

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO**

**A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS DO
FUTEBOL DO BRASIL**

JOÃO PEDRO SATHLER BRAGA

**RIO DE JANEIRO
2023**

JOÃO PEDRO SATHLER BRAGA

**A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS DO
FUTEBOL DO BRASIL**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves**.

**RIO DE JANEIRO
2023**

JOÃO PEDRO SATHLER BRAGA

**A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS DO
FUTEBOL DO BRASIL**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves**.

Data da Aprovação: 24/11/2023

Banca Examinadora:

Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

**RIO DE JANEIRO
2023**

CIP - Catalogação na Publicação

B813o Braga, João Pedro Sathler
A Oferta Pública Inicial de Ações das Sociedades
Anônimas do Futebol / João Pedro Sathler Braga. --
Rio de Janeiro, 2023.
64 f.

Orientador: Vinicius Figueiredo Chaves.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2023.

1. Abertura de Capital. 2. Sociedade Anônima do
Futebol. 3. Oferta Pública Inicial de Ações. 4. Lei
nº 14.193/2021. 5. Resolução CVM nº 160. I. Chaves,
Vinicius Figueiredo, orient. II. Título.

AGRADECIMENTOS

A Faculdade Nacional de Direito sempre foi meu sonho e, como todos os outros, também se tornou um sonho da minha família e de meus amigos. Por isso, estes merecem toda a minha gratidão que, mesmo com todos os esforços, jamais serei capaz de demonstrar.

Aos meus pais, Orlando e Melissa, e aos meus irmãos, Thiago e Maria Clara, dedico minha mais profunda gratidão. Vocês são as pessoas mais importantes da minha vida e não teria sido possível chegar até aqui sem o amor, apoio e incentivo de vocês. Tenham a certeza de que foram a minha fonte de inspiração e coragem ao longo desses anos.

Mila, essa vitória é tão sua quanto minha. Obrigado por cada abraço, conselho, incentivo e por sempre acreditar e me apoiar. A vida se torna fácil sabendo que tenho você para voltar ao final do dia. Eu te amo mais do que ontem e menos que amanhã.

Família Sathler e Família Braga, muito obrigado por todas as orações, pelo suporte, pelas palavras de carinho e por todo o amor que tiveram comigo ao longo desses cinco anos. Agradeço à Deus por ter me dado a melhor família do mundo. Vocês são tudo para mim.

Aos meus amigos de uma vida inteira, Lucas, Pedrinho, Caio, Diego, Leandro, Gabriel, Yuri, Enzo, Mateus e Marcos, tenham a certeza de que vocês se tornaram parte da minha família e que todos esses agradecimentos também são para vocês!

Duda, Lucas, Bia e Dilara, vocês foram os presentes que a FND me deu e espero levá-los para o resto da minha vida. Os anos se tornaram mais leves com vocês ao lado.

Por fim, agradeço ao meu orientador, professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves. Muito obrigado por toda atenção e empenho ao longo desse trabalho. Tenho um imenso orgulho de ter sido seu orientando.

Muito obrigado por todo o carinho, amor e apoio. A minha vitória é também a de vocês!

RESUMO

O presente trabalho, por meio de uma abordagem qualitativa, tem como objeto o estudo da Lei 14.193/2021 (“Lei da SAF”) que instaurou a Sociedade Anônima do Futebol (“SAF”) no ordenamento jurídico brasileiro e estabeleceu um processo simplificado para a transformação dos clubes em sociedades anônimas, com rigorosas práticas de governança, como a criação de conselhos de administração e fiscal, em linha com companhias de capital aberto. A pesquisa busca analisar a possibilidade de entrada das SAF no mercado de capitais, por meio da realização de uma Oferta Pública Inicial de Ações (“IPO”), operação pela qual uma companhia promove, mediante apelo ao público, a colocação de ações de sua emissão pela primeira vez no mercado de capitais. O presente estudo, portanto, analisará a conversão de clubes em SAFs, os trâmites posteriores para realização de um IPO das SAFs na bolsa brasileira, bem como os atos preparatórios para que as SAFs possam obter o registro de companhia aberta e da oferta pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e pela B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), considerando suas vantagens e desvantagens.

Palavras-chave: Abertura de Capital; Sociedade Anônima do Futebol, Oferta Pública Inicial de Ações; Lei nº 14.193/2021; Resolução CVM nº 160.

ABSTRACT

This paper, using a qualitative approach, aims to study Law 14.193/2021 ("SAF Law"), which established the Sociedade Anônima do Futebol ("SAF") in the Brazilian legal system and established a simplified process for the transformation of clubs into corporations, with strict governance practices, such as the creation of boards of directors and fiscal councils, in line with publicly traded companies. The research seeks to analyze the possibility of SAFs entering the capital market, through an Initial Public Offering ("IPO"), an operation by which a company promotes, through an appeal to the public, the placement of shares issued by it for the first time on the capital market. This study will therefore analyze the conversion of clubs into SAFs, the subsequent procedures for carrying out an IPO of SAFs on the Brazilian stock exchange, as well as the preparatory acts so that SAFs can obtain registration as a public company and the offer by the Brazilian Securities and Exchange Commission ("CVM") and B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão ("B3"), considering their advantages and disadvantages.

Keywords: IPO; SAF, Initial Public Offering; Law No. 14.193/2021; CVM Resolution No. 160.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

§ - Parágrafo.

Art. – Artigo.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

B3 - B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão.

CMN - Conselho Monetário Nacional.

Código ANBIMA - Código ANBIMA para Ofertas Públicas.

Código Civil - Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

Exposição de Motivos da Lei das S.A. - Exposição de motivos nº 196 de 24 de junho de 1976, da Lei 6.404/76 de 16 de dezembro de 1976.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

IPO - Inicial Public Offering ou Oferta Pública Inicial de Ações.

Lei das Sociedades por Ações - Lei nº 6.404/76, de 16 de dezembro de 1976, conforme alterada.

Lei das SAF - Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021, conforme alterada.

Lei nº 6.385/76 - Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada.

Novo Mercado - Segmento especial de listagem da B3 com regras diferenciadas de governança corporativa.

NASDAQ - NASDAQ Stock Market.

NYSE - New York Stock Exchange.

Regulamento do Novo Mercado - Regulamento de listagem do Novo Mercado editado pela B3, que disciplina os requisitos para a negociação de valores mobiliários de companhias abertas no Novo Mercado, estabelecendo regras de listagem diferenciadas para essas companhias, seus administradores e seus acionistas controladores.

Resolução CVM 80 – Resolução da CVM nº 80, de 29 de março de 2022, conforme alterada.

Resolução CVM 160 – Resolução da CVM nº 160, de 13 de julho de 2022, conforme alterada.

SEC - Securities and Exchange Commission.

SEP - Superintendência de Relações com Empresas.

SRE - Superintendência de Registro de Valores Mobiliários.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1. A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES.....	15
1.1 O mercado de capitais brasileiro e a abertura de capital	15
1.2 Análise das vantagens e desvantagens da abertura de capital.....	16
1.3 Atos preparatórios	19
1.3.1. O registro de companhia aberta.....	19
1.3.2 O registro de emissor e o pedido de listagem na B3	20
1.4 O registro da Oferta Pública Inicial de Ações.....	23
1.4.1 Rito ordinário	27
1.4.2 Rito automático	31
2. A SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL	35
2.1 Conceito e a lei nº 14.193.....	35
2.2 As formas de constituição da SAF	38
2.2.1 Transformação.....	38
2.2.2 Cisão.....	40
2.2.3 Iniciativa.....	41
2.2.4 <i>Drop down</i>	42
2.3 Análise das vantagens e desvantagens da SAF	44
3. A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES DAS SAF	46
3.1 Análise de IPOs no cenário internacional do futebol.....	47
3.1.1 Caso Manchester United	47
3.1.2 Caso Juventus.....	50
3.1.3 Caso Benfica	52
3.2 Os procedimentos para a realização do IPO das SAF.....	53
3.3 Análise dos reflexos da realização do IPO pelas SAF	56

CONCLUSÃO	59
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	61

INTRODUÇÃO

Nesta pesquisa, propõe-se a análise da convergência de dois domínios aparentemente distintos, mas igualmente influentes na sociedade brasileira: o mercado financeiro e o futebol. O cerne deste estudo reside na análise da instituição do *Initial Public Offering* (“IPO”), em conjunto com os clubes de futebol brasileiros, considerando as implicações da Lei nº 14.193, promulgada em agosto de 2021 (“Lei da SAF”), que estabeleceu condições para a conversão dos clubes em Sociedades Anônimas do Futebol (“SAF”).

É importante ressaltar que este estudo se concentra especificamente na conversão dos clubes de futebol brasileiros em SAF, conforme delineada pela Lei das SAF. Além disso, o enfoque da pesquisa se estende ao subsequente processo de realização de uma Oferta Pública Inicial de Ações nas bolsas de valores brasileiras. Logo, serão abordados todos os procedimentos preparatórios necessários para a obtenção do registro de companhia aberta e da oferta junto à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e à bolsa de valores nacional, juntamente com suas implicações favoráveis e desfavoráveis destes processos.

O objetivo central desta monografia é fornecer uma análise aprofundada e abrangente do processo de conversão de clubes de futebol brasileiros em SAF, bem como do IPO subsequente, à luz das regulamentações da CVM e das exigências do mercado de capitais. Pretende-se contribuir para a compreensão dos mecanismos que promovem a profissionalização dessas entidades esportivas e avaliar como essas mudanças afetam sua sustentabilidade financeira e governança corporativa. Além disso, espera-se discutir as implicações mais amplas desse processo na interseção entre o mercado financeiro e o esporte no Brasil.

O problema central que esta monografia visa abordar é a viabilidade de uma SAF realizar um IPO no contexto do mercado de capitais brasileiro. Em um cenário onde a Lei nº 14.193, promulgada em agosto de 2021, estabeleceu condições para a conversão de clubes de futebol em SAF, surge a incerteza em torno da capacidade dessas entidades esportivas de acessar o mercado de capitais por meio de IPOs. Portanto, a indagação central desta pesquisa é se as SAFs têm a possibilidade efetiva de conduzir uma oferta pública inicial de ações, considerando as regulamentações da CVM e as particularidades do mercado financeiro brasileiro.

A escolha deste tema é motivada por uma série de fatores relevantes. Primeiramente, a questão de se as SAFs podem realizar IPOs é de grande importância tanto no cenário esportivo quanto no mercado financeiro do Brasil. A promulgação da Lei da SAF e seu impacto na gestão

de clubes de futebol geraram um debate significativo, mas ainda existe uma lacuna em relação à realização efetiva de IPOs por parte dessas entidades.

Além disso, a pesquisa também apresenta uma justificativa pragmática. Em um congresso realizado na sede da CVM, foi observado que um presidente de clube expressou publicamente dúvidas sobre a viabilidade de realizar um IPO para sua SAF. Isso evidenciou que a questão é de interesse real e atual para diversos atores envolvidos. Assim, esta pesquisa pretende preencher uma lacuna no conhecimento ao explorar detalhadamente a viabilidade e os desafios relacionados à realização de IPOs por SAFs, fornecendo *insights* relevantes para a prática profissional e a tomada de decisões no mercado financeiro e esportivo do Brasil.

A metodologia adotada para a elaboração deste trabalho será caracterizada por uma abordagem qualitativa, centrada na compreensão aprofundada dos fenômenos subjacentes a essa questão complexa.

A natureza da pesquisa será predominantemente básica, direcionada para a geração de novos conhecimentos na comunidade científica. Nesse contexto, a pesquisa terá um caráter explicativo, visando identificar e explicar as razões que permeiam a viabilidade ou inviabilidade das SAFs em conduzir IPOs. A pesquisa explora a complexidade do tema, com o objetivo de contribuir significativamente para a compreensão desses fenômenos.

A metodologia de pesquisa incluirá uma pesquisa bibliográfica detalhada, envolvendo a coleta de informações a partir de uma ampla variedade de fontes, incluindo materiais e métodos bibliográficos publicados por diversos autores. A análise crítica dessas fontes permitirá comparar diferentes perspectivas e opiniões sobre o tema, fornecendo uma base sólida para a construção do conhecimento teórico necessário para a compreensão do problema.

Além disso, a pesquisa envolverá a análise de documentos regulatórios relevantes, legislação pertinente e estudos de casos de IPOs realizados por entidades esportivas similares em outros países. A triangulação de dados de diferentes fontes e a análise qualitativa dessas informações serão essenciais para responder à questão central da pesquisa. Portanto, essa metodologia busca oferecer uma análise abrangente e fundamentada sobre a viabilidade de IPOs de SAFs, contribuindo para o avanço do conhecimento acadêmico e proporcionando *insights* relevantes para a prática profissional no mercado financeiro e esportivo brasileiro.

O referencial teórico desta pesquisa se baseia em obras de destacados doutrinadores do Direito Comercial e de pesquisas acadêmicas relacionadas ao tema central. Dois autores de referência nesse contexto são Nelson Eizirik e Fabio Ulhoa Coelho.

O livro "*Mercado de Capitais: Regime Jurídico*" de Nelson Eizirik é uma fonte fundamental para esta pesquisa. No Capítulo IV, intitulado "*Ofertas Públicas de Distribuição de Valores Mobiliários*", Eizirik aborda a distinção crucial entre ofertas primárias e secundárias de valores mobiliários. Isso é de extrema importância, pois as ofertas primárias têm relação direta com o objetivo central da pesquisa que é financiamento das entidades de prática desportiva por meio da captação de recursos no mercado de capitais.

O mesmo autor também explora a relevância do sistema de registros perante a CVM para a proteção dos investidores. Ele destaca a necessidade de conciliar a proteção aos investidores com a captação de recursos pelas empresas, enfatizando a importância de uma eficiente política de *disclosure*. Essa política de divulgação de informações é um elemento-chave, regulamentado pela CVM, que garante que os investidores tenham acesso às informações necessárias para tomar decisões informadas.

Além da contribuição da obra de Nelson Eizirik, destaca-se a obra de Fabio Ulhoa Coelho, professor titular e autor do livro "*Curso de Direito Comercial*". O livro desempenha um papel crucial neste referencial teórico. Este, que aborda a teoria geral das Sociedades Anônimas, é aplicável às SAFs, considerando a aplicação subsidiária da Lei nº 6.404/1976 às SAFs. O livro também explora detalhadamente conceitos relacionados a ações, um elemento fundamental na compreensão de IPOs.

Ulhoa Coelho discute a estrutura das sociedades anônimas, abordando temas como os órgãos societários e a administração das companhias. Esses temas têm relevância direta para a governança das SAFs, uma vez que a Lei da SAF exige a existência obrigatória e o funcionamento permanente do conselho de administração e do conselho fiscal.

Além das contribuições dos doutrinadores, esta pesquisa se beneficia de dissertações acadêmicas relacionadas ao tema. Uma delas, de autoria de Andrea Lucia Nada, aborda o processo primário de abertura de capital e destaca os custos associados a esse processo. Isso contribui para uma visão econômica mais completa do tema. Outra dissertação, de Felipe Stechman Drebes, examina a abertura de capital de clubes de futebol, embora esteja defasada em relação à nova legislação.

O trabalho central que se apresenta como o principal referencial teórico no contexto das SAFs é da autoria do Professor Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, que desempenhou o papel de coidealizador do anteprojeto de lei que resultou na promulgação da Lei n.º 14.193/21. Em sua obra, intitulada "*Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol Lei 14.193/2021*", o Professor Rodrigo Castro proporciona uma contribuição de destaque para o entendimento e a análise da temática das SAF.

A abordagem empreendida pelo Professor Rodrigo Rocha Monteiro de Castro assume uma relevância de suma importância, visto que sua perspectiva é intrinsecamente técnica e embasada em sua atuação como coidealizador do projeto legislativo. Tal expertise permite que ele introduza, de maneira esclarecedora, o raciocínio subjacente a diversos dispositivos contemplados na legislação das SAF, enriquecendo substancialmente o debate acadêmico e jurídico sobre o tema.

Há também dissertações que se concentram nas SAFs, como a de Giovanni Santoro Neto, que analisa a evolução do futebol como um produto econômico e social e seu impacto nas SAFs. Além disso, as dissertações de Thiago Lukschal Mascarenhas e Nathália Cristina Wos Martins exploram as formas de constituição da SAF, oferecendo uma análise abrangente do processo.

Essas obras e pesquisas constituem a base teórica sobre a qual esta pesquisa se apoia, proporcionando uma visão abrangente e multifacetada da viabilidade das SAFs realizarem IPOs e das implicações legais, econômicas e sociais desse processo.

