



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Pedro Henrique Santos Borges

**OS BENEFÍCIOS DA OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO) NO DESEMPENHO
FINANCEIRO E ESPORTIVO DOS CLUBES DE FUTEBOL:
UMA REVISÃO DAS EXPERIÊNCIAS DOS CLUBES DE FUTEBOL BRITÂNICOS**

Rio de Janeiro

2023

Pedro Henrique Santos Borges

**OS BENEFÍCIOS DA OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO) NO DESEMPENHO
FINANCEIRO E ESPORTIVO DOS CLUBES DE FUTEBOL:**

Uma revisão das experiências dos clubes de futebol britânicos

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de
Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como
exigência para obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Orientador: Professor Doutor Ronaldo Fiani

Coorientador: Me. Diogo Senna Canongia

Rio de Janeiro

2023

CIP - Catalogação na Publicação

B732b Borges, Pedro
 OS BENEFÍCIOS DA OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO) NO
 DESEMPENHO FINANCEIRO E ESPORTIVO DOS CLUBES DE
 FUTEBOL: Uma revisão das experiências dos clubes de
 futebol britânicos / Pedro Borges. -- Rio de
 Janeiro, 2023.
 65 f.

 Orientador: Ronaldo Fiani.
 Coorientador: Diogo Canongia.
 Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
 Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
 de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2023.

 1. Estrutura de Capital. 2. Mercado Financeiro.
 3. IPO. 4. Clubes de Futebol. I. Fiani, Ronaldo,
 orient. II. Canongia, Diogo, coorient. III. Título.

PEDRO HENRIQUE SANTOS BORGES

OS BENEFÍCIOS DA OFERTA PÚBLICA INICIAL (IPO) NO DESEMPENHO
FINANCEIRO E ESPORTIVO DOS CLUBES DE FUTEBOL: UMA REVISÃO DAS
EXPERIÊNCIAS DOS CLUBES DE FUTEBOL BRITÂNICOS

Trabalho de conclusão de curso
apresentado ao Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito para a obtenção do título
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 23/08/2023.

RONALDO FIANI - Presidente

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

DIOGO SENNA CANONGIA

Mestre em Economia Aplicada pela UFJF

NORBERTO MONTANI MARTINS

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

Dedico este trabalho ao Eros, que se tornou meu maior exemplo de amor e cumplicidade para vida toda.

AGRADECIMENTOS

A sensação de finalizar o curso de economia da UFRJ é excepcionalmente gratificante. Todos os aprendizados que tive, relacionamentos criados e experiências vividas são extremamente especiais e me trouxeram até aqui, em uma jornada complexa, mas extasiante.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer ao professor Ronaldo Fiani pela parceria, paciência e orientação providas no desenvolvimento deste projeto. Agradeço também a todo corpo docente do IE pelo trabalho que fazem em manter o alto nível desta universidade.

Em seguida, gostaria de agradecer a meus pais e irmão, por tudo que fizeram e fazem por mim, ao longo de todos esses anos. Sem eles nada seria possível.

Enquanto cursava economia, tive o encontro mais especial da minha vida. Conhecer Diana foi um dos maiores presentes que poderia ter. Portanto, expresso a ela toda minha gratidão por ser minha namorada e melhor amiga.

Diversos outros encontros relevantes eu tive neste curso. Logo, vale registrar minha gratidão a todos eles, mas para alguns em especial. Matheus, João Pedro, Guilherme, Pedro, Thiago, Matheus, Georgia, Vinicius, Gabriel, Flavia, Guilherme, Guíllia, Gustavo, Felipe, José Otávio, Claudio, Rafaela e Walmir obrigado a todos pelos momentos que vivemos juntos.

