julgados enquanto essenciais para medir o refino de governança de certo sistema/mercado. Posto isto, é inegável a centralidade da CBF - por ser órgão regulador primário das principais competições, por ser ente de relevância política intrínseca aos demais organizadores de torneios (Federações estaduais), por ser ente associado de forma indistinguível à representação do futebol brasileiro no exterior através da Seleção Brasileira - na crise de governança e na dificuldade de transformação estrutural do futebol brasileiro, razão pela qual esta seção começa justamente com o papel desta entidade, ciente de que qualquer proposta reformista que passe ao largo desta entidade certamente terá eficácia limitada.

Posto isto, a posição dominante da CBF no futebol brasileiro é, mais do que um problema de governança, a chave para entender por que toda reforma profunda encontra tamanha resistência institucional. Isto porque sua estrutura estatutária foi desenhada de forma intensamente rígida, rigidez essa que parece apontar a intuito deliberado de perpetuar a centralidade federativa, esvaziar o poder político dos clubes e impedir qualquer renovação real no comando da entidade.

Neste sentido, comprova-se: o sistema de votos da CBF perpetua a supremacia das federações estaduais (81 votos, com peso igual para todas, inclusive as sem expressão esportiva ou relevância histórica) sobre os clubes das séries A e B (60 votos somados, com peso inferior e condicionados à presença em divisão principal ou secundária) - tornando a reforma quase impossível sem amplíssimo consenso federativo, a despeito da centralidade dos clubes para a captação de receitas, interesse e audiência ao esporte.

Diante desse cenário de aparente intransponibilidade - e ciente do entusiasmo que mudanças normativas geraram no passado de forma meramente circunstancial -, aqueles que vislumbram e desejam ver realizados momentos de virada institucional devem ver na quadra histórica da recém promulgada Lei das SAFs uma janela de oportunidades histórica.

Isto porque, como mencionado brevemente acima e retomado agora, a ascensão das SAFs e a transformação do debate público sobre governança e *accountability* no futebol brasileiro provocaram um fenômeno raro no país: milhões de torcedores e uma quantidade cada vez maior de dirigentes e investidores passaram a discutir não apenas os rumos esportivos dos

clubes, mas as bases jurídicas e institucionais da administração do esporte. Exemplo claro desse entusiasmo foi observado na década de 1990 com a promulgação da Lei Zico e, posteriormente, da Lei Pelé. Ambas prometeram uma renovação da gestão esportiva nacional, introduzindo o profissionalismo, a liberdade contratual e a transparência nos clubes, mas não lograram sucesso em estabelecer uma reforma de baixo à cima nos marcos institucionais do futebol brasileiro.

Já essa nova “virada cultural” - resultado da crise financeira dos clubes, das limitações do modelo associativo e das novidades trazidas pela Lei das SAFs - popularizou conceitos antes restritos ao universo empresarial: conselhos de administração, abertura de capital, *golden shares*, participação popular em assembleias, auditoria independente, proteção a ativos imateriais, compliance e *accountability*.

Esse movimento social e institucional cria o pano de fundo necessário para compreender por que, justamente agora, a centralidade da CBF torna-se o eixo das propostas de reforma estrutural, capazes, em tese, de garantir que a existência das SAFs não sirva a propósito completamente alheio a sua intenção, o de tornar o Brasil verdadeiro paraíso fiscal do futebol. Pelo contrário: como visto, há intenções e previsões normativas o suficientes para autorizar a interpretação da Lei em questão como marco regulatório capaz de satisfazer dramáticas deficiências no financiamento e viabilidade econômicas dos principais agentes do esporte.

Este enclave de interesses pode ser enfrentado, com um salto institucional ancorado na lógica das S.A.s e em conceitos doutrinários já articulados nesse trabalho. Para tanto, segue análise e proposta concreta, elaborada por Rodrigo Monteiro de Castro em uma série ampla e detalhada de colunas.³¹ A proposta é concreta e se desenvolve em etapas:

1. Mutualização: a CBF Associação cria títulos patrimoniais e os distribui a clubes e federações, redefinindo o vínculo político e econômico dos principais atores do futebol nacional;
2. Desmutualização: a CBF Associação se transforma em companhia (CBF S.A.), os títulos patrimoniais são convertidos em ações, e o patrimônio relacionado à seleção é transferido à nova entidade.