1. A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES

1.1 O mercado de capitais brasileiro e a abertura de capital

O mercado de capitais é uma parte integrante do sistema financeiro, responsável pela intermediação entre os tomadores, que buscam obter financiamento de caráter duradouro para a execução de empreendimentos de médio e longo prazo, com os investidores, que detêm tais ativos e aspiram a alocá-los em empreendimentos empresariais.

Nelson Eizirik consagra que a função essencial do mercado de capitais é a de permitir às sociedades empresárias, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos ou para o alongamento do prazo de suas dívidas¹.

Dessa maneira, o mercado de capitais teria a natureza de um mercado "de risco", *“uma vez que os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia”*².

Observando a natureza de risco do mercado de capitais, em 7 de dezembro de 1976, por meio da Lei nº 6.385, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), que possui como papel primordial a regulação do mercado de capitais e a proteção dos investidores.

O artigo 8º da Lei nº 6.385/76 estabelece que a responsabilidade de supervisão e exame das sociedades de capital aberto recai sobre a CVM. Nesse contexto, as companhias abertas, conforme definido por Fábio Ulhoa Coelho, são as companhias que têm as ações (e demais valores mobiliários) de sua emissão admitidas à negociação no “mercado de valores mobiliários”, enquanto as companhias fechadas não podem ter suas ações negociadas neste mercado³.

¹ Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas Henriques **Mercado de capitais — regime jurídico**. 4.ed. revista e ampliada. — Rio de Janeiro: Renovar, 2021. p. 35

² Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas Henriques **Mercado de capitais — regime jurídico**. 4.ed. revista e ampliada. — Rio de Janeiro: Renovar, 2021. p. 35 e 36.

³ Coelho, Fábio Ulhoa. **Novo manual de direito comercial: direito de empresa** / Fábio Ulhoa Coelho. — 31. ed. rev., atual. e ampl. -- São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 112

Nessa perspectiva, o caput do artigo 4º da Lei das Sociedades por Ações estabelece que a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

Nesse contexto, é necessário efetuar uma distinção conceitual de grande relevância. Conforme destacado, uma sociedade anônima é classificada como "*aberta*" quando seus valores mobiliários são habilitados para negociação, não sendo estritamente condicionada à existência de tais títulos em efetiva negociação. É relevante salientar que existem diversas sociedades anônimas no cenário brasileiro que se qualificam como "*abertas*", embora seus valores mobiliários não estejam objeto de negociação nos mercados regulados de bolsas de valores⁴.

Importante enfatizar que nenhuma emissão pública de valores mobiliários pode ser distribuída no mercado sem prévio registro na CVM⁵. Nesse sentido, o Brasil adota um sistema de duplo registro, sendo exigidos tanto o registro da companhia como Companhia Aberta de Categoria A, quanto o registro da oferta em si, para viabilizar a realização dessa oferta pública.

O status de uma companhia como "aberta" é estabelecido por meio da concessão do registro de Companhia Aberta por parte da CVM. É relevante observar que esse procedimento será tratado em detalhes na seção 1.3.1 do presente trabalho monográfico, e não está condicionado à inclusão de suas ações nas listagens da bolsa de valores local.

1.2 Análise das vantagens e desvantagens da abertura de capital

A decisão concernente à realização de uma oferta pública inicial deve ser meticulosamente examinada, uma vez que traz consigo uma série de benefícios e obrigações.

As vantagens econômicas são substanciais e desempenham um papel crucial na determinação das decisões das companhias. As companhias que se tornam abertas têm a possibilidade de negociar suas ações em bolsas de valores, o que confere uma notável vantagem estratégica em relação às companhias de capital fechado. Isso se deve ao fato de que as primeiras podem angariar recursos financeiros por meio de ofertas públicas e acessar um vasto

⁴ Por exemplo: VITRU BRASIL EMPREENDIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E COMÉRCIO S.A., UNIDAS LOCADORA S.A., J. MACEDO S.A., LOCAMÉRICA RENT-A-CAR S.A., LIGHT ENERGIA S.A., SOLVI ESSENCIS AMBIENTAL S.A. e UNIÃO QUÍMICA FARMACÊUTICA NACIONAL S.A.

⁵ Vide artigo 19 da Lei de Mercado de Capitais.

leque de investidores. Por outro lado, as companhias de capital fechado têm suas fontes de financiamento limitadas a um grupo restrito de acionistas e instituições financeiras.

Adicionalmente, a abertura de capital traz consigo o aprimoramento da governança corporativa⁶ da companhia. Em conformidade com a Resolução CVM nº 80 e a Lei das Sociedades por Ações, as companhias de capital aberto são obrigadas a estabelecer um conselho de administração, a instituir um Departamento de Relações com Investidores, a adotar elevados padrões contábeis sujeitos a revisão por auditores independentes, e a implementar práticas de divulgação de informações padronizadas. Tais medidas contribuem diretamente para fomentar a confiança dos acionistas e do mercado nos negócios da companhia.

As vantagens da abertura de capital se estendem também aos colaboradores e acionistas da companhia. Uma companhia aberta tem a flexibilidade de oferecer opções de compra de ações aos seus administradores e funcionários. Essa prática possibilita que eles adquiram ações a um preço previamente fixado e, posteriormente, as negociem no mercado. Contudo, esse mecanismo não deve ser apenas considerado como uma forma de compensação. Ele também deve almejar alinhar os interesses da companhia, seus administradores, colaboradores e acionistas no tocante ao sucesso da companhia e à valorização das ações.

Além disso, os acionistas também são diretamente beneficiados pela liquidez de suas participações, uma vez que as ações da companhia podem ser listadas em bolsas de valores, permitindo a eventual alienação das ações que possuem. Antes da listagem, a liquidez estava limitada a ofertas privadas e negociações tradicionais ocorridas em transações de compra.

A abertura de capital não se desenrola somente em um cenário de vantagens. Os encargos inerentes à manutenção do registro de companhia aberta emergem como uma desvantagem significativa a ser considerada ao ponderar sobre a decisão de abrir o capital.

Nesse contexto, a Lei nº 7.940, datada de 20 de dezembro de 1989, estabeleceu a Taxa de Fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários. Conforme ilustrado na figura abaixo, uma companhia aberta com um patrimônio líquido de, por exemplo, cinco milhões de

⁶ “governança corporativa é o conjunto de mecanismos – tanto institucionais quanto baseados em mercado – que induzem os controladores autointeressados de uma companhia (aqueles que tomam decisões relativamente a como a companhia irá operar) a tomar decisões que maximizem o valor da empresa para seus proprietários (os fornecedores de capital)” K. DENIS, Diane; J. McCONNELL, John. *International Corporate Governance*. Journal of Financial & Quantitative Analysis, mar. 2003, p. 1-36, v. 38, n. 1.

reais, está sujeita ao pagamento de uma taxa anual de fiscalização à CVM no montante de R\$15.715,61.

Figura 1 – Tabela de Taxa de Fiscalização da Lei nº 7.940

FAIXA	CONTRIBUINTE	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (R\$)	TAXA (R\$)
1	Companhias abertas, companhias estrangeiras e companhias securitizadoras	Até R\$ 4.000.000,00	R\$ 15.715,61
		De R\$ 4.000.000,01 a R\$ 450.000.000,00	R\$ 19.283,31
		De R\$ 450.000.000,01 a R\$ 2.000.000.000,00	R\$ 23.927,48
		De R\$ 2.000.000.000,01 a R\$ 80.000.000.000,00	R\$ 84.866,81
		Acima de R\$ 80.000.000.000,00	R\$ 559.814,88

Fonte: Anexo I da Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989.

O pagamento da taxa anual de fiscalização constitui apenas um dos diversos custos inerentes aos quais uma companhia aberta certamente estará sujeita anualmente. Conforme mencionado, a obrigação de uma companhia aberta em divulgar informações periódicas, tais como demonstrações financeiras e o formulário de referência, representa uma parcela significativa desses custos.

A preparação e auditoria das demonstrações financeiras por auditores independentes acarretam um substancial custo para a sociedade empresária. Paralelamente, a elaboração ou revisão do formulário de referência, um requisito anual, normalmente requer a participação de uma equipe substancial de assessores jurídicos, representando também um significativo dispêndio financeiro para a companhia.

Além disso, como mencionado, a manutenção de um Conselho de Administração é uma obrigação para as companhias abertas. Os conselheiros frequentemente auferem remunerações consideráveis, o que também impõe um notável ônus financeiro sobre as empresas.

Uma gama variada de custos adicionais também permeia a realidade de uma companhia aberta. Isso inclui, por exemplo, a remuneração dos conselheiros de comitês, a manutenção de um departamento de relações com investidores, o pagamento a assessores jurídicos, consultores externos e auditores, assim como a quitação de taxas de fiscalização às instituições responsáveis pelo registro dos valores mobiliários da companhia. Essa lista é apenas um resumo, pois existem diversos outros encargos envolvidos.

Além disso, como salientado por Luiz Bulhões⁷, é relevante o foco legislativo dado às companhias abertas. Nesse sentido, a Lei das Sociedades por Ações contém 368 artigos, sendo que 360 são destinados às sociedades anônimas, 7 são destinados às sociedades em comandita por ações e 1 é destinado às sociedades em comandita simples. Dos 360 artigos destinados às sociedades anônimas, 275 são gerais, 75 são direcionados apenas às companhias abertas e 10 são direcionados apenas às companhias fechadas, e, portanto, as companhias abertas possuem um número de obrigações muito maior que as companhias fechadas.

1.3 Atos preparatórios

Para que uma companhia concretize sua oferta pública inicial de ações deve cumprir uma sequência de requisitos estipulados pela legislação pertinente. Sob tal perspectiva, quatro registros fundamentais emergem como imperativos, quais sejam: (i) o registro de companhia aberta junto à CVM; (ii) o registro da oferta junto à CVM; (iii) o registro de emissor na B3; e (iv) o registro de admissão à listagem na B3.

1.3.1. O registro de companhia aberta

A Lei nº 6.385/76, em seu artigo 4º, foi expressa ao consagrar como requisito primordial da oferta pública inicial de ações, o registro de companhia aberta. O processo de registro de companhia aberta é regulado pela CVM por meio da Resolução CVM 80.

Dispõe o ato normativo em questão⁸ que um emissor de valores mobiliários pode escolher entre obter o registro de companhia aberta na categoria A ou na categoria B.

O registro na categoria B não autoriza a negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários⁹ e, conseqüentemente, uma companhia que busca realizar uma oferta pública inicial de ações não deve buscar esse tipo de registro.

Em contrapartida, o registro na categoria A permite a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados¹⁰. Portanto, uma companhia que tem a intenção de realizar uma oferta pública inicial de ações deve optar por essa categoria.

⁷ LAMY FILHO, Alfredo; LUIZ BULHÕES PEDREIRA, José (coord.), Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 1.

⁸ Conforme disposto no art. 3º da Resolução CVM 80.

⁹ Conforme disposto no art. 3º, §2º da Resolução CVM 80.

¹⁰ Conforme disposto no art. 3º, §1º da Resolução CVM 80.

O elemento diferenciador chave entre as categorias A e B é a extensão das informações requeridas em cada uma delas. Uma companhia aberta registrada na categoria A está sujeita a um volume significativamente maior de informações em comparação com uma companhia aberta registrada na categoria B.

Conforme definido no capítulo IV da Resolução CVM 80, uma companhia registrada na categoria B tem a opção de divulgar um amplo leque de informações de forma facultativa. Em contraste, uma companhia registrada na categoria A está obrigada a fornecer uma extensa lista de informações anualmente¹¹ (informações periódicas), tais como o formulário de referência e as demonstrações financeiras, ou sempre que ocorrer um evento específico (informações eventuais)¹², incluindo a disponibilização de: (i) estatutos sociais consolidados, em até sete dias úteis após a assembleia que ratificou a alteração estatutária; (ii) atas de assembleias gerais extraordinárias; (iii) atas de reuniões do conselho de administração; (iv) atas de reuniões do conselho fiscal; entre outros.

Visto que uma companhia registrada na categoria A tem a permissão de negociar suas ações, é lógico que o nível de informações exigido delas seja maior. Isso decorre da necessidade do investidor por informações mais detalhadas à medida que o risco do investimento aumenta.

Assim, dado que o investimento em ações de emissão da companhia implica um investimento sem garantias, é compreensível que esse contexto demande o mais rigoroso regime de informações no mercado de capitais. Logo, não seria razoável que uma companhia registrada na categoria B, sem a permissão de negociar ações em mercados regulamentados de valores mobiliários, esteja submetida ao mesmo nível de exigência informacional que uma companhia com essa permissão.

1.3.2 O registro de emissor e o pedido de listagem na B3

No cenário atual, a B3 desempenha o papel de principal e único mercado organizado¹³ para a negociação de valores mobiliários no Brasil. Conseqüentemente, para que uma companhia possa efetuar sua listagem na bolsa de valores, é necessário que ela protocolize um

¹¹ Essas informações estão listadas no artigo 22 da Resolução CVM 80.

¹² Esses eventos estão listados no artigo 33 da Resolução CVM 80.

¹³ Ambiente ou sistema eletrônico destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros, compreendendo os mercados de bolsa e de balcão organizado, conforme definidos pela CVM.

pedido de listagem na B3 e faça a escolha de um dos segmentos disponíveis para listagem das ações que serão negociadas em bolsa.

A B3 oferece seis tipos de segmentos de listagem para a negociação de ações, divididos em dois grandes grupos¹⁴: (i) o Segmento Básico e (ii) os Segmentos Especiais. Os Segmentos Especiais consistem em: (ii) Bovespa Mais; (iii) Bovespa Mais – Nível 2; (iv) Nível 1 de Governança Corporativa; (v) Nível 2 de Governança Corporativa; e (vi) Novo Mercado.

Nos últimos anos, o Segmento Básico tem perdido relevância. Essa tendência ocorre porque, embora a listagem esteja disponível para todos os segmentos, o código de autorregulação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”), de cumprimento obrigatório para todas as instituições financeiras associadas, estipula que essas instituições somente podem participar de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de companhias que aderiram¹⁵, pelo menos, aos segmentos especiais Bovespa Mais e Nível 1 de Governança Corporativa.

Em junho de 2023, o segmento especial possuía 260 companhias listadas. Entre os cinco segmentos, o Novo Mercado se destaca, contando com 198 companhias. Nessa mesma data, o segmento especial Bovespa Mais abrangia 13 companhias, Bovespa Mais – Nível 2 tinha 3 companhias, o Nível 1 de Governança Corporativa tinha 24 companhias e o Nível 2 de Governança Corporativa tinha 22 companhias.

O Novo Mercado, lançado pela antiga Bolsa de Valores de São Paulo¹⁶ (“BOVESPA”) em 2000, estabeleceu um elevado padrão de governança corporativa. A Companhia de Concessões Rodoviárias (atual Grupo CCR) foi a primeira a ser listada nesse segmento, em 2002, e desde então, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para novas aberturas de capital.

Esse segmento se destaca por estabelecer o mais alto padrão de governança corporativa para as companhias. Exige, por exemplo: (i) que o capital social da companhia seja composto

¹⁴ B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de Listagem**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 25 de setembro de 2023.

¹⁵ As companhias que tenham se comprometido a aderir, no prazo de seis meses, contado do primeiro anúncio de distribuição também se tornam elegíveis.

¹⁶ Em março de 2017, a atual B3 teve sua origem a partir da fusão da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (“BM&FBOVESPA”) com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (“CETIP”). Previamente, em maio de 2008, a BM&FBOVESPA foi estabelecida por meio da fusão da BOVESPA, com raízes que remontam a 1890, e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (“BM&F”), que teve sua fundação em 1917.

exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto; (ii) que em caso de mudança de controle, todos os acionistas têm o direito de vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%) atribuído às ações do controlador; (iii) a criação de uma área de Auditoria Interna, função de Compliance e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário); (iv) a inclusão de no mínimo 2 ou 20% de conselheiros independentes no conselho de administração, o que for maior, com mandato unificado de até dois anos; (v) a estruturação e divulgação de um processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria; entre outros requisitos.

Após a análise interna do segmento de listagem mais adequado à estrutura da companhia, ela deve prosseguir com o pedido de registro de emissor e o pedido de admissão à negociação de valores mobiliários. Os procedimentos e critérios a serem seguidos pelas companhias estão definidos no Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários. Esse regulamento estabelece os termos, condições e processos para a listagem de emissores na B3, assim como as regras e procedimentos para a admissão à negociação de valores mobiliários nos mercados organizados administrados pela B3.