Por fim, expresso minha eterna gratidão a um dos maiores amores da minha vida, que foi descansar, recentemente. Quando havia acabado de começar a cursar economia na UFRJ, Eros chegava em nosso lar e trazia com ele a luz mais linda possível. Um mês antes da entrega desta monografia, Eros faleceu deixando uma saudade indescritível e um buraco imenso. Viver com Eros foi o maior presente que tive na vida. Portanto, obrigado infinitamente, Eros! Meu amor por você é eterno e incondicional. Somente dedicar este trabalho a você é muito pouco para mostrar o quanto você foi especial, de qualquer forma o faço para criar mais um marco que você deixar em minha vida.

RESUMO

O futebol é o esporte mais popular do país e, nos últimos anos vem passando por profundas transformações. Apesar da grande capacidade em gerar talentos, o futebol brasileiro perde destaque no cenário internacional desde o final do XX, devido às gestões semiprofissionais e a disparidade de valores negociados em comparação ao futebol europeu. A exigência pela profissionalização da gestão dos clubes vem ganhando cada vez mais destaque. A gestão financeira dos clubes apresenta necessidades de modernização. Portanto, torna-se válido a discussão sobre a estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros. Logo, nesta monografia serão discutidos os possíveis benefícios da realização de IPOs por parte dos clubes de futebol do Brasil. Os clubes de futebol britânicos foram pioneiros em utilizar este instrumento de financiamento e em profissionalizar a gestão. Desta maneira, uma análise sobre a extensa literatura retratando a experiência destes clubes se faz conveniente, ainda mais considerando as similaridades que o momento do futebol brasileiro apresenta em relação ao futebol britânico, na época em que a quantidade de IPOs lançados por clubes disparou.

Palavras-Chave: Estrutura de Capital; Modigliani e Miller; Pecking Order Theory; Trade-Off Estático; IPO; Futebol; Lei Pelé; Profut; Lei nº 14.193/21; Premier League; Manchester United.

ABSTRACT

Football is the most popular sport in the country and in recent years it has been going through profound transformations. Despite its great ability to produce talent, Brazilian football has lost the spotlight on the international stage since the late 20th century, due to semi-professional management and the disparity in the negotiated amounts compared to European football. The demand for professionalization of club management has been gaining increasing attention. The financial management of the clubs requires modernization. Therefore, the discussion about the capital structure of Brazilian football clubs becomes valid. Hence, the objective of this thesis which is to explore the potential benefits of Brazilian football clubs conducting an IPO. British football clubs were pioneers in using this financing tool and professionalization of management. Thus, an analysis of the extensive literature illustrating the experience of these clubs is relevant, especially considering that the momentum of Brazilian football is very similar to the one British football went through, at the time when the number of IPOs launched by clubs surged.

Keywords: Capital Structure; Modigliani and Miller; Pecking Order Theory; Static Trade-Off; IPO; Football; Pelé's Law; Profut; Law nº 14.193/21; Premier League; Manchester United.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
2. O CONCEITO DE ESTRUTURA DE CAPITAL E SUA RELEVÂNCIA TEÓRICA ..	13
2.1 Introdução	13
2.2 Estrutura de Capital	14
2.3 Teorema de Modigliani e Miller	15
2.4 Críticas ao Teorema de Modigliani e Miller.....	18
2.5 Abordagem com Impostos de Modigliani e Miller.....	19
2.6 Visão Tradicional.....	20
2.7 Conclusão.....	23
3. O processo de IPO.....	25
3.1 Introdução	25
3.2 O que é IPO.....	25
3.3 Motivação para o lançamento de IPO.....	27
3.4 O que influencia no Desempenho de um IPO.....	30
3.5 O IPO e as Demais Fontes de Financiamento.....	30
3.6 Como funciona operacionalmente o IPO no Brasil	32
3.7 IPO nos EUA	36
3.8 IPO na Inglaterra.....	38
4. O futebol britânico e suas experiências com o IPO	40
4.1 Introdução	40
4.2 Visão Geral do Futebol Europeu	40
4.3 Vantagens e Desvantagens ao Realizar IPO	42
4.4 IPOs de Clubes de Futebol Britânicos	46
4.5 Evidências dos Resultados de IPOs no Futebol Britânico	50
4.6 Conclusão.....	53

5. Considerações Finais.....	55
------------------------------	----

1. INTRODUÇÃO

O esporte, em especial o futebol, se trata de uma paixão nacional no Brasil. Portanto, não é de se admirar que o impacto social que a modalidade mais popular gere na população seja considerável. Recentemente, o papel econômico e financeiro que o futebol assume na sociedade também vem ganhando destaque. Vale ressaltar que na Europa este movimento já se faz presente há pelo menos quatro décadas. Em contrapartida, no Brasil só passa a ser relevante na última década.