³¹Um projeto grandioso para CBF - Parte I. Monteiro de Castro, Rodrigo. Disponível em <https://www.migalhas.com.br/coluna/meio-de-campo/402168/um-projeto-grandioso-para-cbf--parte-i> e seguintes.

3. Abertura de capital: com a CBF S.A. consolidada, abre-se espaço para a entrada de investidores institucionais e mesmo para a oferta de ações a torcedores, inaugurando um novo regime de transparência, fiscalização (inclusive pela CVM e órgãos do mercado de capitais), distribuição de receitas e compliance rígido.

Durante a exposição desta proposta de reforma, foi possível ainda observar a aderência ao conceito de egoaltruísmo como desenvolvido por Fábio Ulhôa, conceito este já examinado neste trabalho. Isto porque há cuidado e design institucional direcionado a garantir que os ganhos potenciais não se limitem a um ator, mas são desenhados para atrair apoio dos clubes, federações, investidores e torcedores, classes de stakeholders potencialmente contrárias à proposta, por entenderem-na inicialmente como atentatórias a seus poderes estabelecidos.

Neste sentido, no âmbito da a reforma como proposta, seria ainda imperativo que a CBF, ainda no que lhe restar enquanto associação, mantenha poderes especiais (ações de classe ou golden shares) que permitam vetar alterações que afetem a identidade do futebol nacional (nome, escudo, cores, hino, sede, calendário internacional) - exatamente como operam algumas das prerrogativas das ações de Classe A no âmbito da Nova Lei das SAFs. Ainda nesta reforma imaginada, as federações estaduais, por sua vez, passam a ter duplo papel: como acionistas da CBF S.A., participam das assembleias e recebem dividendos, mas também mantêm influência política no âmbito regional, com funções adaptadas às novas estruturas. Já os clubes, sobretudo aqueles convertidos em SAFs, têm interesse direto no sucesso de uma reforma nestes moldes: participam do capital, recebem dividendos, ganham liquidez patrimonial e podem influenciar, proporcionalmente à sua relevância esportiva e social, as decisões estratégicas da CBF S.A. - inclusive sobre a seleção brasileira, um dos maiores ativo de soft power do país.

Até aqui, a proposta analisada da hipotética “CBF S.A” - ou seja, a transformação da CBF em uma sociedade anônima - era o foco da discussão institucional. Porém, esse modelo enfrenta críticas por subsumir os clubes subordinados a uma estrutura centralizada, onde a governança continuaria concentrada na entidade, nos marcos estatutários da confederação, ainda que corporatizados. Por isso, o autor delimita também que corporatizar a gestão da CBF não se limita a alteração de seu regimento jurídico, mas pretende reverter o eixo decisório para os próprios clubes. Para tanto, seria necessário um recuo institucional da entidade quanto à organização dos campeonatos aos próprios clubes, gerida por uma Liga (também S.A, segundo

o autor), entendimento que coaduna com a centralidade das potencialidades da estrutura de ligas ressaltada neste capítulo.

Essa virada de foco - de cima para baixo - é central para quem busca autonomia financeira real e alinhamento de interesses entre clubes, torcedores e stakeholders locais. A nova liga se inspiraria em modelos já existentes, onde a competição é gerida por entidades coletivas dos clubes (como a Bundesliga ou a Premier League), num formato que mescla profissionalização empresarial, participação democrática e accountability local. Ao reposicionar a centralidade na liga, em vez da confederação, a proposta assume que a capacidade de atração de investimentos, racionalidade comercial e identidade local serão mais eficazmente defendidas pelos próprios clube

Isso não implica apenas uma divisão de funções, mas um novo desenho de pesos e contrapesos, onde a liga é responsável pelo enforcement do fair play financeiro, fiscalização das transferências, negociação coletiva de receitas e garantia da integridade competitiva, enquanto a CBF se concentra na seleção e no fomento do futebol de base.

Da mesma forma, a liga assume papel central não apenas como gestora de campeonatos ou negociadora coletiva de receitas, mas como instrumento de enforcement coletivo e mitigação do MCO. Os modelos estrangeiros - *Premier League*, *Bundesliga*, *La Liga*, *MLS* - mostram que só ligas fortes, com governança moderna, poderes para regular transferências internas, fiscalizar operações interclubes e disciplinar práticas anticompetitivas, conseguem resistir à captura por conglomerados multiclubes e proteger a integridade do sistema esportivo.