O pedido de listagem do emissor é dirigido ao Diretor Presidente da B3 e deve especificar o segmento no qual o emissor deseja que seus valores mobiliários sejam admitidos à negociação, acompanhado das informações e documentos requeridos pela B3¹⁷.

É importante destacar que, no caso de a companhia buscar a listagem de forma concomitante com os pedidos de registro perante a CVM, o Diretor Presidente da B3 pode comunicar a aprovação da listagem antes da concessão do registro pela CVM, com a ressalva de que a listagem ficará condicionada à obtenção desse registro¹⁸.

¹⁷ Na forma do Apêndice 1 do Regulamento de Emissores da B3, são exemplos de documentos obrigatórios: (i) Estatuto Social do Emissor, consolidado e atualizado, adaptado, se for o caso, às cláusulas mínimas estatutárias dos Regulamentos dos Segmentos Especiais de Listagem, acompanhado de documento que comprove a aprovação prévia ou homologação de órgão regulador do setor em que o Emissor atue, conforme aplicável; (ii) comprovante de pagamento da Taxa de Análise relativa ao processo de listagem, conforme Política de Preços em vigor divulgada pela B3, disponível em seu site e atualizada anualmente; e (iii) formulário de Referência atualizado até a data do pedido de listagem.

¹⁸ Nos termos do art. 18, §1º do Regulamento de Emissores da B3.

Da mesma maneira, a companhia deve submeter ao Diretor Presidente da B3 um pedido de admissão à negociação de valores mobiliários, o qual deve estar acompanhado das informações e documentos exigidos pela B3.

1.4 O registro da Oferta Pública Inicial de Ações

Nelson Eizirik conceitua a oferta pública inicial de ações como “*a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais*”¹⁹

A definição do conceito de ofertas públicas foi tema de amplo debate entre a CVM e os agentes de mercado²⁰, tendo resultado na definição constante no artigo 3º da Resolução CVM 160:

Art. 3º Configura oferta pública de distribuição o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários, ressalvado o disposto no art. 8º.

Além disso, o regulador optou²¹, a título de exemplificação, por enumerar algumas situações que configuram oferta pública, como: (i) a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral; (ii) a procura, no todo ou em parte, de investidores indeterminados para os valores mobiliários, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes do consórcio de distribuição; (iii) a negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; entre outros.

¹⁹ Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas **Mercado de capitais — regime jurídico**. 4.ed. revista e ampliada. — Rio de Janeiro: Renovar, 2021. p. 201

²⁰ Conforme amplamente exposto no Relatório de Audiência Pública SDM n.º 02/21, que deu origem à Resolução CVM 160. O Relatório da Audiência Pública encontra-se disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_Relatorio.pdf. Acesso em 19 de junho de 2023.

²¹ Vide Art. 3º, §1º da Resolução CVM 160.

Ademais, destaca-se o artigo 3, parágrafo 2º da Resolução CVM 160 que estabelece, em linha com a Lei nº 6.385/1976, que será considerada pública a oferta que venha a obter registro junto à CVM nos termos da Resolução.

A oferta pública de valores mobiliários pode ter duas modalidades: primária e secundária. A oferta primária consiste na emissão de novos valores mobiliários pela Companhia, com o objetivo de proceder à sua colocação perante os investidores e os recursos obtidos são revertidos para a própria companhia emissora, a fim de financiar seus projetos de desenvolvimento ou suas necessidades de caixa²².

Em contraposição, a oferta secundária é aquela em que os acionistas da companhia ou titulares de outros valores mobiliários de sua emissão vendem ao mercado, também mediante apelo ao público, os títulos de sua propriedade já emitidos pela companhia. Nesse caso, os recursos pagos pelos investidores para adquirir as ações ou os outros valores mobiliários ofertados não são destinados à companhia emissora, mas aos próprios ofertantes²³.

Como visto, nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na CVM²⁴. Logo, o registro da oferta perante à CVM é condição de validade para que se realize qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Por regra geral²⁵, a CVM não tem por escopo analisar o mérito ou a viabilidade da companhia ao conceder o registro. Dessa forma, no âmbito do registro de oferta pública, a CVM deve se ater a análise dos requisitos formais e a observância das normas legais e regulamentares aplicáveis. Nesse sentido, consagra Eizirik²⁶:

O princípio básico, adotado na generalidade dos países, é de que o exame do mérito da distribuição cabe unicamente aos investidores do mercado e que o pedido de registro das distribuições apenas garante aos investidores que as informações exigidas foram prestadas, encontrando-se à disposição dos interessados. Assim, a atuação estatal volta-se exclusivamente para propiciar o acesso igual para todos os investidores às informações materialmente relevantes, cabendo apenas a ele, investidor, qualquer julgamento sobre seu mérito.

²² Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas Henriques **Mercado de capitais — regime jurídico**. 4.ed. revista e ampliada. — Rio de Janeiro: Renovar, 2021. p. 201

²³ Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas Henriques **Mercado de capitais — regime jurídico**. 4.ed. revista e ampliada. — Rio de Janeiro: Renovar, 2021. p. 201 e 202.

²⁴ Artigo 19 da Lei do Mercado de Capitais.

²⁵ Conforme previsto no artigo 82, §1º da Lei das Sociedades por Ações, essa regra não se aplica no caso de constituição de companhia mediante oferta pública.

²⁶ Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas Henriques **Mercado de capitais — regime jurídico**. 4.ed. revista e ampliada. — Rio de Janeiro: Renovar, 2021. p. 236

A Resolução CVM 160 desempenha o papel de estabelecer todo o procedimento a ser seguido para a obtenção do registro de oferta pública de distribuição.

O processo de requerimento do registro de oferta pública de distribuição deve ser realizado perante a CVM pelo ofertante, em conjunto com o coordenador líder²⁷ da distribuição. A concessão desse registro está sujeita ao cumprimento de todos os requisitos definidos nos artigos 27 e 29 da Resolução CVM 160, os quais serão oportunamente abordados.

Inicialmente, a Resolução CVM 160 estipula como um dos requisitos para a obtenção do registro da oferta a quitação da taxa de fiscalização, em conformidade com as disposições da Lei nº 7.940 de 1989. No Anexo IV desta mencionada lei, conforme detalhado na figura abaixo, é estabelecida uma alíquota de 0,03%, aplicada sobre o montante total da oferta.

Figura 2 – Anexo IV da Lei nº 7.940 de 1989.

	ALÍQUOTA INCIDENTE SOBRE O VALOR DA OFERTA	VALOR MÍNIMO DA TAXA INCIDENTE SOBRE A OFERTA (R\$)
Oferta pública de valores mobiliários	0,03%	R\$ 809,16

Fonte: Lei nº 7.940 de 1989.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”), que opera como órgão de supervisão e fiscalização da CVM, detém a competência para desempenhar atividades relacionadas ao registro, supervisão e aplicação de sanções no contexto de ofertas públicas de valores mobiliários. Como resultado, a SRE está autorizada a tomar medidas como a suspensão ou o cancelamento da oferta pública de distribuição a qualquer momento, quando a oferta preencher quaisquer das seguintes condições: (i) estiver sendo conduzida sob condições diferentes das estipuladas na Resolução CVM 160 ou do registro; (ii) estiver sendo intermediada por um coordenador que tenha o registro suspenso ou cancelado; e (iii) for

²⁷ O ofertante, dado a complexidade do processo do IPO, deve realizar a contratação de um grupo especializado para que a Oferta possa lograr êxito.

De início, frisa-se a necessidade da contratação dos Coordenadores da Oferta, que são instituições intermediárias signatárias do contrato de distribuição na qualidade de coordenadores e registradas na CVM, conhecidos como bancos coordenadores. Além disso, deve ser escolhido um Coordenador Líder que atuará em nome do ofertante na qualidade de líder na condução da oferta pública, e para quem a CVM deverá direcionar comunicações referentes à oferta.

As obrigações do Coordenador Líder estão previstas no artigo 83 da Resolução CVM 160 e tem como principais: (i) a avaliação da viabilidade da distribuição da oferta e tipo de contrato de distribuição a ser celebrado; (ii) a formação do consórcio de distribuição; (iii) acompanhar e controlar o plano de distribuição; e (iv) divulgar os avisos previstos na Resolução CVM 160.

considerada ilegal, contrária às regulamentações da CVM ou envolver fraude, mesmo após a obtenção do registro correspondente.²⁸

O prazo de suspensão da oferta não pode ser superior a 30 (trinta) dias, durante o qual a irregularidade apontada pela SRE deve ser sanada. Após transcorrido o prazo sem que tenham sido sanadas as irregularidades, a oferta será retirada e cancelado o respectivo registro ou indeferido o requerimento de registro, caso este ainda não tenha sido concedido.

O ofertante, em conjunto com o coordenador líder da distribuição também são partes legítimas para pleitear a suspensão da análise do pedido de registro. Entretanto, a oferta só pode ser interrompida por até 60 (sessenta) dias úteis e por uma única vez.

As ofertas públicas estão sujeitas a um prazo de validade do registro e a um prazo de distribuição dos valores mobiliários objetos da oferta. Após o deferimento do registro da oferta pela CVM, caso o anúncio de início de distribuição²⁹ e o prospecto definitivo³⁰ não forem divulgados no prazo de 90 (noventa) dias, o registro perderá sua validade.

No caso de ofertas que utilizem prospecto preliminar, que é a prática de mercado, o anúncio de início de distribuição deve ser divulgado em até 2 (dois) dias úteis após a concessão do registro.

Por fim, o artigo 48 da Resolução CVM 160, estabelece o prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias para a subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta de

²⁸ Conforme artigo 70 da Resolução CVM 160.

²⁹ O anúncio de início é o aviso resumido que comunica o início da distribuição e dá ampla divulgação ao prospecto definitivo. O anúncio é obrigatório para todas as ofertas de ações, inclusive aquelas destinadas exclusivamente a investidores profissionais. O anúncio possui o mesmo conteúdo máximo do aviso ao mercado, com adição da necessidade de indicar o número e data do registro da Oferta na CVM.

³⁰ É o principal documento de divulgação de um IPO, elaborado pelo ofertante e os Coordenadores da Oferta, com o auxílio dos assessores legais e os auditores independentes. É o documento de maior importância no âmbito da oferta tendo em vista a tomada de decisão do investidor. Por isso, deve conter, nos termos do artigo 16 da Resolução CVM 160, a informação necessária, suficiente, verdadeira, precisa, consistente e atual, apresentada de maneira clara e objetiva em linguagem direta e acessível sobre os aspectos da oferta.

O prospecto deve conter informações sobre a oferta, as ações objetos da oferta e os direitos que lhes são inerentes, o ofertante, os terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a Oferta e os principais fatores de risco de todos os agentes que integram a oferta.

O prospecto pode ser impresso nas versões preliminar e definitiva. A versão preliminar pode ser utilizada, até a divulgação do anúncio de início, nas ofertas em que haja previsão de recebimento de reservas, procedimento de precificação e utilização de material publicitário. A diferença entre ambos os prospectos é apenas o preenchimento dos dados finais da oferta (como preço apurado no procedimento de *bookbuilding*, quantidade final dos valores mobiliários ofertados e data e número do registro da oferta.

No âmbito de um IPO, o prospecto encontra sua previsão legal no Anexo A da Resolução CVM 160

distribuição. O prazo deve ser contado da data de divulgação do anúncio de início de distribuição.

Com a introdução da Resolução CVM 160, as duas principais regulamentações existentes na época para ofertas públicas, ou seja, as Instruções CVM nº 400 e 476, foram substituídas. Isso levou à eliminação do sistema de oferta pública registrada, que seguia os procedimentos definidos na Instrução CVM nº 400, bem como do sistema de oferta pública dispensada de registro, que estava de acordo com os procedimentos estabelecidos na Instrução CVM nº 476. Em seu lugar, foi estabelecido um regime unificado que exige o registro obrigatório para todas as ofertas públicas, sendo que dois procedimentos específicos de registro foram estabelecidos: o rito ordinário e o rito automático.

A determinação do rito de registro a ser seguido e a documentação que precisa ser preparada para a oferta pública dependem dos seguintes fatores: (i) a natureza do emissor; (ii) o tipo de valor mobiliário que está sendo ofertado; (iii) o público-alvo da oferta; (iv) a documentação a ser divulgada no âmbito da oferta; e (v) os prazos dentro dos quais os valores mobiliários poderão ser revendidos no mercado secundário. Todos esses aspectos serão minuciosamente examinados a seguir.

1.4.1 Rito ordinário

O rito de registro ordinário é aquele no qual há análise prévia pela CVM para obtenção do registro. Esse rito deve ser obrigatoriamente seguido no caso de oferta pública inicial de distribuição de ações, conforme disposto no artigo 28, I da Resolução CVM 160, com exceção do disposto no artigo 26, I que será analisado na seção “1.4.2 - Rito Automático” deste capítulo.

Na hipótese de a oferta ser realizada por emissor em fase pré-operacional somente pode ser distribuída para investidores qualificados³¹ e não será admitida a análise prévia do

³¹De acordo com o Art. 9-B da Instrução CVM nº 554/2014, são considerados investidores qualificados: investidores profissionais; pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

requerimento de registro por entidades autorreguladoras³² – que, conforme supracitado, será analisado na seção “1.4.2 - Rito Automático” deste capítulo.

O emissor em fase pré-operacional é aquele que não tenha apresentado receita proveniente de suas operações em demonstração financeira anual ou em demonstração financeira anual consolidada.

Entretanto, tendo em vista as reorganizações societárias que ocorrem em algumas ofertas, imediatamente antes da sua realização, a CVM passou a considerar as demonstrações financeiras especialmente elaboradas para fins de registro.

Nesse sentido, a CVM consagrou o entendimento que emissores em fase operacional são aqueles apresentem receita proveniente de suas operações em demonstração financeira anual ou, se houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM, podendo essa demonstração financeira ser individual, consolidada ou combinada, anual ou elaborada para fins de registro, mas não uma informação financeira *pro forma*.

No contexto do Rito Ordinário para o registro de oferta pública, é essencial a apresentação de diversos documentos e a observância das condições estabelecidas no artigo 29 da Resolução CVM 160. O requerimento do registro deve atender a duas condições: (i) o pagamento da taxa de fiscalização; e (ii) a apresentação do formulário eletrônico de requerimento da oferta, devidamente preenchido através do sistema de registro.

Os documentos obrigatórios podem ser agrupados em dois conjuntos. O primeiro grupo abarca aqueles documentos que devem ser entregues imediatamente no momento da solicitação do registro. Tais documentos incluem: (i) cópia do documento original da deliberação sobre a aprovação da emissão dos valores mobiliários tomada pelos órgãos societários competentes da

³² Conforme artigo 28, §1º da Resolução CVM 160.

companhia; (ii) lâmina da oferta³³; (iii) prospecto definitivo ou preliminar; (iv) estudo de viabilidade econômico-financeira do emissor³⁴.

O segundo grupo consiste nos documentos que podem ser apresentados durante o processo de solicitação de registro e são imprescindíveis para a concessão do registro da oferta. Isso é possível devido ao disposto no parágrafo 2º do artigo 29, o qual estipula a viabilidade de submeter o pedido de registro da oferta com documentos e informações ainda não entregues, desde que esses documentos se refiram exclusivamente ao preço ou à remuneração do valor mobiliário objeto da distribuição. Isso se aplica caso o cronograma da oferta preveja o início do período de oferta no mercado antes da concessão do registro.

Os documentos pertencentes ao segundo grupo, relevantes no contexto de um IPO, são os seguintes: (i) cópia do ato que deliberou o preço de emissão das ações, quando aplicável; (ii) contrato de distribuição de valores mobiliários assinado³⁵; (iii) contratos de estabilização de preços ou de garantia de liquidez, se houver; (iv) declaração da bolsa de valores informando do deferimento do pedido de admissão à negociação do valor mobiliário; e (v) cópia do documento que formaliza a emissão, devidamente registrado na forma prevista na lei.

³³ A lâmina é um documento de síntese de informações da oferta e, por isso, mais conciso, não só na comparação com a íntegra do prospecto, como também quando comparado apenas com a seção “principais características da oferta”. A lâmina da oferta encontra previsão legal no artigo 23 da Resolução CVM 160 e deve ser elaborada pelo ofertante em conjunto com o Coordenador Líder em adição ao prospecto e de forma consistente com as informações prestadas neste.

A lâmina deve ser de fácil leitura, escrita em linguagem simples e seguir o modelo e os requisitos de tópicos abordados na ordem apresentada no Anexo F da Resolução. A lâmina possui apenas três páginas e contém as principais informações da Oferta de maneira simplificada e de fácil compreensão. Além disso, foi estabelecido uma limitação do número de palavras que podem constar na lâmina, a vedação de referência cruzada com o prospecto e a necessidade de seguir um formato que possibilite a leitura da Lâmina em dispositivos eletrônicos, como smartphones e tablets.