Na década de 1990, os clubes brasileiros apresentavam modelos de administração semiprofissionais, incapazes de gerar ganhos financeiros expressivos ou valorização patrimonial relevante. Apesar da produção significativa de talentos, os clubes brasileiros perdiam destaque, devido à falta de capacidade de gestores despreparados e sua irresponsabilidade financeira em gerir o futebol (PRONI; LIBANIO, 2016).

A Lei Pelé, nesse contexto, se configurou como a principal medida tomada naquele período para criar um instrumento de regulação e estimular a profissionalização dos clubes. Ela estabelecia condições sobre direitos de transmissão, atletas e ativos financeiros, além das relações trabalhistas no futebol (MONTEIRO, 2021).

A maioria dos clubes brasileiros, desde então, era constituída como entidades desportivas profissionais, estruturadas como associações de caráter econômico sem fins lucrativos, o que configurava um empecilho jurídico para entrada no mercado de capitais. A Lei Pelé possibilitou a criação da sociedade anônima do futebol, separando o futebol do clube, mas diversos obstáculos, como custos iniciais, falta de governança e desconfiança do mercado devido à falta de profissionalização da gestão, prejudicaram os clubes que tentaram entrar no mercado de capitais (PRONI; LIBANIO, 2016).

A “Lei de Responsabilidade Fiscal do Esporte”, aprovada em 2015, buscava sanar as dificuldades financeiras dos clubes, exigindo a adesão ao "Programa Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro" (PRONI; LIBANIO, 2016) (*Profut*). No entanto, o Profut não conseguiu resolver completamente os problemas das gestões dos clubes de futebol.

Em 2021, a Lei 14.193 foi aprovada com o propósito de instituir a "Sociedade Anônima do Futebol" e promover mudanças na gestão do futebol brasileiro (Código Civil, 2023). Essa nova lei exigia alterações estatutárias e administrativas para os clubes interessados em se tornar sociedades anônimas do futebol. O relatório "Convocados" de 2022 enfatiza que essa lei traz

elementos fundamentais para a evolução do futebol, incluindo equidade tributária, preservação da marca e regras de governança corporativa (CONVADOS, 2022).

O mercado de futebol no Brasil tem evoluído gradualmente nos últimos anos, com as receitas totais crescendo em média 6,79% anualmente nos últimos 10 anos, contrastando com o modesto crescimento anual de 0,24% do PIB brasileiro no mesmo período (CONVOCADOS, 2023).

Em 2019, a Confederação Brasileira de Futebol divulgou (CBF) um relatório produzido em parceria com a empresa de auditoria *Ernst & Young* sobre a indústria do futebol brasileiro. De acordo com este relatório, em 2018 a cadeia produtiva desta modalidade representou 0,72% do PIB do país, o que representava um valor de 52,9 bilhões de reais movimentados.

Um destaque notável é o aumento significativo das receitas combinadas das séries A e B, ultrapassando 8 bilhões de reais em 2023, em comparação aos pouco mais de 6,8 bilhões em 2018, o que representa um crescimento acumulado de aproximadamente 18% em cinco anos, apesar dos efeitos negativos da pandemia de Covid-19 (CONVOCADOS, 2023).

O cenário dos direitos de transmissão também evoluiu, com um crescimento relevante de 20% entre 2017 e 2019, apesar de um ligeiro declínio em 2023 em relação a 2019. Espera-se que esses valores se recuperem à medida que a capacidade de gerar receita dos clubes e das detentoras dos direitos se normaliza (CONVOCADOS, 2023).