No entanto, o desafio é duplo. Por um lado, é preciso evitar que a abertura ao capital privado se converta em mera transferência de poder para grupos restritos, replicando as distorções observadas em outros países que adotaram modelos excessivamente mercantilizados. Por outro, é necessário garantir que os mecanismos de proteção ao interesse coletivo - seja por meio de direitos de veto, limitação à concentração acionária ou participação obrigatória de sócios-torcedores nos órgãos de decisão - estejam previstos desde o início, criando uma blindagem institucional contra práticas predatórias e oportunistas.

Nesse cenário, o papel do Estado se revela estratégico. Assim como Alemanha, França, Espanha, Itália e Reino Unido ajustaram seus marcos legais para viabilizar modelos próprios de governança e regulação (mesmo se à revelia e contrariedade dos grandes clubes,

que viam na equidade de receitas prejuízo financeiro, de forma idêntica ao que acontece ainda hoje no Brasil), o Brasil precisa atualizar sua legislação para dar suporte a novos formatos de liga, ampliar a segurança jurídica de investidores e agentes, e garantir que a modernização do futebol ocorra de forma inclusiva e sustentável. Seja na discussão da nova liga, na reformulação estatutária da CBF ou na regulação de temas sensíveis como direitos de transmissão e participação dos torcedores, a busca por equilíbrio entre mercado, democracia e interesse público segue sendo o eixo central de qualquer projeto de reforma institucional no futebol brasileiro.

No Brasil, a construção dessa liga pode ser alcançada através de incentivos fiscais transitórios, engajamento dos clubes e um regime societário robusto, para garantir que nenhum grupo econômico consiga, sozinho, controlar decisões centrais. A liga, organizada como S.A., seria igualmente fiscalizada pelo mercado, pela CVM e pelos próprios stakeholders, criando contrapesos eficazes ao poder do capital e à tendência à concentração.

A agenda da liga de clubes no Brasil avança, porém, com grandes dificuldades práticas. Desde 2022, clubes das Séries A e B tentam consolidar a chamada “Liga Forte Futebol” e a “Liga União”, ambas nascidas da fragmentação de interesses entre grandes, médios e pequenos clubes, com divergências quanto à divisão das receitas de TV, negociação de naming rights e modelo de governança.

Andamentos recentes demonstram que o principal entrave está justamente na negociação dos percentuais de repasse de receitas e na definição de critérios de voto e participação. Alguns clubes buscam garantir vantagens proporcionais à sua audiência ou histórico de títulos; outros defendem equilíbrio para evitar a perpetuação de desigualdades históricas.

Examinadas todas as externalidades positivas citadas, a liga de clubes deve ser compreendida como o objeto de análise de vetor oposto ao MCO: não apenas um instrumento de negociação coletiva, mas um prisma de reunião de temas caros à disciplina do conflito de interesses, como transparência, compliance, accountability, limites ao abuso de poder e à concentração.

Nesse prisma, a liga brasileira pode - e deve - aprender com os modelos internacionais que centralizam a fiscalização de contratos, monitoram transferências, estabelecem limites de participação cruzada e protegem o equilíbrio competitivo.

A transição dos exemplos internacionais para a realidade brasileira deve ser marcada por clareza quanto aos limites e possibilidades do modelo S.A. aplicado à liga. O sucesso de qualquer reforma dependerá de mecanismos de incentivo ao ego-altruísmo, proteção dos minoritários e transparência real - tal qual Ulhoa defende para toda a estrutura societária moderna. Ao adaptar as virtudes dos vetores internacionais - rigidez negocial, single entity, pluralismo acionário -, a liga brasileira poderá constituir-se como espaço de equilíbrio, criatividade institucional e enfrentamento do conflito de interesses sistêmico, constringendo os novos agentes controladores desse ecossistema a atingirem seus interesses unicamente se alinhados aos de seus clubes, a exata definição do conceito de egoaltruísmo.