A CVM criou a Lâmina ao constatá-la necessária em um cenário de aumento do número de pessoas naturais investindo em valores mobiliários e no contexto das medidas que fazem parte da presente reforma trazida pela Resolução CVM 160 que ampliam o público ao qual as Ofertas podem ser dirigidas.

³⁴ O estudo de viabilidade econômico-financeira deve contemplar, no mínimo, a análise de demanda das principais linhas de produtos e serviços do emissor que representem uma percentagem substancial de seu volume global de receitas e retorno do investimento, expondo clara e objetivamente cada uma das premissas adotadas para a sua elaboração.

Importante ressaltar que o estudo de viabilidade econômico-financeira, deve ser comedido nas projeções e perspectivas do ofertante. Portanto, deve adotar premissas razoáveis e cuidar de alertar os potenciais investidores que tais premissas podem não se concretizar, de modo a assegurar que os investidores estejam cientes dos riscos envolvidos na tomada de decisão de investimento.

³⁵ O contrato de distribuição regula a intermediação da Oferta e determina as obrigações das partes no âmbito do IPO. Os assessores legais dos Coordenadores da Oferta serão responsáveis pela elaboração do contrato de distribuição que estabelecerá todas as características, termos e condições do IPO, assim como as obrigações entre as partes.

A Resolução CVM 160 traz como possibilidade a análise de forma reservada do requerimento do registro de oferta pública de distribuição, que siga o rito de registro ordinário³⁶. A análise se manterá reservada até a data em que ocorrer o deferimento do registro ou a divulgação de prospecto, preliminar ou definitivo, o que ocorrer primeiro.

Vale ressaltar que o ofertante pode dar publicidade à existência do pedido de oferta. Dessa forma, seria dado o tratamento reservado apenas aos documentos submetidos à SRE para fins de análise do requerimento do registro e, além disso, o ofertante pode requerer, a qualquer momento, o término do caráter reservado da análise do requerimento do registro da oferta por parte da SRE. Entretanto, a condução da análise reservada só é possível se solicitada simultaneamente com o protocolo inicial do requerimento de registro da oferta.

O protocolo do pedido de registro é marco inicial da contagem dos prazos da Oferta. Conforme já explicitado, o protocolo inicial deve conter diversos documentos e a SRE deve informar, no prazo de até 10 (dez) dias contado deste protocolo, sobre a suficiência dos documentos submetidos e quais documentos ou informações estão faltando. Caso seja necessária a complementação da documentação necessária, será concedido prazo de 10 (dez) dias úteis para o ofertante.

Caso qualquer dos documentos obrigatórios supracitados não seja devidamente protocolado no momento do requerimento, o prazo inicial será contado da data do protocolo do último documento que complete a instrução do processo de requerimento de registro.

A SRE deve concluir a análise do requerimento de registro da oferta no prazo máximo de 60 (sessenta) dias³⁷, contado da data do protocolo de todos os documentos obrigatórios acima expostos e, se não houver manifestação da Superintendência neste prazo, o registro deverá ser automaticamente deferido.

Após a apresentação de todos os documentos obrigatórios para o protocolo do pedido de registro, a SRE pode, no prazo de 20 (vinte) dias úteis, suspender o prazo de análise máximo de 60 (sessenta) dias, mediante emissão de ofício com exigências ao ofertante.

O ofertante terá o prazo de 40 (quarenta) dias úteis para o atendimento das eventuais exigências formuladas pela SRE. Observa-se que o prazo para o cumprimento das exigências

³⁶ Ressalta-se que a ANBIMA também consagrou a possibilidade da realização de Análise Reservada na oferta que siga o rito automático de Registro, a qual seguirá os mesmos procedimentos desta seção.

³⁷ Conforme disposto no artigo 36 da Resolução CVM 160.

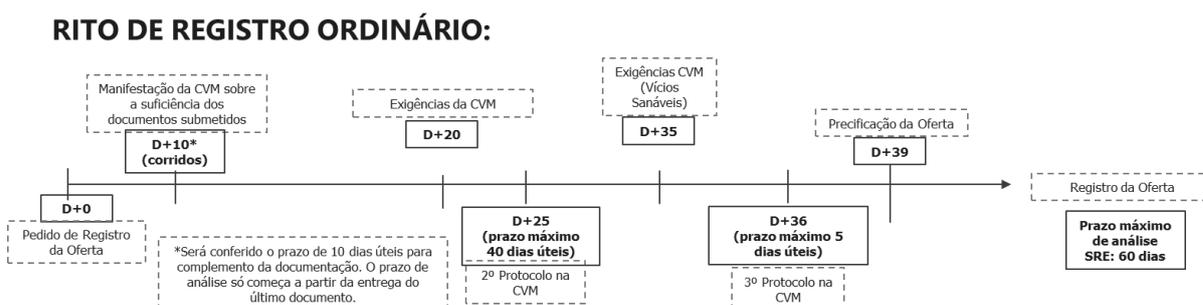
pode ser prorrogado uma única vez, por período não superior a 20 (vinte) dias úteis, mediante a prévia apresentação de pedido fundamentado pelos interessados.

Após o recebimento do cumprimento das exigências pelo ofertante, a SRE terá o prazo de 10 (dez) dias úteis para se manifestar sobre o pedido de registro, o qual é automaticamente obtido se não houver manifestação da Superintendência neste prazo.

Caso as exigências não tenham sido plenamente atendidas ou caso as alterações ensejem a necessidade de se realizar novas exigências, a SRE deve enviar ofício ao coordenador líder, com cópia para o ofertante, reiterando exigências ou apresentando novas exigências que se mostrarem necessárias, concedendo-lhe para atendimento o prazo de 5 (cinco) dias úteis, ofício este conhecido como Vícios Sanáveis.

O prazo para o cumprimento dos Vícios Sanáveis pode ser prorrogado uma única vez, por período não superior a 5 (cinco) dias úteis, mediante a prévia apresentação de pedido fundamentado pelos interessados. O prazo para manifestação da SRE a respeito do cumprimento desses vícios será de 3 (três) dias úteis.

Figura 3 – Cronograma sugestivo (Rito Ordinário)



Fonte: Resolução CVM 160.

A figura apresentada acima é meramente ilustrativa e oferece um cronograma simplificado que sugere o processo completo de uma oferta sujeita ao rito ordinário de registro perante a CVM, levando em consideração todos os prazos previamente mencionados e detalhados nesta seção.

1.4.2 Rito automático

O rito de registro automático é aquele no qual o registro da oferta não se sujeita à análise prévia da CVM e a distribuição pode ser realizada automaticamente se cumpridos os requisitos e procedimentos dispostos no artigo 27 da Resolução CVM 160.

No caso de um IPO, a única possibilidade prevista na Resolução é o IPO de emissores registrados em fase operacional, independente do público-alvo, desde que o emissor já esteja registrado na Categoria A e via análise prévia por entidade autorreguladora, autorizada pela CVM nos termos do convênio estipulados pelo artigo 95 da Resolução.

Esses convênios podem ser celebrados pela CVM com entidades autorreguladoras que, a juízo da Autarquia, comprovem ter estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas na Resolução.

Nesse sentido, a CVM celebrou um Acordo de Cooperação Técnica³⁸ com a ANBIMA para que seja possível que esta realize a análise do requerimento de registros de companhias que desejem realizar a oferta sob o rito automático.

Logo, analisar-se-á nessa seção os prazos e procedimentos a serem observados no caso de uma oferta realizada sob o Rito Automático de registro na qual a ANBIMA será responsável pela análise prévia do pedido de registro.

Para o requerimento do registro no Rito Automático no âmbito da oferta, é necessária, inicialmente, a apresentação do prospecto e da lâmina. Além disso, quando requeridos, outras divulgações são obrigatórias, como o aviso a mercado³⁹, o anúncio de início e o anúncio de encerramento⁴⁰.

Vale ressaltar que caberá à ANBIMA verificar o atendimento das normas editadas pela CVM aplicáveis aos pedidos de registro com análise prévia pleiteados junto à Associação. Logo, esta será responsável pela análise dos documentos apresentados nos prazos abaixo discorridos.

O protocolo do pedido de registro é marco inicial da contagem dos prazos da oferta. Após o protocolo inicial, a ANBIMA deve informar, no prazo de até em 1 (um) dia útil após a

³⁸ Até a presente data, esse foi o único Acordo de Cooperação Técnica celebrado.

³⁹ O aviso ao mercado é documento obrigatório para todas as ofertas de ações e consiste em um aviso resumido que dá ampla divulgação ao prospecto preliminar, no caso de IPO que segue o rito ordinário, ou, no caso de oferta destinada a investidores profissionais, ao requerimento do registro automático. A Oferta Pública será considerada a mercado a partir da data em que o aviso ao mercado for divulgado. Logo, o aviso estabelece marco formal de início da oferta.

⁴⁰ O anúncio de encerramento da distribuição apresenta ao mercado o resultado da oferta e segue os termos do Anexo M da Resolução CVM 160. O anúncio deve ser divulgado tão logo se verifique o primeiro entre os seguintes eventos: (i) encerramento do prazo estipulado para a oferta; ou (ii) distribuição da totalidade dos valores mobiliários objeto da oferta, inclusive daqueles constantes do lote adicional, assim como o eventual exercício da opção de distribuição do lote suplementar.

O anúncio de encerramento marca o fim da vedação de publicidade à oferta.

disponibilização do protocolo, se os documentos obrigatórios foram enviados, conforme lista disponibilizada pela Associação em sua página na internet e, caso sejam constatadas pendências documentais, estas serão comunicadas ao coordenador líder e a análise do pedido de registro de oferta pública não será iniciada até o devido cumprimento.

A ANBIMA concluirá a primeira análise do pedido de registro no prazo de até 5 (cinco) dias úteis, contados do dia útil seguinte à apresentação da documentação completa. Havendo exigências, a ANBIMA expedirá o 1º Ofício de Exigências, que será enviado ao coordenador líder.

O ofertante terá o prazo de 44 (quarenta e quatro) dias úteis para o atendimento das eventuais exigências formuladas pela ANBIMA.

Observa-se que o prazo para o cumprimento das exigências pode ser prorrogado uma única vez, por período não superior a 25 (vinte) dias úteis, mediante a prévia apresentação de pedido fundamentado pelos interessados.

Uma vez concedida a extensão do prazo pela ANBIMA, o prazo adicional será incorporado ao prazo global de dias que podem ser utilizados pela instituição participante em qualquer uma das três etapas de cumprimento de exigências, ou seja, no prazo de cumprimento das exigências de qualquer um dos três Ofícios de Exigências, conforme detalhado abaixo.

Após o recebimento do cumprimento das exigências pelo ofertante, a ANBIMA terá o prazo de 2 (dois) dias úteis para se manifestar sobre o pedido de registro e, caso as exigências não tenham sido plenamente atendidas ou caso as alterações ensejem a necessidade de se realizar novas exigências, a ANBIMA deve enviar ofício ao coordenador líder reiterando exigências ou apresentando novas exigências que se mostrarem necessárias.

O prazo para o cumprimento do 2º Ofício de Exigências será os dias úteis não utilizados para cumprimento do primeiro ofício, cujo prazo foi de 44 (quarenta e quatro) dias úteis acrescidos de 3 (três) dias úteis.

Após o cumprimento do segundo ofício de exigências, a ANBIMA concluirá a terceira análise do pedido de registro no prazo de 1 (um) dia útil e havendo exigências, a ANBIMA expedirá o 3º Ofício de Exigências, que será enviado ao coordenador líder.

O prazo para o cumprimento das exigências estabelecidos será o mesmo do 2º Ofício de Exigências, os dias úteis não utilizados para cumprimento do primeiro e do segundo Ofício, acrescidos de 3 (três) dias úteis.

Após o cumprimento do 3º Ofício de Exigências, a ANBIMA concluirá a análise final do pedido de registro no prazo de 1 (um) dia útil e a análise será encerrada, não sendo permitido o envio de novos ofícios de exigências pela ANBIMA.

Após a análise do requerimento de registro apresentado para análise da entidade autorreguladora, esta deverá emitir um relatório técnico que não aponte óbice ou condições para o deferimento do registro da oferta pública.

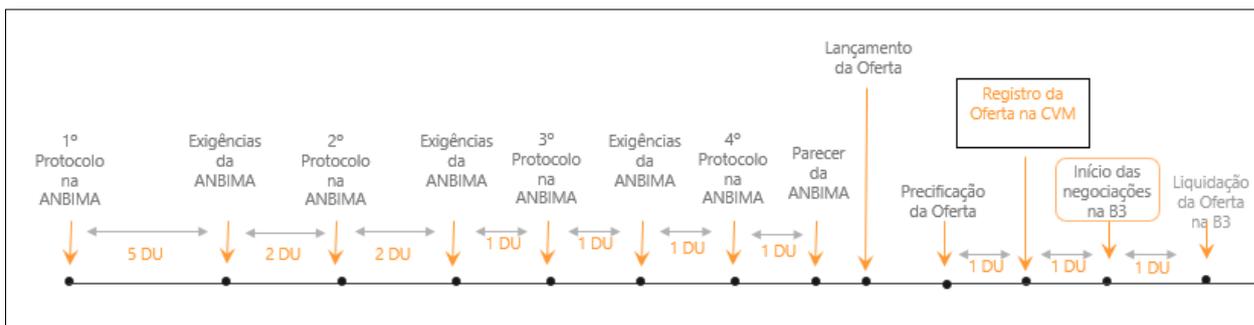
Na sequência da emissão do relatório, o requerimento de registro previamente analisado por entidade autorreguladora deve ser submetido à CVM acompanhado: (i) dos documentos necessários para o registro da respectiva Oferta Pública, de acordo com o público-alvo destinatário da Oferta; e (ii) do relatório técnico elaborado pela entidade autorreguladora conveniada nos termos estabelecidos pelo convênio que não aponte óbice ou condições para o deferimento do registro da oferta pública.

A concessão do registro com análise prévia via convênio com entidade autorreguladora acontece no momento imediatamente subsequente à submissão à CVM dos documentos acima elencados.

Na mesma data do requerimento de registro da oferta com análise prévia de entidade autorreguladora é realizado o lançamento da oferta, a partir da divulgação do aviso ao mercado e do prospecto preliminar.

Na hipótese de parecer que indique a existência de óbice para concessão do registro da oferta, o coordenador líder poderá apresentar pedido de registro à CVM, conforme rito ordinário previsto na Resolução 160, ou um novo pedido à ANBIMA.

Figura 4: Cronograma sugestivo II (Rito Automático)



Fonte: Manual de Acordos da ANBIMA e Regulamento de Emissores da B3

A figura acima, utilizada para fins ilustrativos, apresenta um cronograma simplificado sugestivo que representa o curso de uma oferta que se submeta ao processo de registro automático junto à análise prévia da ANBIMA. As delimitações temporais descritas nesta imagem acima são fundamentadas nos prazos de avaliação estabelecidos no Manual de Acordos da ANBIMA, os quais foram abordados nessa seção e devem ser rigorosamente seguidos. Conforme imagem acima, o registro via rito automático pode ser conferido após 15 dias úteis, em comparação aos mais de 39 dias úteis do rito ordinário.

2. A SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL

2.1 Conceito e a lei nº 14.193

O futebol é uma paixão inigualável para os brasileiros. De acordo com o relatório intitulado "*Finanças, História e Mercado do Futebol Brasileiro*", elaborado em colaboração entre a consultoria Convocados e a XP Investimentos, 75% da população do país escolhe o futebol como sua modalidade esportiva favorita, enquanto impressionantes 88% têm uma equipe de futebol pela qual torcem com fervor. Entre as agremiações futebolísticas, o Flamengo se destaca como o clube mais reverenciado entre os brasileiros.

Não obstante ser uma manifestação nacional de grande apelo emocional e capaz de comover multidões, a maioria dos clubes de futebol brasileiros apresenta, segundo um estudo financeiro⁴¹ conduzido pela auditoria EY, uma situação fiscal preocupante.

⁴¹ DANIEL, Pedro; HAZAN, Eduardo. **Levantamento Financeiro: Clubes Financeiros (2022)**. EY Brasil, São Paulo, Brasil, 2023.

O levantamento correspondente a 2022 indica que, dentre os 40 clubes que disputaram as Séries A e B do Campeonato Brasileiro, 30⁴² geraram um faturamento combinado de R\$ 8.100.000.000,00 (oito bilhões e cem milhões de reais). Entretanto, tais entidades também acumularam um passivo líquido de R\$ 11.300.000.000,00 (onze bilhões e trezentos milhões de reais) durante o mesmo período. Além disso, constatou-se um aumento de 95% no endividamento dos clubes entre 2013 e 2022.

Na esteira do Parecer nº 129/2021⁴³ apresentado ao Congresso Nacional, durante a tramitação do Projeto de Lei nº. 5.516/2019, que culminou na promulgação da Lei nº 14.193/21, a Lei da Sociedade Anônima do Futebol emerge como "*uma alternativa viável e lógica para o aprimoramento do futebol e seu ecossistema*". Em consonância com o reconhecimento da crescente demanda por profissionalização e uma gestão mais eficaz no âmbito dos clubes de futebol brasileiros, esse marco legislativo representa um passo significativo ao introduzir a SAF no ordenamento jurídico nacional.

A Sociedade Anônima do Futebol é um subtipo societário⁴⁴ recente no contexto do ordenamento jurídico brasileiro, cuja introdução se deu por meio da Lei nº 14.193/21. O objetivo principal da SAF é proporcionar uma estrutura legal que permita aos clubes de futebol brasileiros operarem como empresas, o que envolve a adoção de práticas de governança mais eficazes, atração de investidores e a possibilidade de elaborar planos de reestruturação de dívidas. Esse subtipo societário foi concebido com a intenção de estabelecer uma relação mais próxima entre o futebol e as atividades que contribuem para o desenvolvimento social e econômico do país⁴⁵.

A SAF oferece aos clubes uma alternativa que se diferencia tanto do modelo de associação sem fins lucrativos quanto das sociedades empresárias reguladas pela lei geral. Essa nova estrutura societária proporciona benefícios específicos, como maior acesso a financiamento e uma estrutura de governança mais sólida. No entanto, a escolha entre manter

⁴² Só foram considerados os clubes brasileiros que disponibilizaram as demonstrações financeiras em sites oficiais até maio de 2023.

⁴³ O Parecer pode ser acessado através do link: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8979014&ts=1634829038417&disposition=inline>. A consulta foi realizada em 26 de setembro de 2023.

⁴⁴ DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol Lei 14.193/2021**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 65.

⁴⁵ Vide Parecer nº 129/2021 referente ao Projeto de Lei nº. 5.516/2019.

a propriedade direta de uma associação civil ou adotar o formato de SAF permanece a critério dos associados do clube, dependendo do interesse social da entidade.

Embora se reconheça que a Lei das Sociedades Anônimas desempenhe um papel subsidiário na Lei da SAF⁴⁶ é necessário compreender que a relação entre essas leis é caracterizada por uma profunda complementaridade. Isso se deve ao fato de que a estrutura fundamental das sociedades anônimas, que é a base sobre a qual a SAF se desenvolve, é em grande parte herdada da Lei das Sociedades por Ações.

A Lei da SAF aborda e delinea as particularidades específicas desse subtipo societário em seus artigos, mas, para uma apreensão completa e precisa de seu funcionamento e regulamentação, é necessário recorrer à Lei das Sociedades por Ações como fonte normativa suplementar. Na prática, a SAF oferece um conjunto de ferramentas mais substanciais e adaptadas para viabilizar a transformação dos clubes associativos em clubes-empresa. Esse ajuste se faz necessário para que essas entidades esportivas possam aproveitar plenamente as oportunidades oferecidas pelo altamente lucrativo mercado econômico do futebol no Brasil.

Nesse sentido, consagra o Professor Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, coidealizador do anteprojeto de lei que culminou na promulgação da Lei n.º 14.193/21:

Sua estrutura não contempla todos os elementos conferidores 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 complementaridade. 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 ao que for tratado de modo expresso pela Lei 14.193/21.⁴⁷

Como visto, a SAF se baseia na Lei das Sociedades por Ações, herdando diversos de seus princípios e regulamentos. No entanto, a Lei da SAF estabelece disposições específicas que a tornam aplicável ao contexto do futebol. Essa relação complementar entre as leis permite que a SAF aproveite os benefícios do mercado econômico altamente vantajoso do futebol no Brasil, que movimenta bilhões de reais anualmente.

Como será visto em subcapítulo adiante, a SAF estabelece padrões rigorosos de transparência e prestação de contas, forçando os clubes a divulgarem informações financeiras aos investidores e ao público em geral. Essa abordagem visa criar uma cultura de

⁴⁶ Vide art. 1º da Lei da SAF.

⁴⁷ DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Op. cit., p. 65.

responsabilidade corporativa e equidade, afastando o controle financeiro dos clubes das mãos de dirigentes e "cartolas" não especializados em gestão empresarial.

Embora a implementação das SAFs não seja a primeira tentativa de profissionalizar o futebol no Brasil, ela se destaca por sua estrutura mais sólida e adaptada à realidade do setor futebolístico local. No entanto, a adoção da SAF permanece opcional para os clubes, que podem escolher o modelo que melhor se adequa às suas necessidades e circunstâncias.

A principal competição futebolística do Brasil, o Campeonato Brasileiro de Futebol, também conhecido como Brasileirão e Série A, é formada por 20 equipes de futebol profissional. No ano de 2023, 30% dessas equipes já haviam se transformado em SAF⁴⁸, constituindo um marcante exemplo da aceitação generalizada da SAF no cenário futebolístico brasileiro.

2.2 As formas de constituição da SAF

A Lei da SAF oferece um leque de possibilidades para a criação ou transformação de uma SAF. Estas alternativas abrangem diversos cenários, a saber⁴⁹: (i) a transformação de um clube ou entidade jurídica original em uma SAF; (ii) a cisão do departamento de futebol do clube ou entidade jurídica original; (iii) a iniciativa de constituir uma SAF por parte de pessoa natural ou jurídica, bem como por fundos de investimento; ou (iv) a criação da SAF através do procedimento denominado "dropdown".

2.2.1 Transformação

O artigo 220 da Lei das Sociedades por Ações, estabelece, em seu caput, que a transformação é a operação que promove uma modificação na natureza de uma sociedade, permitindo a conversão desta de um tipo societário para outro, tudo isso sem a necessidade de dissolução ou liquidação.

A transformação pode ser definida como "*a mudança do tipo da sociedade empresária. Por essa operação, por exemplo, a limitada se torna anônima, ou vice-versa. Na transformação, permanece a mesma pessoa jurídica, submetida, porém, ao regime do novo tipo adotado.*" (COELHO, 2022, p. 601).

⁴⁸ Os 6 clubes que já se tornaram SAF são: Bahia, Botafogo, Cruzeiro, Cuiabá, Coritiba e Vasco.

⁴⁹ Vide artigos 2 e 3 da Lei da SAF.

A Lei da SAF, no inciso I do artigo 2º prevê a "*transformação do clube ou pessoa jurídica original em Sociedade Anônima do Futebol*" como um dos meios legais para a constituição de uma SAF.

Dessarte, devido a subsidiariedade da Lei das Sociedades por Ações na Lei da SAF, a entidade transformada não é extinta, mas sim submetida a uma alteração em sua natureza jurídica, preservando suas atividades, direitos e deveres preexistentes. Dessa forma, ao final do processo, permanece uma única entidade, agora configurada como SAF.

Se extrai do inciso I do artigo 2º da Lei da SAF duas formas de constituição por transformação: A primeira se dá pela transformação do clube em SAF. Essa transformação deve ser realizada de acordo com o regimento interno do clube e geralmente requer aprovação por meio do Conselho de Administração do clube, sem a necessidade de aprovações regulatórias adicionais. Nesse cenário, a instituição original cessa sua existência, transferindo todos os ativos e passivos para a SAF.

Além disso, a nova entidade assume todas as obrigações previamente estabelecidas com federações, ligas, a Confederação Brasileira de Futebol ("CBF") e relações contratuais existentes⁵⁰. A SAF, após sua criação, pode participar de competições esportivas, como torneios, copas e campeonatos, seguindo as mesmas condições que regiam a entidade sem fins lucrativos.⁵¹

No segundo cenário, a transformação em SAF pode ocorrer a partir de uma sociedade empresária, denominada "*pessoa jurídica original*" pelo legislador. Nesse contexto, a aprovação da transformação é de responsabilidade dos sócios, de acordo com o contrato ou estatuto social da sociedade de origem. Vale destacar que essa transformação não implica em uma mudança substancial na natureza da operação, uma vez que tanto a pessoa jurídica original quanto a SAF têm finalidade econômica.

Um exemplo de aplicação desse conceito é o caso do Cuiabá Esporte Clube – Sociedade Anônima do Futebol, no qual a pessoa jurídica original, uma sociedade limitada composta por apenas dois sócios pessoas físicas, foi transformada em SAF⁵². Esse tipo de transformação

⁵⁰ Vide art. 2, §1º da Lei da SAF.

⁵¹ Vide art. 2, §1º da Lei da SAF.

⁵² CUIABÁ ESPORTE CLUBE – SAF. **10º Instrumento Particular de Alteração do Contrato Social**. Disponível em: <<http://cuiabaesportecolube.com.br/wp-content/uploads/2021/05/2021-12-CUIABA-ESPORTE-CLUBE-10a-Alteracao-Contratual-Transformacao.pdf>>. Acesso em: 27 de setembro de 2023.

apresenta desafios práticos significativos quando a associação ou sociedade em questão possui muitos associados ou sócios, uma vez que esses indivíduos passariam a ser acionistas da SAF. A gestão de um grupo tão extenso de acionistas pode ser complexa, especialmente em situações que envolvem a alienação de controle da SAF, demandando a harmonização dos interesses de um considerável número de acionistas.

2.2.2 Cisão

Nas palavras de Fabio Ulhoa Coelho, a cisão pode ser definida como:

a operação pela qual uma sociedade empresária transfere para outra, ou outras, constituídas para essa finalidade ou já existentes, parcelas do seu patrimônio, ou a totalidade deste. Quando a operação envolve a versão de parte dos bens da cindida em favor de uma ou mais sociedades, diz-se que a cisão é parcial; quando vertidos todos os bens, total. Neste último caso, a sociedade cindida é extinta. Por outro lado, se a sociedade empresária para a qual os bens são transferidos já existe, a operação obedece às regras da incorporação (LSA, art. 229, § 3º). (COELHO, 2022, p. 602).

A Lei da SAF, prevê a cisão como um mecanismo legítimo para a constituição de SAFs. Entretanto, é importante salientar que, especificamente no contexto da SAF, os ativos transferidos devem estar estritamente relacionados à atividade do futebol⁵³. Portanto, pela via da cisão, o patrimônio do clube ou da pessoa jurídica original que se dedica ao futebol é segregado e transferido para a SAF, enquanto os demais elementos estruturais e financeiros da sociedade cindida permanecem inalterados.

Importante destacar que a legislação da SAF se concentra na cisão parcial, uma vez que a cisão total implicaria na transferência de elementos alheios à atividade do futebol, o que é expressamente vedado pela lei, uma vez que a SAF é destinada exclusivamente às atividades relacionadas ao futebol. Para a transferência de elementos que não se enquadram nessa categoria, seria necessária a constituição de outras sociedades, que não sob a forma de SAF⁵⁴.

O Vasco da Gama se apresenta como um exemplo de SAF constituída por meio de cisão do departamento de futebol⁵⁵, mantendo suas outras atividades inalteradas. Neste contexto, é importante destacar que a cisão permite que a SAF não permaneça como uma sociedade unipessoal, possibilitando a participação de novos investidores e acionistas, conforme a

⁵³ Vide art. 2º, §2º da Lei da SAF.

⁵⁴ DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Op. cit., p. 89.

⁵⁵ VASCO DA GAMA – SAF. **Estatuto Social**. Disponível em: < <https://vasco.com.br/wp-content/uploads/2023/01/3.-VGSAF-Estatuto-Social-Site.pdf>>. Acesso em: 27 de setembro de 2023.

realidade e o interesse de cada entidade. Esse aspecto torna o cenário do futebol brasileiro atraente para investidores em todo o mundo.

A Lei da SAF também estabelece disposições específicas relacionadas à cisão no contexto do futebol. Ela regula a transferência de direitos e deveres decorrentes de relações estabelecidas entre a SAF e o clube, bem como a forma de pagamento de remuneração e direitos provenientes da exploração de bens originalmente vinculados ao clube. Em geral, essa transferência de ativos e obrigações pode ser definida em contrato, seja de forma definitiva ou a termo⁵⁶.

Além disso, a Lei da SAF prevê que, quando ocorre a cisão de um departamento de futebol de um clube associativo, as ações ordinárias de classe A devem ser emitidas para subscrição pelos titulares do clube originário. Essa medida visa assegurar o direito de veto do clube associativo em questões sensíveis, como reorganização societária, alienação de bens imobiliários, entre outras. O percentual mínimo necessário para exercer esse direito de veto é de 10% das ações ordinárias de classe A em relação ao capital social votante ou total da SAF⁵⁷.

O legislador também estabelece outras matérias que exigem a concordância do titular das ações da classe A, independentemente do percentual de participação no capital votante ou social. Isso inclui a alteração da denominação, a mudança de sede para outro município e a modificação dos elementos identificativos da equipe de futebol profissional, como símbolo, brasão, marca, alcunha, hino e cores⁵⁸.

A inclusão desses dispositivos na legislação está diretamente relacionada ao objetivo do legislador de garantir ao clube associativo o direito de veto em questões delicadas, como aquelas relacionadas à reorganização societária. Essa motivação é claramente declarada na justificativa do Projeto de Lei nº. 5.516/19, apresentado pelo Senador Rodrigo Pacheco, que serviu como base para a criação da Lei da SAF⁵⁹.

2.2.3 Iniciativa

⁵⁶ Vide art. 2º, §2º, III da Lei da SAF.

⁵⁷ Art. 2, §3º da Lei da SAF.

⁵⁸ Art. 2, §4º da Lei da SAF.

⁵⁹

Disponível

em:

<https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8025061&ts=1634829035884&disposition=inline>. Acesso em 27 de setembro de 2023.

A terceira opção para a constituição da SAF envolve iniciativas de pessoas naturais ou jurídicas ou fundos de investimento. Essa abordagem implica que uma SAF pode ser estabelecida sem a existência prévia de uma equipe esportiva.

Nesse contexto, tanto a SAF quanto a entidade esportiva seriam criadas simultaneamente, de acordo com o inciso III do artigo 2º da Lei da SAF e, portanto, não haveria um clube ou pessoa jurídica original que exista antes da SAF, mas sim a formação de uma nova pessoa jurídica, cujo escopo deve estar estritamente relacionado à prática do futebol, em conformidade com as disposições da Lei da SAF.

Essa abordagem inovadora apresenta uma diferenciação importante em relação à Lei das Sociedades por Ações, que tradicionalmente exigia a presença de múltiplos acionistas para a constituição de uma sociedade anônima⁶⁰. A Lei da SAF, por outro lado, afasta essa exigência, permitindo que uma única pessoa, um fundo de investimento ou até mesmo uma sociedade estrangeira tome a iniciativa de criar uma SAF.

Essa modificação trazida pela Lei da SAF pode ser vista como uma adaptação às necessidades do cenário esportivo e de investimento, fornecendo flexibilidade para a formação de SAFs. Portanto, essa nova abordagem oferece uma maneira mais ágil e acessível de estabelecer entidades ligadas ao futebol, sem a necessidade de múltiplos acionistas ou a existência prévia de um clube ou pessoa jurídica original.

2.2.4 *Drop down*

Por fim, a criação de uma SAF pode ocorrer por meio de uma modalidade específica conhecida como "*drop down*", a qual está prevista no artigo 3º da Lei da SAF.

A operação *drop down* é definida como um negócio jurídico através do qual uma determinada sociedade transfere um ou mais elementos de seu patrimônio com o fim de integralizar o capital social de uma sociedade⁶¹. Nesse contexto, a sociedade que transfere esses ativos é o clube de futebol, conforme a perspectiva técnica estabelecida na Lei da SAF. Em contrapartida, a nova sociedade que surge a partir dessa operação é a própria SAF⁶².

⁶⁰ Art. 80, I da Lei das Sociedades por Ações.

⁶¹ BOTREL, Sergio. **Fusões e aquisições**. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 221.