Em síntese, o tratamento mais eficaz aos efeitos deletérios da expansão do MCO aos clubes brasileiros após a promulgação da Lei das SAFS depende efetivação da liga de clubes, passo normativo que, paradoxalmente ou não, pode ser também auxiliado pela promulgação desta mesma Lei. Isto se deve aos instrumentos de financiamento expandidos que ela permite - facultando aos clubes que não aceitem qualquer estrutura de controle frente a seus gargalos negociais -, à centralidade midiática que trouxe à temática da governança esportiva e à popularização de adoção do modelo de sociedades no futebol.

Posto isto, a efetivação desta nova Liga, da qual a análise comparada espera que efetive também sofisticados mecanismos de transparência, equidade e fair play financeiro, depende de uma convergência entre pressão social (torcidas, mídia), incentivos estatais bem calibrados e governança societária moderna. Mais do que copiar modelos, trata-se de construir uma institucionalidade capaz de articular interesses divergentes, proteger o patrimônio coletivo e garantir que o futebol brasileiro não sucumba nem à captura dos conglomerados, nem à estagnação provocada pelo corporativismo federativo.

CONCLUSÃO

Não é possível compreender adequadamente o regime jurídico das SAFs sem reconhecer a complexidade estrutural que permeia sua constituição e operação. As soluções jurídicas propostas pela Lei nº 14.193 não se dissociam das tensões materiais que atravessam o setor, marcado por sobreposição de funções institucionais, assimetrias de poder e intensa pluralidade de interesses legítimos. Essas características impõem desafios à aplicação de categorias clássicas do direito societário, sobretudo quando se pretende utilizá-las para ordenar estruturas que envolvem, simultaneamente, racionalidade econômica e vínculos identitários não patrimoniais.

A convivência entre a associação desportiva original e a nova sociedade empresária não configura, por si só, um problema jurídico. Ocorre que, na ausência de parâmetros mais definidos quanto às competências decisórias, à extensão do poder de veto ou ao regime de circulação de ativos intangíveis, situações de fricção tendem a se consolidar com impactos sobre a governança cotidiana e a previsibilidade contratual. A vinculação de cláusulas que remetem à “finalidade institucional do clube” ou à “preservação de sua identidade” gera obrigações cuja natureza jurídica ainda carece de delimitação normativa mais precisa, o que dificulta seu enforcement e favorece disputas interpretativas.

As operações societárias envolvendo SAFs evidenciam ainda uma concentração frequente de capital e comando estratégico nas mãos do investidor inicial, o que, embora não contrarie a lógica da estrutura acionária, intensifica a importância de instrumentos de equilíbrio institucional. A centralidade desse agente tende a se expandir para além da esfera do investimento e da administração formal, refletindo-se também nas decisões sobre alocação de recursos, políticas esportivas, definição de prioridades orçamentárias e renegociação de compromissos históricos do clube. Esse nível de protagonismo exige mecanismos mais robustos de controle e responsabilização, sob pena de esvaziar, na prática, a atuação de demais sujeitos com prerrogativas societárias ou institucionais.

A ausência de parâmetros regulatórios específicos para tratar de conflitos entre estrutura de controle e finalidade institucional da SAF não implica um vácuo normativo absoluto, mas acarreta um deslocamento da solução para o plano contratual e interpretativo. A depender da solidez do estatuto social, do acordo de acionistas e da modelagem jurídica da transição entre associação e sociedade empresária, essas tensões podem ser mitigadas ou

agravadas. O problema, entretanto, reside no fato de que boa parte das estruturas em funcionamento ainda se apoia em modelos contratuais genéricos, com cláusulas abertas sobre deveres fiduciários e poucos instrumentos efetivos de balanceamento interno de poder.

A condição de minoria, nesse contexto, não se restringe ao capital votante, mas pode afetar qualquer agente institucionalizado cuja posição não encontre espaço real de influência. Torcedores organizados, conselheiros remanescentes da associação, grupos de ex-dirigentes e representantes da comunidade podem até dispor de assento formal em órgãos deliberativos, mas encontram limitações materiais para exercer contrapoder diante de estruturas verticalizadas e financeiramente dependentes do investidor majoritário. Ainda que os dispositivos legais garantam certas prerrogativas, sua efetividade depende de ambiente institucional estável, capacidade de mobilização e disponibilidade de informação qualificada — elementos nem sempre presentes no cotidiano das SAFs.

Não se ignora que a proposta legal tenha buscado conciliar a lógica empresarial com a especificidade do setor, ao introduzir dispositivos como a vinculação dos ativos ao objeto social da companhia e a possibilidade de preservação da marca pelo clube originário. Ainda assim, os efeitos práticos dessas previsões permanecem condicionados à sua aplicação em contextos complexos, onde as decisões são influenciadas por fatores econômicos, políticos, culturais e até afetivos. A separação entre propriedade jurídica e comando efetivo, tão característica do direito societário moderno, encontra novos contornos quando aplicada a uma entidade que, embora empresarial, carrega consigo a função simbólica de representar um projeto coletivo que a antecede e a transcende.

É nesse ponto que a distinção entre conflito formal e conflito material assume relevância prática. Não se verifica, no texto da Lei nº 14.193, qualquer incentivo direto à concentração de capital, tampouco cláusulas que fragilizem, em abstrato, os mecanismos clássicos de controle interno das sociedades por ações. No entanto, o que se observa na prática é um ambiente contratual marcado por forte assimetria negocial, em que os investidores fundadores ocupam posição de ampla vantagem na definição dos termos da estrutura, especialmente no momento de transição da associação para a companhia. Essa assimetria não decorre de violação legal, mas da ausência de parâmetros normativos que estabeleçam limites objetivos à formulação inicial do arranjo de poder dentro da SAF.

O resultado é uma forma concentrada de comando, que, embora juridicamente possível, tende a esvaziar os mecanismos de participação institucional de sujeitos que, na lógica do futebol associativo, exerciam funções deliberativas, consultivas ou de fiscalização. A associação original, quando não excluída da estrutura de controle, permanece muitas vezes dependente economicamente da própria sociedade empresária que ajudou a formar, reduzindo sua capacidade de atuação autônoma. Nesse contexto, os instrumentos típicos de reequilíbrio, como o conselho de administração, o conselho fiscal e o próprio direito de retirada, perdem efetividade quando confrontados com acordos de acionistas amplos e com a centralização fática das decisões.

Essa dinâmica se agrava diante da inexistência de uma regulação infralegal orientada à padronização mínima de estruturas e de uma atuação coordenada de entidades setoriais que formulem parâmetros objetivos de governança. Ainda que a transparência contábil seja exigida e os princípios do direito societário encontrem aplicação supletiva, a ausência de orientações específicas sobre limites de poder, composição de órgãos internos e partilha de prerrogativas institucionais cria um campo aberto para a estabilização de arranjos juridicamente válidos, mas estruturalmente desequilibrados. A consequência não é apenas a fragilização da função social da companhia, mas também o enfraquecimento das bases de confiança sobre as quais o modelo pretende se sustentar.

Em razão da lacuna regulatória existente, o tratamento dos conflitos de interesse nas SAFs tem se apoiado em construções interpretativas derivadas do direito societário tradicional e em documentos infralegais que buscam orientar a conduta dos agentes de mercado. Nesse contexto, o Parecer de Orientação nº 41 da Comissão de Valores Mobiliários assume papel relevante, ao estabelecer parâmetros conceituais e operacionais para a identificação de situações potencialmente conflituosas em companhias abertas.

Nesse mesmo plano, observa-se que os efeitos das práticas adotadas em uma única SAF tendem a extrapolar seus limites internos, afetando a credibilidade do sistema como um todo. A interdependência entre clubes, investidores e entidades organizadoras de competições acarreta um risco de contágio institucional, agravado pela assimetria de informações disponível para os diferentes públicos interessados.

Uma das expressões mais sensíveis dos conflitos estruturais associados às SAFs aparece nas experiências de controle cruzado entre clubes, conhecidas como estruturas de

Multi-Club Ownership. Ainda que o ordenamento brasileiro não tenha, até o momento, formulado uma regulação específica sobre esse tipo de organização societária, a emergência de grupos econômicos com participação simultânea em diferentes agremiações acarreta repercussões relevantes sobre o equilíbrio concorrencial, a integridade esportiva e a governança interna de cada entidade envolvida. O ponto central não reside apenas na titularidade acionária, mas na possibilidade de direcionamento estratégico comum, compartilhamento de ativos e articulação de políticas de transferência, que podem afetar direta ou indiretamente os interesses sociais de cada clube, em especial daqueles cuja SAF representa apenas uma das pontas do portfólio do investidor.