⁶² SOARES, Bruno Pinto; REGIS, Erick da Silva; SANTOS, Gabriel de Lima Sandoval; NASCIMENTO, Gustavo Henrique Almeida do; CARREIRA, João Paulo Corrêa; SOARES, Tadeu. *A Sociedade Anônima do Futebol (SAF): Disposições Introdutórias e Constituição*. In: SOUZA, Gustavo Lopes Pires de; RAMALHO,

A operação de *drop down*, embora não seja explicitamente regulamentada no Brasil, deve ser diferenciada de outras formas de reorganização societária, especialmente da cisão. Enquanto a cisão envolve a transferência de parcelas do patrimônio, incluindo ativos e passivos, o *drop down* permite a integralização do capital social de uma nova sociedade, como uma SAF, com a transferência de ativos, sem a obrigatoriedade de incluir o passivo⁶³.

Além disso, a cisão resulta em duas ou mais sociedades independentes, sem vínculos contínuos (COELHO, 2022, p. 602), enquanto no *drop down* há uma relação direta, já que a sociedade que realiza a transferência se torna acionista da nova entidade.

Sob a perspectiva da SAF, o *drop down* representa uma forma de constituição iniciada pelo clube, por meio da subscrição e integralização de ações da SAF, mediante a transferência de ativos específicos, conforme listado no caput do artigo 3º da Lei da SAF. Esses ativos podem incluir elementos como o nome, a marca e outros bens, dependendo do acordo entre a SAF e o clube ou a pessoa jurídica original detentora desses elementos. Em essência, essa transação representa uma troca, na qual o clube transfere ativos e, em troca, recebe ações emitidas pela SAF.

Importante ressaltar que o artigo 3º da Lei da SAF estabelece duas restrições ao clube que deseja criar uma SAF por meio do *drop down*. A primeira proíbe a transferência ou alienação de ativos imobilizados que contenham ônus ou que tenham sido dados como garantia, a menos que haja autorização do credor. A segunda veda que o clube se desfaça completamente de sua participação acionária na SAF enquanto existirem obrigações anteriores à constituição da companhia. Nesse caso, o clube deve manter pelo menos uma única ação emitida pela SAF.

Essas restrições têm o propósito de assegurar a segurança jurídica e econômica durante a implementação da SAF, protegendo os interesses de todas as partes envolvidas e terceiros afetados pela operação⁶⁴. Além disso, a Lei da SAF concede aos clubes a autorização para integralizar o capital social da nova sociedade por meio da transferência de diversos ativos,

Carlos Santiago da Silva (Org.). **Sociedade Anônima do Futebol: Primeiras Linhas**. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022. p. 27.

⁶³ CESÁRIO, Diandra Domingues. **A Operação Societária de Drop Down como Remédio Antitruste no Controle de Atos de Concentração**. Revista de Defesa da Concorrência, v. 4, n. 2, p. 45-78, 2016, p. 16.

⁶⁴ SOARES, Bruno Pinto; REGIS, Erick da Silva; SANTOS, Gabriel de Lima Sandoval; NASCIMENTO, Gustavo Henrique Almeida do; CARREIRA, João Paulo Corrêa; SOARES, Tadeu. *A Sociedade Anônima do Futebol (SAF): Disposições Introdutórias e Constituição*. In: SOUZA, Gustavo Lopes Pires de; RAMALHO, Carlos Santiago da Silva (Org.). **Sociedade Anônima do Futebol: Primeiras Linhas**. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022. p. 33.

incluindo nome, marca, símbolos, propriedades, ativos imobilizados e mobilizados, registros, licenças, direitos desportivos sobre atletas e sua repercussão econômica. Esse rol de ativos não é exaustivo, permitindo que a SAF e o clube negociem individualmente as condições relacionadas à transferência de ativos específicos⁶⁵.

2.3 Análise das vantagens e desvantagens da SAF

A análise das vantagens e desvantagens da SAF desempenha um papel fundamental na compreensão do impacto dessa estrutura societária no contexto esportivo e empresarial. A SAF, como uma forma de organização para clubes de futebol, tem gerado um debate significativo no cenário jurídico e esportivo brasileiro⁶⁶.

A SAF trouxe consigo uma série de vantagens que impactam positivamente os clubes de futebol brasileiros. Uma das principais vantagens está relacionada ao regime tributário favorável no período inicial de cinco anos após a constituição da SAF. Durante esse período, a SAF está sujeita a um tributo unificado limitado a 5% sobre as receitas mensais, excluindo as transferências de atletas⁶⁷. Após o sexto ano, a alíquota cai para 4% e passa a incidir sobre todas as receitas da empresa, inclusive as vendas de direitos econômicos de jogadores⁶⁸.

Outra vantagem significativa é a possibilidade de emitir as "debêntures-fut", um título de dívida que permite que torcedores invistam dinheiro na compra desses títulos e resgatem em um prazo igual ou superior a dois anos⁶⁹. Esse mecanismo de captação de recursos apresenta diversas vantagens, notadamente ao eliminar a necessidade de intermediação por instituições financeiras, que geralmente impõem custos mais elevados. Isso se traduz em uma maior eficiência no processo de captação, reduzindo custos e ampliando a capacidade de angariar fundos junto aos torcedores, além de potencialmente fomentar um senso de pertencimento e envolvimento por parte dos adeptos.

A legislação também trouxe uma ferramenta importante para a reestruturação de dívidas, o chamado "*Regime Centralizado de Execuções*". Esse mecanismo facilita a quitação de

⁶⁵ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, et. al. **Comentários à lei da sociedade anônima do futebol, Lei nº. 14.193/2021**. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 104

⁶⁶ KLEIN, Alicia; ROCHA, André; KAMPPFF, Andrei; KFOURI, Juca; LAVIERI, Danilo; MENON. **SAF é o melhor caminho para clubes brasileiros em baixa?** UOL Esporte, 22 de fevereiro de 2022, <https://www.uol.com.br/esporte/futebol/ultimas-noticias/2022/02/22/colunistas-opinam-saf-e-o-melhor-caminho-para-clubes-brasileiros-em-baixa.htm>. Acesso em 27 de setembro de 2023.

⁶⁷ Art. 32, caput e §1º da Lei da SAF.

⁶⁸ Art. 32, §2º da Lei da SAF.

⁶⁹ Art. 26 da Lei da SAF.

passivos, agrupando e ordenando o pagamento de dívidas trabalhistas e cíveis ao longo de um período de seis a dez anos, evitando penhoras e execuções de dívidas que podem afetar a estabilidade financeira dos clubes.⁷⁰

Além disso, a SAF é uma estrutura societária mais moderna e eficiente, o que pode atrair investidores, tanto nacionais quanto estrangeiros. Isso se deve à gestão mais profissional e transparente que a SAF possibilita, com foco na redução de custos e no aumento da receita. Exemplos de investidores que já participaram de clubes de futebol por meio da SAF incluem a *Eagle Holding* no Botafogo, *777 Partners* no Vasco da Gama, *City Football Group* no Bahia, *Red Bull* no Bragantino e *Tara Sports* no Cruzeiro.

A Lei da SAF possui uma seção dedicada à governança⁷¹, logo, a melhoria da gestão é outra vantagem, uma vez que a SAF permite uma administração mais profissional e eficiente. A transparência também é um destaque, com regras de governança corporativa mais rigorosas que garantem maior transparência e controle⁷². Isso significa que associados e torcedores têm acesso a informações detalhadas sobre a gestão do clube, incluindo balanços financeiros⁷³ e contratos com jogadores e profissionais.

Como será abordado em detalhes na seção 3.2 desse trabalho, a SAF oferece uma estrutura financeira flexível, permitindo a emissão de ações para captar recursos junto a investidores. Esses recursos podem ser direcionados para diversas finalidades, como construção ou reforma de estádios, contratação de jogadores, investimento em projetos de marketing e comunicação, e redução de dívidas. Portanto, as vantagens da SAF são diversas e têm o potencial de impulsionar o desenvolvimento dos clubes de futebol no Brasil.

Por outro lado, é fundamental reconhecer que, assim como ocorre com qualquer mudança de grande magnitude, a transformação de clubes de futebol em SAFs também acarreta desvantagens igualmente significativas. Essas desvantagens não podem ser ignoradas, pois podem ter um impacto considerável na tradição, na gestão e nas relações com os torcedores das instituições esportivas que optam por seguir esse caminho.

⁷⁰ Vide artigos 14-24 da Lei da SAF.

⁷¹ Seção III da Lei da SAF.

⁷² Como o funcionamento obrigatório e permanente do Conselho Fiscal e de Administração, conforme artigo 5º da Lei da SAF.

⁷³ Art. 7ª da Lei da SAF.

É fundamental compreender que, ao fazer essa transição, os clubes abandonam o status de associações sem fins lucrativos, passando a reger-se pelas mesmas normas que direcionam outras atividades econômicas. Isso significa que, diferentemente do cenário anterior, agora eles estão sujeitos a um risco iminente de falência⁷⁴, o que por si só já representa uma desvantagem significativa.

Uma das desvantagens consideráveis reside no fato de que, mesmo sob a estruturação de uma sociedade empresária, a gestão do clube pode continuar nas mãos de agentes amadores que mantêm uma influência considerável sobre as decisões da SAF. Essa situação pode contrariar o propósito de profissionalização almejado pela transformação, uma vez que as associações ainda detêm o controle total das ações da SAF, mantendo inalterado o aspecto crítico da gestão política.

Outro ponto sensível a ser considerado é a possibilidade de ocorrer um desalinhamento entre os interesses do dono ou acionista majoritário da SAF e as expectativas dos torcedores. Esse descompasso pode englobar uma ampla gama de questões, desde decisões cotidianas, como transferências de jogadores, até direcionamentos estratégicos que podem afetar profundamente o clube. Em muitos casos, o lucro pode prevalecer sobre o desempenho esportivo, ou o clube pode adotar uma abordagem que descaracteriza sua tradição e identidade, desapontando os torcedores.

Além disso, a transformação em SAF, ao conferir ao clube a natureza de uma empresa, pode acarretar a perda de parte da tradição e dos valores identitários que sempre foram associados à instituição esportiva. Mudanças no nome, uniforme, símbolos e práticas comerciais podem minar a essência do clube, o que pode ser motivo de preocupação para os torcedores mais fiéis.

Portanto, ao considerar a metamorfose em SAF, os clubes devem ponderar esses prós e contras com grande cautela, uma vez que essa decisão repercutirá de maneira profunda na essência, na gestão e na relação com os torcedores de suas instituições, exigindo uma análise cuidadosa de seus impactos a curto e longo prazo.

3. A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES DAS SAF

⁷⁴ Vide art. 1º da Lei nº 11.101 de 9 de fevereiro de 2005.

3.1 Análise de IPOs no cenário internacional do futebol

A conversão de clubes de futebol em SAF e a subsequente realização de Ofertas Públicas Iniciais de Ações são inéditas no contexto brasileiro. Entretanto, diversos clubes de renome internacional já trilharam esse caminho, desbravando o território da abertura de capital e oferecendo ações ao público.

No contexto da abertura de capital e da emissão de ações por clubes de futebol, os exemplos do Manchester United, da Juventus e do Benfica se destacam como referências. Estas instituições, cada uma à sua maneira, empreenderam a jornada desafiadora de oferecer ações ao público e adentrando no mercado financeiro global.

O Manchester United, ícone do futebol inglês, optou por cotar suas ações na Bolsa de Valores de Nova York, marcando um precedente importante no âmbito internacional. A Juventus, prestigiada equipe italiana e o Benfica, clube venerado em Portugal, adotaram uma abordagem semelhante em seus mercados domésticos. A análise desses casos emblemáticos proporcionará uma compreensão aprofundada das motivações subjacentes a essas decisões estratégicas, bem como das implicações substanciais que as acompanham, tanto no âmbito esportivo quanto no financeiro.

Este capítulo tem como propósito contextualizar a experiência brasileira, fornecendo perspectivas decorrentes de experiências internacionais que se revelarão fundamentais para a análise subsequente dos procedimentos específicos necessários para a realização de um IPO pelas SAF no Brasil.

3.1.1 Caso Manchester United

O Manchester United Football Club, uma das mais icônicas instituições do futebol mundial, desempenha um papel central no cenário esportivo e econômico, sendo um exemplo paradigmático da relação entre clubes de futebol e o mercado financeiro global. Sua história rica e influente estende-se por mais de 140 anos, marcada por uma trajetória de conquistas e inovações. Fundado em 1878 como Newton Heath L&YR Football Club, o clube entrou para a

primeira divisão inglesa na temporada de 1892-93, e posteriormente, em 1902, adotou o nome que o tornaria famoso: Manchester United Football Club⁷⁵.

A sede do clube, o icônico estádio Old Trafford, tornou-se não apenas um local de adoração para milhões de torcedores, mas também um marco que simboliza a história e a grandiosidade do esporte. Ao longo de sua notável trajetória, o Manchester United conquistou 13 títulos da Premier League, o principal campeonato da Inglaterra, entre outros troféus, solidificando sua posição como uma das equipes esportivas mais bem-sucedidas do mundo.

No contexto do IPO, que permite uma análise mais profunda das estratégias financeiras adotadas por clubes de futebol, é essencial considerar os dados pré-IPO do Manchester United. O clube, na época da oferta, possuía uma comunidade global de aproximadamente 659 milhões de seguidores, o que conferia a ele uma plataforma global única para a geração de receitas provenientes de diversas fontes⁷⁶. Essas receitas abrangiam áreas que incluíam patrocínios, merchandising, licenciamento de produtos, mídia digital, transmissões, além de suas operações de dia de jogo.

No cenário pré-IPO, em 31 de junho de 2012, o Manchester United reportou uma receita de aproximadamente \$539,418,000 em dólares, um lucro de cerca de \$21,192,400 em dólares e custos operacionais de cerca de \$419,422,980 em dólares⁷⁷. Esses números substanciais evidenciam a sólida situação financeira do clube antes de sua incursão no mercado de capitais.

O Manchester United realizou seu IPO em 13 de agosto de 2012 que envolveu a venda de 8.333.334 ações ordinárias Classe A pelo próprio clube, bem como a venda de 8.333.333 ações ordinárias Classe A pelo acionista vendedor, a Red Football LLC⁷⁸.

⁷⁵ Manchester United. **Our History**. Disponível em: <<https://ir.manutd.com/company-information/history.aspx>>. Acesso em: 10 out. 2023.

⁷⁶ **MANCHESTER UNITED**. *Prospectus, Filed Pursuant to 424(b)(4)*, Registration No. 333-182535. Tópico do documento: MANAGEMENT'S DISCUSSION AND ANALYSIS OF FINANCIAL CONDITION AND RESULTS OF OPERATIONS. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1549107/000104746912008161/a2210672z424b4.htm#cu71301_agement_s_discussion_and_an_man03466>. Acesso em: 10 out. 2023.

⁷⁷ **MANCHESTER UNITED**. *Prospectus, Filed Pursuant to 424(b)(4)*, Registration No. 333-182535. Tópico do documento: MANAGEMENT'S DISCUSSION AND ANALYSIS OF FINANCIAL CONDITION AND RESULTS OF OPERATIONS. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1549107/000104746912008161/a2210672z424b4.htm#cu71301_agement_s_discussion_and_an_man03466>. Acesso em: 10 out. 2023.

⁷⁸ À época do IPO, a Red Football LLC, uma subsidiária integral da Red Football Limited Partnership, pertencia a trusts controladas por seis descendentes diretos do Sr. Malcolm Glazer. Esses descendentes diretos do Sr. Glazer também ocupavam posições-chave na Red Football General Partner Inc., destacando-se entre eles Joel Glazer, presidente desta entidade.

No contexto financeiro do IPO, o preço de oferta pública das ações foi estabelecido em \$14.00 por ação, totalizando cerca de \$233,333,338 em receitas da oferta pública. Dessa quantia, as receitas antes das despesas foram estimadas em \$13.23 por ação, alcançando um total de \$110,250,009 para o Manchester United e \$110,249,996 ao acionista vendedor⁷⁹.

Os recursos líquidos advindos da oferta foram direcionados para a redução do endividamento. Esses recursos foram utilizados para o resgate e amortização de notas financeiras que o clube possuía antes de seu IPO⁸⁰. Essa estratégia permitiu ao Manchester United aliviar seu passivo financeiro e fortalecer sua posição patrimonial.

Após a oferta pública inicial, é possível observar algumas mudanças fundamentais nos indicadores financeiros do Manchester United. Em 09 de outubro de 2023, o valor das ações do clube atingiu \$18.86⁸¹, evidenciando uma valorização em relação ao preço de oferta inicial. Além disso, no exercício social findo em 30 de junho de 2022, o clube registrou uma receita de aproximadamente \$650,009.87 em dólares, custos operacionais de cerca de \$772,404.78 em dólares e um prejuízo de aproximadamente \$128,915.82 em dólares⁸².

No cenário pós-IPO, o Manchester United também testemunhou um notável crescimento em sua base de fãs e seguidores. De acordo com uma pesquisa disponibilizada pelo Manchester United, o clube, em junho de 2023, possuía uma soma de 1.1 bilhão de fãs e seguidores em todo o mundo, representando um aumento significativo em comparação aos números pré-IPO, que eram de 659 milhões⁸³.

A decisão de realizar um IPO em 2012 representou um marco na história do clube e proporcionou a oportunidade de alavancar sua vasta base de fãs e seguidores em todo o mundo.

⁷⁹ **MANCHESTER UNITED**. *Prospectus, Filed Pursuant to 424(b)(4)*, Registration No. 333-182535. Tópico do documento: *About this Prospectus*. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1549107/000104746912008161/a2210672z424b4.htm#bi71301_about_this_prospectus>. Acesso em: 10 out. 2023.

⁸⁰ **MANCHESTER UNITED**. *Prospectus, Filed Pursuant to 424(b)(4)*, Registration No. 333-182535. Tópico do documento: *USE OF PROCEEDS*. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1549107/000104746912008161/a2210672z424b4.htm#cm71301_use_of_proceeds>. Acesso em: 10 out. 2023.

⁸¹ Vide <https://www.marketwatch.com/investing/stock/manu>. Acesso em 10/10/2023.

⁸² **MANCHESTER UNITED**. *FORM 20-F/A*. Tópico do documento: *SELECTED FINANCIAL DATA*. Disponível em: <https://otp.tools.investis.com/clients/us/manchester_united/SEC/sec-show.aspx?Type=html&FilingId=16507881&CIK=0001549107&Index=10000#MANU-20230630X20F_HTM_SELECTEDFINANCIALDATA_450935>. Acesso em: 10 out. 2023.

⁸³ **MANCHESTER UNITED**. *FORM 20-F/A*. Tópico do documento: *MARKET AND INDUSTRY DATA*. Disponível em: <https://otp.tools.investis.com/clients/us/manchester_united/SEC/sec-show.aspx?Type=html&FilingId=16507881&CIK=0001549107&Index=10000#MANU-20230630X20F_HTM_MARKETANDINDUSTRYDATA_734401>. Acesso em: 10 out. 2023.

Os números demonstram sua robustez financeira tanto pré quanto pós-IPO, com um crescimento significativo nas receitas e uma expansão notável na comunidade de torcedores.

A valorização das ações após a oferta pública e o aumento substancial na base de fãs e seguidores refletem o potencial financeiro de uma instituição esportiva com reconhecimento global. O Manchester United ilustra como a interseção entre o esporte e o mercado financeiro pode não apenas fortalecer a posição de um clube no cenário esportivo, mas também impulsionar sua sustentabilidade financeira a longo prazo.

Esta análise do percurso do Manchester United ressalta o papel crucial desempenhado pelo mercado de capitais na transformação dos clubes de futebol modernos em organizações financeiramente robustas e voltadas para o futuro, ao mesmo tempo em que preservam sua rica herança esportiva.

3.1.2 Caso Juventus

A Juventus Football Club, uma instituição lendária no cenário do futebol italiano, teve sua origem quase fortuita, quando um grupo de amigos apaixonados pelo futebol se reuniu em Turim e fundou o clube em 1º de novembro de 1897. A partir desse modesto início, a Juventus se tornou um dos maiores nomes do futebol italiano, com uma história rica e cheia de conquistas. Desde o início do século 20, o clube vestiu as cores *bianconeri*, branco e preto, que se tornaram emblemáticas⁸⁴. A história do clube está repleta de figuras notáveis e títulos memoráveis, sendo a maior campeã italiana, com 36 títulos nacionais e um título da liga dos campeões da Europa.

Antes de seu IPO em 2001, a Juventus já demonstrava estabilidade financeira. Os dados pré-IPO de 30 de junho de 2001 revelam um lucro líquido de 6,133,000 euros, total de receitas de 175,333,000 euros e custos operacionais de 188,152,000 euros⁸⁵. Esses números sustentam a sólida base financeira do clube antes de sua incursão no mercado de capitais.

⁸⁴ **JUVENTUS**. Our History. Disponível em: <https://www.juventus.com/en/club/history/>. Acesso em: 11/10/2023.

⁸⁵ **JUVENTUS**. Juventus' Reports and Financial Statements at 30 June 2002. Disponível em: <https://www.juventus.com/en/club/investor-relations/statements/reports#0--season-2001-02>. Acesso em: 11/10/2023.

O IPO da Juventus, realizado em dezembro de 2001, envolveu a oferta pública de ações para o público em geral na Itália, bem como a alocação a investidores profissionais italianos e institucionais estrangeiros⁸⁶.

Com base nisso, um total de 44.505.000 ações foram alocadas entre os diversos participantes. Dessas ações, 16.930.210 representaram o aumento de capital do próprio clube, o que, a um preço de oferta de 3,7 euros por ação, resultou em um fluxo financeiro direto de aproximadamente 62,8 milhões de euros para a Juventus. Paralelamente, 21.769.790 ações foram oferecidas para venda pelos acionistas vendedores, que também se beneficiaram do IPO. Esse montante totalizou cerca de 80,5 milhões de euros em recursos para os acionistas vendedores. Adicionalmente, 5.805.000 ações foram disponibilizadas na opção de excesso de subscrição, proporcionando uma oportunidade extra para os investidores adquirirem ações no mercado secundário⁸⁷.

Essa alocação estratégica de ações permitiu à Juventus angariar recursos financeiros significativos por meio do aumento de capital, fortalecendo sua base patrimonial para futuros investimentos e crescimento. Ao mesmo tempo, os acionistas vendedores tiveram a oportunidade de realizar parte de seu investimento, captando recursos consideráveis com a venda das ações durante o IPO. A combinação de ambos os aspectos demonstra como as ofertas públicas iniciais podem ser uma ferramenta eficaz para otimizar o capital de uma empresa e proporcionar liquidez aos acionistas.

No cenário pós-IPO, o clube conquistou um notável número de títulos, incluindo 10 campeonatos italianos, sendo 9 deles consecutivos. Esse desempenho demonstra a força e a resiliência financeira que a Juventus adquiriu após a abertura de capital, capacitando o clube a investir em jogadores de alto calibre e competir em níveis excepcionais.

Em relação aos dados financeiros até 30 de junho de 2022, a Juventus reportou um prejuízo líquido de 236,629,531 euros, com uma receita total de 439,964,465 euros e custos

⁸⁶ Juventus Football Club S.p.A. PROSPETTO INFORMATIVO. Sezione Seconda - Informazioni Relative alle Azioni Offerte. Disponível em: https://www.juventus.com/images/image/private/fl_attachment/dev/nnoh6gxbmxddkdrtwfx1.pdf. Acesso em: 11/10/2023.

⁸⁷ JUVENTUS FOOTBALL CLUB. Juventus' Reports and Financial Statements at 30 June 2002. Disponível em: <https://www.juventus.com/en/club/investor-relations/statements/reports#0--season-2001-02>. Acesso em: 11/10/2023.

operacionais de 466,329,894 euros⁸⁸. Embora o prejuízo tenha sido registrado, é importante observar que a Juventus manteve uma base sólida de torcedores, bem como uma presença competitiva no cenário esportivo europeu. Isso destaca os desafios financeiros enfrentados por clubes de futebol, que muitas vezes priorizam o sucesso esportivo em detrimento dos resultados financeiros imediatos.

3.1.3 Caso Benfica

O Sport Lisboa e Benfica possui uma história centenária que remonta à sua fundação em 1904, quando o Grupo Sport Lisboa foi criado na Farmácia Franco, em Lisboa. O primeiro jogo público ocorreu em 1905, marcando o início de sua trajetória no futebol. Inicialmente, o clube não tinha um campo próprio e enfrentou dificuldades, mas uma fusão com o Sport Club de Benfica e um campo disponível levaram à mudança de nome para Sport Lisboa e Benfica em 1908⁸⁹. O Benfica se destacou nas décadas seguintes, conquistando títulos regionais e expandindo sua atuação para várias modalidades esportivas. Nas décadas de 1960, 1970 e 1980, o clube obteve sucesso tanto no cenário nacional quanto internacional, com múltiplas vitórias no Campeonato Português e em competições europeias, incluindo a Taça dos Campeões Europeus.

Em 2006, um ano antes de seu IPO, os números financeiros do Benfica indicavam custos operacionais de 55.986.409 euros e receitas de 52.000.479 euros, resultando em um prejuízo financeiro de 1.220.924 euros⁹⁰.

Em 2007, o Benfica realizou um IPO dividido em duas tranches: uma primária, na qual o clube vendeu 25% de seu capital social, e uma secundária, na qual acionistas existentes venderam 12,5% de seu capital social. O preço por ação na tranche primária foi de 5,50 euros,

⁸⁸ **JUVENTUS FOOTBALL CLUB**. Annual Financial Report at 30 June 2022. Disponível em: https://www.juventus.com/images/image/upload/fl_attachment/dev/cos3aiiexpjiysvigplz.pdf. Acesso em: 11/10/2023.

⁸⁹ **SPORT LISBOA E BENFICA - FUTEBOL, S.A.D.** PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA DE SUBSCRIÇÃO E DE ADMISSÃO À NEGOCIAÇÃO AO EUROLIST DE SPORT LISBOA E BENFICA - FUTEBOL, S.A.D. Informações sobre a Emitente. Disponível em: https://www.slbenfica.pt/pt-pt/slb/sad/ofertas_pub/-/media/benficadp/Images/generic_content_pages/slb/SAD/ofertas_publicas_distribuicao/fsd11678.pdf. Acesso em: 11/10/2023.

⁹⁰ **SPORT LISBOA E BENFICA - FUTEBOL, S.A.D.** PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA DE SUBSCRIÇÃO E DE ADMISSÃO À NEGOCIAÇÃO AO EUROLIST DE SPORT LISBOA E BENFICA - FUTEBOL, S.A.D. 1.3.1. *Dados Financeiros Seleccionados*. Disponível em: https://www.slbenfica.pt/pt-pt/slb/sad/ofertas_pub/-/media/benficadp/Images/generic_content_pages/slb/SAD/ofertas_publicas_distribuicao/fsd11678.pdf. Acesso em: 11/10/2023.

totalizando 125 milhões de euros, enquanto na tranche secundária foi de 5,25 euros, totalizando 65 milhões de euros⁹¹. O clube arrecadou 125 milhões de euros com o IPO, que foram direcionados para a redução da dívida e investimentos no futebol, enquanto os acionistas venderam parte de suas ações.

Em 2023, 16 anos após o IPO, o Benfica continuou a prosperar, conquistando o Campeonato Português sete vezes. Os dados financeiros em 30 de junho de 2023 mostram receitas operacionais de 195.797 milhares de euros, um resultado financeiro de 4.201 milhares de euros e custos operacionais de 206.361 milhares de euros⁹². Essa é uma demonstração do sucesso contínuo do clube no cenário esportivo e financeiro após sua abertura de capital.

O IPO do Benfica proporcionou o financiamento necessário para impulsionar a atividade do clube e permitiu uma consolidação de dívidas a longo prazo.

3.2 Os procedimentos para a realização do IPO das SAF

A presente pesquisa concentra-se na análise da viabilidade de um clube de futebol realizar um IPO e, após uma leitura exaustiva e análise aprofundada da Lei da SAF, do Regulamento de Emissores da B3, da Resolução CVM 80 e da Resolução CVM 160, pode-se afirmar, de modo categórico, que sim, é perfeitamente factível para um clube de futebol empreender um IPO. O mercado de capitais brasileiro está devidamente preparado para a concretização desse processo.

No entanto, antes de prosseguir com o IPO, um clube de futebol que ainda não tenha efetuado a transição para uma SAF deve seguir um procedimento específico, o qual será minuciosamente detalhado nesta seção.

Inicialmente, é imperativo que o clube de futebol se transforme em uma SAF. Conforme evidenciado na seção 2.2 desta monografia, a Lei da SAF oferece uma ampla gama de alternativas para a constituição ou transformação de uma SAF. Como visto, estas alternativas

⁹¹ **SPORT LISBOA E BENFICA - FUTEBOL, S.A.D.** PROSPECTO DE ADMISSÃO À NEGOCIAÇÃO AO EUROLIST BY EURONEXT DA EURONEXT LISBON DE 15.000.001 ACÇÕES ORDINÁRIAS, ESCRITURAIS E NOMINATIVAS, COM O VALOR NOMINAL DE 5 EUROS CADA UMA, REPRESENTATIVAS DO CAPITAL SOCIAL DA SPORT LISBOA E BENFICA – FUTEBOL, SAD. Disponível em: https://www.slbenfica.pt/-/media/benficadp/images/generic_content_pages/slb/sad/prospetos_negociacao_acoes/info-21-05-2007.pdf.

Acesso em: 11/10/2023.

⁹² **SPORT LISBOA E BENFICA - FUTEBOL, S.A.D.** Demonstrações Financeiras - 2022/2023. Disponível em: <https://media.slbenfica.pt/-/media/BenficaDP/Images/Instituicao/SAD/prestacao-de-contas/contas-anuais/RC-Benfica-SAD-22-23>. Acesso em: 11/10/2023.

abrangem diversos cenários, a saber⁹³: (i) a transformação de um clube ou entidade jurídica original em uma SAF; (ii) a cisão do departamento de futebol do clube ou entidade jurídica original; (iii) a iniciativa de constituir uma SAF por parte de pessoa natural ou jurídica, bem como por fundos de investimento; ou (iv) a criação da SAF através do procedimento denominado "*dropdown*".

Após a efetiva criação da SAF, torna-se premente a obtenção do registro de companhia aberta na categoria A, um requisito que foi amplamente abordado na seção 1.3.1 desta pesquisa. Como visto, a Lei nº 6.385/76, em seu artigo 4º, estabelece de forma inequívoca a necessidade de tal registro como requisito primordial para a realização de uma oferta pública inicial de ações.

Como anteriormente evidenciado, o processo de registro de companhia aberta, sob a égide da CVM, é meticulosamente regulamentado pela Resolução CVM 80. A escolha da categoria A para esse registro é de particular importância, uma vez que essa categoria concederá à SAF a capacidade de negociar quaisquer valores mobiliários emitidos em mercados regulamentados⁹⁴. Dessa maneira, qualquer SAF que tenha a intenção de efetuar uma oferta pública inicial de ações deve, invariavelmente, optar por essa categoria.

Após a obtenção do registro de companhia aberta, a SAF enfrentará uma série de procedimentos complexos e intrincados para efetuar com êxito a sua entrada no mercado de capitais. Os passos subsequentes são cruciais, e, como delineado nesta monografia, envolvem o registro de emissor na B3 e o pedido de listagem, seguidos pelo processo de registro da Oferta Pública Inicial de Ações, uma etapa que pode ser considerada a mais substancial de todo o processo.

Uma vez registrada como companhia aberta, a SAF deverá prosseguir com o processo de registro de emissor na B3, que abarca o protocolo de um pedido de listagem. Este procedimento, como extensivamente detalhado na seção 1.3.2 desta monografia, é de suma importância, visto que possibilita à SAF ter suas ações listadas e transacionadas em bolsa. Essa etapa é conduzida com a devida análise interna para determinar o segmento de listagem mais condizente com a estrutura da SAF.

⁹³ Vide artigos 2 e 3 da Lei da SAF.

⁹⁴ Conforme disposto no art. 3º, §1º da Resolução CVM 80.

Após a seleção do segmento apropriado, a SAF procederá com o pedido de registro de emissor e o pedido de admissão à negociação de valores mobiliários. Toda essa tramitação está rigidamente regulamentada no Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários da B3. Como também visto na seção 1.3.2. deste trabalho, esse regulamento estabelece com precisão os termos, condições e procedimentos envolvidos na listagem de emissores na B3, bem como os requisitos para a admissão à negociação de valores mobiliários nos mercados organizados administrados pela B3.

A etapa final, e possivelmente a mais significativa de todo o processo, é o registro da Oferta Pública Inicial de Ações, como delineado na seção 1.4 desta monografia. Neste estágio, a SRE, como órgão de supervisão e fiscalização vinculado à Comissão de Valores Mobiliários CVM, desempenha um papel crucial, responsável pela análise do pedido, eventual elaboração de exigências e por expedir o parecer final sobre o deferimento ou não deferimento do pedido.

Como visto na seção 1.4 deste trabalho, a SAF deverá optar por um dos ritos de registro da oferta, e, portanto, é crucial compreender a distinção entre o rito ordinário e o rito automático.