No plano jurídico, essa forma de organização agrava os desafios já presentes nas SAFs ao tensionar, ainda mais, a distinção entre interesse do controlador e interesse da companhia. A dificuldade em identificar o centro decisório efetivo, a dispersão de responsabilidades entre estruturas formalmente autônomas e a inexistência de regras claras sobre vinculação entre clubes vinculados fragilizam os instrumentos de controle societário disponíveis e tornam mais complexa a aplicação de cláusulas contratuais de salvaguarda. Diante da ausência de uma política pública voltada à regulação específica do MCO, resta aos operadores do direito, aos órgãos de administração do esporte e aos intérpretes dos contratos sociais o encargo de identificar, caso a caso, os limites admissíveis dessa forma de estruturação.

Esse cenário evidencia a necessidade de construção progressiva de parâmetros jurídicos que reconheçam as singularidades do setor, sem renunciar à coerência normativa com os princípios do direito societário. Em vez de interditar formas de investimento ou impor modelos rígidos de estruturação, trata-se de desenvolver uma base interpretativa que permita distinguir, com clareza, situações de mera coexistência societária daquelas em que a autonomia da SAF se vê comprometida por práticas coordenadas, ainda que juridicamente válidas, entre entes sob controle comum. O desafio não é apenas normativo, mas institucional: construir um sistema que seja capaz de acomodar a presença de capital privado sem renunciar às premissas básicas de integridade, competição e legitimidade representativa.

A preservação da funcionalidade das SAFs, enquanto modelo institucional viável, exige vigilância interpretativa contínua, articulação entre mecanismos privados e instâncias reguladoras e qualificação progressiva dos instrumentos de governança. O que se coloca não é a necessidade de substituição do regime, mas de sua maturação, por meio da experiência prática, do controle qualificado de conflitos e da consolidação de parâmetros interpretativos que deem

conta das peculiaridades do setor. Nesse processo, o direito societário, aplicado com técnica e atenção às especificidades do futebol profissional, permanece como ferramenta essencial de organização institucional e de distribuição equilibrada de poder.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias*. 2010. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-142051/>

BRASIL. Lei nº 14.193/2021.

CASTRO, Rodrigo Monteiro de. *O futebol, a CVM e o Parecer de Orientação CVM nº 41, Parte IV*. Migalhas, 2023. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/meio-de-campo/394690/o-futebol-a-cvm-e-o-parecer-de-orientacao-cvm-n-41-parte-4--final>

COMPARATO, Fábio Konder; **SALOMÃO FILHO**, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol Lei nº 14.193/2021. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4. ed., 2. tiragem. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 2.

FREEMAN, R. Edward; **MCVEA**, John. *A stakeholder approach to strategic management*. In: The Blackwell Handbook of Strategic Management, 2005.

KAUFMAN, George G.; **SCOTT**, Kenneth E. *What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?* The Independent Review, v. 7, n. 3, 2003. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/24562449>. Acesso em: 14 jul. 2025.

MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo. *Um projeto grandioso para CBF – Parte I*. Migalhas, 2023. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/meio-de-campo/402168/um-projeto-grandioso-para-cbf--parte-i>

NUNES, F.A.D.S.F.; **GONÇALVES**, C.A.; **GASPARETTO**, T.M. *Multi-club ownership: A Bibliometric Analysis and Agenda for Future Research*. Revista de Gestão e Negócios do Esporte, 2024. (In Press).

QUANSHAH, T. K.; **BREUER**, C. *Multi-club ownerships (MCOs): a critical analysis of transfer dynamics and sports integrity*. European Sport Management Quarterly, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/16184742.2025.2474581>

RJLB. Ano 1 (2015), nº 2.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2011.

AZEVEDO, Erasmo Valladão; **FRANÇA**, Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993.

FRAZÃO, Ana; **GAMBA PRATA DE CARVALO**, Angelo. *As operações envolvendo SAFs e o controle de concentração pelo CADE*. Disponível em:
https://www.academia.edu/128481152/As_operacoes%3A7%B5es_envolvendo_SAFs_e_o_controle_de_concentra%C3%A7%C3%A3o_pelo_CADE