O rito ordinário implica na análise prévia pela CVM como requisito para a obtenção do registro, uma condição que é estritamente aplicada nos IPOs, conforme estabelecido no artigo 28, I da Resolução CVM 160. No entanto, como visto, há uma exceção relevante, conforme previsto no artigo 26, I.

Conforme seção 1.4.2 desta monografia, o rito automático, por sua vez, dispensa a análise prévia da CVM, permitindo que a distribuição ocorra automaticamente desde que cumpridos os requisitos e procedimentos delineados no artigo 27 da Resolução CVM 160.

No cenário de um IPO, a Resolução concede essa possibilidade exclusivamente a emissores que já tenham obtido o registro na Categoria A e tenha sido submetido à análise prévia por uma entidade autorreguladora autorizada pela CVM, com base nos convênios estabelecidos no artigo 95 da Resolução.

A CVM estabeleceu um Acordo de Cooperação Técnica com a ANBIMA, possibilitando que esta conduza a análise dos requerimentos de registro de companhias que desejam realizar ofertas sob o rito automático.

É relevante observar que o rito ordinário, embora seja mais demorado, pode levar mais de 60 dias úteis para ser concluído, enquanto o rito automático é notadamente mais ágil, apresentando prazos mais curtos para a SAF atender às exigências da ANBIMA. No entanto, vale ressaltar que o rito automático implica em custos adicionais, uma vez que requer o pagamento pelas análises conduzidas pela ANBIMA, além das taxas exigidas pela CVM. Essa diferenciação entre os ritos constitui um elemento fundamental na tomada de decisões das SAFs que almejam realizar IPOs, influenciando a escolha do processo mais adequado às suas circunstâncias específicas.

Após a obtenção do registro da oferta na CVM e na B3, esta será disponibilizada no mercado, culminando na realização do IPO pela SAF. Posteriormente, todo o procedimento de IPO será concluído e a SAF se tornará uma companhia listada, permitindo a negociação de suas ações na bolsa de valores brasileira.

3.3 Análise dos reflexos da realização do IPO pelas SAF

A análise dos reflexos da realização de Ofertas Públicas Iniciais de Ações por Sociedades Anônimas de Futebol desempenha um papel crucial na compreensão dos impactos financeiros e organizacionais desses eventos no ambiente do futebol.

Nesta seção específica, o enfoque será nas vantagens e desvantagens decorrentes do IPO das SAF, considerando o contexto em que tais entidades já operam como SAFs e possuem capital aberto. Delimitando o escopo da análise, não será revisitado o tópico das vantagens e desvantagens da abertura de capital, abordado na seção 1.2, nem das implicações inerentes à transformação em uma SAF, discutidas na seção 2.3 deste trabalho.

Um dos principais benefícios atribuídos ao IPO reside na captação de recursos, representando uma estratégia viável para as SAFs angariarem fundos destinados ao financiamento de suas atividades de expansão e crescimento. Tais recursos podem ser direcionados para investimentos significativos, como aprimoramento de estádios, contratação de jogadores, aprimoramento da infraestrutura dos centros de treinamento e adoção de tecnologias inovadoras para aprimorar o desempenho esportivo.

Evidências concretas, conforme demonstrado na subseção 3.1 deste capítulo, corroboram essa afirmativa, com exemplos como o IPO da Juventus, que fortaleceu sua base

patrimonial por meio da injeção de recursos destinados a investimentos futuros⁹⁵, bem como o caso do Benfica, no qual uma parcela dos fundos obtidos foi direcionada especificamente para o aprimoramento das operações no campo esportivo⁹⁶.

Outro ponto positivo a ser considerado é a oportunidade de direcionar os recursos obtidos do IPO para a redução do endividamento. Como evidenciado na pesquisa financeira conduzida pela renomada auditoria EY revelou que, em 2022, trinta clubes participantes das Séries A e B do Campeonato Brasileiro acumularam um passivo líquido expressivo de R\$ 11.300.000.000,00 (onze bilhões e trezentos milhões de reais)⁹⁷. A injeção de capital proveniente do IPO pode servir como uma medida eficaz para aliviar o peso do endividamento, como foi observado nos casos do Manchester United e da Juventus, nos quais os recursos captados foram aplicados para mitigar os encargos financeiros.

Outra vantagem notável do IPO é a ampliação da visibilidade da SAF. Ao ser listada em uma bolsa de valores, a entidade ganha maior exposição no mercado, potencialmente aprimorando a confiança dos investidores.

Além disso, o IPO viabiliza a liquidez dos investidores originais da SAF, permitindo que os acionistas existentes realizem lucros consideráveis ao vender suas ações no mercado aberto. Conforme observado na seção 3.1, todos os IPOs mencionados envolveram uma oferta secundária, na qual os acionistas originários dos clubes de futebol puderam desfrutar de retornos substanciais decorrentes de seus investimentos ao longo dos anos.

Todavia, é importante destacar que o processo de IPO não se desenrola sem ônus. Uma desvantagem notável é representada pelos custos elevados associados ao processo de abertura de capital. Conforme evidenciado no último IPO da bolsa brasileira, conduzido pela CM Hospitalar em agosto de 2021, os custos diretos com comissões, tributos e despesas alcançaram

⁹⁵ **JUVENTUS FOOTBALL CLUB.** Juventus' Reports and Financial Statements at 30 June 2002. Disponível em: <https://www.juventus.com/en/club/investor-relations/statements/reports#0--season-2001-02>. Acesso em: 11/10/2023.

⁹⁶ **SPORT LISBOA E BENFICA - FUTEBOL, S.A.D.** PROSPECTO DE ADMISSÃO À NEGOCIAÇÃO AO EUROLIST BY EURONEXT DA EURONEXT LISBON DE 15.000.001 ACÇÕES ORDINÁRIAS, ESCRITURAS E NOMINATIVAS, COM O VALOR NOMINAL DE 5 EUROS CADA UMA, REPRESENTATIVAS DO CAPITAL SOCIAL DA SPORT LISBOA E BENFICA – FUTEBOL, SAD. Disponível em: https://www.slbenfica.pt/-/media/benicadp/images/generic_content_pages/slb/sad/prospetos_negociacao_acoes/info-21-05-2007.pdf. Acesso em: 11/10/2023.

⁹⁷ DANIEL, Pedro; HAZAN, Eduardo. **Levantamento Financeiro: Clubes Financeiros (2022)**. EY Brasil, São Paulo, Brasil, 2023.

cerca de 4,66% do valor total da oferta, correspondendo a aproximadamente noventa milhões de reais⁹⁸.

Ademais, como elucidado na seção 1.3.2 deste trabalho, ao ingressar na listagem da B3, a SAF se submete ao conjunto de regulamentos do segmento de listagem escolhido, impondo obrigações adicionais e elevando o custo de observância das normas e leis pertinentes⁹⁹.

As SAFs com ações negociadas em bolsa estarão sujeitas a um conjunto adicional de regras e regulamentos da CVM, como exemplificado pela Resolução CVM 44, que estabelece diretrizes sobre a divulgação de informações relevantes. O cumprimento dessas diretrizes implica em uma ampliação da burocracia e dos custos operacionais.

A diluição do controle acionário também é uma consideração relevante, uma vez que a emissão de novas ações pode diluir a participação e o poder decisório dos acionistas preexistentes, permitindo que novos acionistas exerçam influência sobre as deliberações estratégicas da SAF.

Ademais, é possível afirmar que o aumento das pressões de curto prazo é uma realidade que pode vir a ser enfrentada pelas SAFs após o IPO, uma vez que os acionistas e investidores buscam resultados financeiros favoráveis, o que pode resultar em decisões precipitadas e estratégias de curto prazo em detrimento da estabilidade e consistência do projeto esportivo a longo prazo.

A realização de IPOs por SAFs apresenta um panorama complexo de vantagens e desvantagens que devem ser cuidadosamente ponderadas. Enquanto o IPO pode representar uma oportunidade estratégica para a captação de recursos, fortalecimento da base patrimonial, e ampliação da visibilidade da entidade, também traz consigo ônus consideráveis, como os altos custos associados ao processo, a diluição do controle acionário e as pressões por resultados de curto prazo.

⁹⁸ CM Hospitalar. Formulário de Referência. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?NumeroSequencialDocumento=109556&CodigoTipoInstituicao=1>>. Acesso em: 13 out. 2023.

⁹⁹ O segmento do Novo Mercado, por exemplo, possui 88 artigos aplicáveis as companhias que se listam nesse segmento. Vide **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem>. Acesso em: 13/10/2023

A implementação bem-sucedida de um IPO requer um equilíbrio cuidadoso entre as demandas de curto prazo dos investidores e a necessidade de manter uma visão estratégica a longo prazo para o desenvolvimento sustentável da entidade.

Para maximizar os benefícios do IPO e mitigar suas desvantagens, as SAFs devem adotar uma abordagem proativa na gestão das implicações financeiras, regulatórias e operacionais decorrentes desse processo. O desenvolvimento de práticas sólidas de governança corporativa, a transparência na divulgação de informações relevantes, e o estabelecimento de estratégias de longo prazo que preservem a identidade e os valores da SAF são fundamentais para garantir o equilíbrio entre as demandas do mercado e os objetivos de sustentabilidade e excelência no âmbito esportivo.

CONCLUSÃO

A presente pesquisa se concentrou na análise da convergência entre o mercado financeiro e o setor do futebol, particularmente enfocando a SAFs realizarem IPOs. Especificamente, examinou-se o contexto da promulgação da Lei da SAF, e suas implicações no processo de conversão de clubes de futebol brasileiros em SAFs, bem como as implicações regulatórias e de mercado relacionadas à possibilidade de IPOs.

A escolha desse tema decorreu de sua relevância no cenário esportivo e financeiro brasileiro, dada a natureza inovadora da Lei da SAF e a discussão em torno de suas implicações na gestão e sustentabilidade financeira dos clubes de futebol.

A metodologia adotada consistiu em uma abordagem qualitativa, incluindo uma extensa revisão bibliográfica que contemplou a análise detalhada de legislações relevantes, como a Lei da SAF, além de regulamentos e diretrizes estabelecidos pela CVM, pela ANBIMA e pela B3.

O objetivo principal deste estudo foi oferecer uma compreensão aprofundada do processo de conversão de clubes de futebol em SAFs e a possibilidade de condução de IPOs por essas entidades, considerando as exigências regulatórias da CVM e as dinâmicas do mercado de capitais. O intuito fundamental foi contribuir para o aprimoramento da gestão e governança corporativa das entidades esportivas, considerando os impactos mais amplos dessa transformação no contexto da interseção entre esferas esportivas e financeiras no Brasil.

Assim, a questão central explorada ao longo deste estudo foi a viabilidade prática das SAFs conduzirem um IPO dentro do quadro regulatório e operacional do mercado de capitais

brasileiro. Essa investigação procurou examinar em profundidade as possibilidades e restrições enfrentadas por essas entidades no processo de se tornarem participantes ativos no mercado financeiro por meio de operações de IPO.

Com base na análise minuciosa da Lei da SAF e da Resolução CVM 160, pode-se afirmar que a condução de uma Oferta Pública Inicial de Ações por parte das SAFs é não apenas viável, mas plenamente possível. A Lei da SAF, discutida ao longo deste estudo, estabelece uma estrutura societária e de governança que não apenas viabiliza, mas também favorece a concretização de IPOs, sinalizando uma perspectiva concreta para o seu desenvolvimento nos próximos anos.

O presente estudo detalhou uma série de etapas e medidas preparatórias que os clubes de futebol devem contemplar antes de buscar a realização de um IPO. O trabalho se apresenta como um guia, oferecendo orientações abrangentes para as entidades desportivas que buscam empreender um processo de IPO.

A pesquisa não se limitou a responder à indagação central sobre a viabilidade do IPO, mas também desempenhou o papel de apresentar os passos e requisitos essenciais a serem considerados no processo, conferindo-lhe um caráter prático e aplicável.

Acredita-se que os *insights* oferecidos por este estudo possam desempenhar um papel significativo na promoção de um ambiente de discussão mais claro e embasado em torno da realização de IPOs por parte das SAFs. A sistematização das informações e recomendações aqui apresentadas pode contribuir para a resolução de potenciais dúvidas e debates que possam surgir em torno desse tema complexo e em constante evolução no âmbito do futebol e do mercado financeiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALFREDO LAMY FILHO, JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA (Coord.). **Direito das Companhias**, v. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

ALFREDO LAMY FILHO, JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA (Coord.). **Direito das Companhias**, v. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

ALFREDO LAMY FILHO, JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA (Coord.). **Direito das Companhias**, 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

ANBIMA. **Código de ofertas públicas**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/ofertas-publicas/ofertas-publicas.htm>. Acesso em: 01/11/2023

ARY OSWALDO MATTOS FILHO. O Conceito de Valor Mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 59, jul.-set. 1985. São Paulo: Revista dos Tribunais.

B3. **Regulamento de Emissores**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem>. Acesso em: 23/10/2023

B3. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem>. Acesso em: 03/09/2023

B3. **Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem>. Acesso em: 01/11/2023

B3. **Segmentos de Listagem**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 01/11/2023

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 24/10/2023.

BRASIL. **Lei nº 14.193/2021**. Disponível em www.planalto.gov.br. Acesso em: 12/10/2023

BRASIL. **Lei nº 6.385/1976**. Disponível em www.planalto.gov.br. Acesso em: 20/09/2023

BRASIL. **Lei nº 6.404/1976**. Disponível em www.planalto.gov.br. Acesso em: 21/10/2023

BRASIL. **Lei nº 9.615/1998**. Disponível em: www.planalto.gov.br. Acesso em: 27/10/2023

BRASIL. **Resolução CVM nº 160**. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>. Acesso em: 28/10/2023

BRASIL. **Resolução CVM nº 80**. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 29/10/2023

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia Científica**. 5.ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa** / Fábio Ulhoa Coelho. — 23. ed. — São Paulo: Saraiva, 2022.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Novo manual de direito comercial: direito de empresa** / Fábio Ulhoa Coelho. -- 31. ed. rev., atual. e ampl. -- São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

DANIEL, Pedro; HAZAN, Eduardo. **Levantamento Financeiro: Clubes Financeiros (2022)**. EY Brasil, São Paulo, Brasil, 2023.

DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol Lei 14.193/2021**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

DREBES, Felipe Stechman. **Abertura de capital de clubes de futebol**. Porto Alegre, 2009. 68 p. Tese (Pós-graduação em Mercado de Capitais) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas Henriques **Mercado de capitais — regime jurídico**. 4.ed. revista e ampliada. — Rio de Janeiro: Renovar, 2021.

FERREIRA, Fernando. **IPOs: Recorde de ofertas em 2021, mas desempenho foi fraco até agora**. XP Investimentos, São Paulo, 06 de janeiro de 2021. Disponível em: < IPOs: Recorde de ofertas em 2021, mas desempenho foi fraco até agora>. Acesso em: 02/11/2023

MARTINS, Nathália Cristina Vos. **Clube empresa: A modernização do futebol brasileiro e o projeto de lei 5516/2019**. Monografia. Centro Universitário Curitiba, Faculdade de Direito Curitiba, 2022.

MASCARENHAS, Thiago Lukschal. **A legitimidade das sociedades anônimas do futebol em procedimentos arbitrais à luz do ordenamento jurídico brasileiro**. Monografia. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2023.

MEZZARROBA, Orides; MONTEIRO, Cláudia Servilha. **Manual de metodologia da pesquisa em Direito**. 7ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

MODESTO CARVALHOSA, NELSON EIZIRIK. **A nova Lei das S.A.** São Paulo: Saraiva, 2002.

MODESTO CARVALHOSA. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**, 2ª ed, v. 4, t. II. São Paulo: Saraiva, 2003.

MODESTO CARVALHOSA. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**, 3ª ed, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003.

NETO, Giovanni Santoro. **A Sociedade Anônima do Futebol (SAF) e a monetização da paixão**. Curitiba, 2021. 75 p. Tese (Bacharelado em Direito) – Centro Universitário Curitiba, Faculdade de Direito Curitiba.

NIADA, Andrea Lucia. **O processo primário de abertura de capital**. Porto Alegre, 2011. 87 p. Tese (Mestrado em Economia) - Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

RUDIO, Franz Victor. **Introdução ao projeto de pesquisa**. 11.ed. Petrópolis: Vozes, 1986.

SEQUEIRA, Carlos; ROSMAN, Eduardo. **SAFs: Uma solução personalizada para os times brasileiros**. Equity Research - BTG, São Paulo, Brasil, p. 1-18, 2022.

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do Trabalho Científico**. 23ª Ed. 2ª Reimp. São Paulo: Cortez, 2007.

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