Um desafio crítico é a dívida considerável dos clubes brasileiros, resultado de gestões financeiramente irresponsáveis. A dívida líquida dos clubes da série A aumentou mais de 76% entre 2017 e 2022, ultrapassando 10 bilhões de reais, devido em parte à necessidade de alavancagem durante a pandemia de Covid-19 para manter a sustentabilidade financeira. (CONVOCADOS, 2023).

Desde a aprovação da Lei das SAFs, o cenário do futebol brasileiro tem passado por significativas transformações. Vários clubes adotaram o modelo de Sociedade Anônima do Futebol e venderam participações majoritárias para investidores externos, impulsionados pela delicada situação financeira. Esta tendência foi observada em clubes como Cruzeiro, Vasco e Botafogo, que venderam partes substanciais de suas SAFs para investidores experientes no mercado esportivo (CONVOCADOS, 2023).

Uma segunda onda de vendas de SAFs está em formação, envolvendo times como Bahia e Coritiba, consolidando ainda mais essa mudança no panorama do futebol brasileiro. O Atlético-MG também aprovou a mudança para o modelo de SAF, com a venda de 75% de sua participação a um investidor externo, marcando a continuação dessa tendência (GE, 2023).

Além disso, há um movimento em direção à formação de uma liga unificada de futebol brasileiro. Dois blocos de clubes estão se unindo, com reivindicações distintas e expectativas para o futuro do esporte no país. Embora um acordo ainda esteja em discussão, a principal questão gira em torno da discordância acerca da divisão das receitas de transmissão entre os clubes (MOREL, 2023). A criação de uma liga unificada tem o potencial de valorizar toda a indústria do futebol, melhorando a qualidade do produto oferecido aos torcedores e parceiros. Experiências internacionais, como a Premier League, mostram que a receita de transmissão pode crescer exponencialmente com a criação de uma liga consolidada. A previsão é que as receitas de transmissão possam aumentar em torno de dez vezes os valores praticados atualmente no futebol brasileiro, se uma liga de clubes for estabelecida (CONVOCADOS, 2023).

Em função dos esforços de profissionalização do futebol brasileiro, surge a hipótese de que lançar um IPO seria benéfico para os clubes de futebol brasileiros. No Reino Unido, este tema esteve em foco desde a década de 1980, logo, torna-se válido discutir as evidências dos benefícios e custos que os IPOs teriam trazido para o futebol britânico, que fez um uso importante deste instrumento.

A metodologia desta monografia é pautada em uma revisão da bibliografia existente, o que permite uma análise qualitativa sobre o tema, criando a possibilidade de traçar paralelos e, então, realizar este exercício teórico sobre esta hipótese ainda não testada.

Esta monografia se divide da seguinte forma: uma introdução, três capítulos e uma conclusão.

O primeiro capítulo explica o conceito de estrutura de capital, desenvolvendo a importância deste para o funcionamento e desenvolvimento de uma empresa. A partir de uma revisão da literatura, apresentam-se diferentes perspectivas sobre a relevância e o papel deste conceito no debate sobre finanças corporativas. Portanto, o intuito deste capítulo é servir como referencial teórico para o projeto.

No segundo capítulo, conceitos mais aplicados são abordados, começando pela explicação do que é um *Initial Public Offering* e tudo que envolve este processo, quando uma empresa decide realizá-lo, desde a motivação para fazê-lo até os meandros operacionais que o envolvem nos contextos brasileiro, norte-americano e britânico.

O terceiro capítulo adentra o universo do futebol, fornecendo uma visão geral do momento do futebol europeu. Em seguida, uma análise histórica sobre o futebol britânico é exposta. Outro debate levantado neste capítulo se trata dos diversos tipos de gestão que os

clubes de futebol podem assumir, e as vantagens e desvantagens associadas à realização do processo de IPO por um clube de futebol. Este capítulo também fornece a revisão da bibliografia sobre como se deram os processos de IPO no Reino Unido e como estas experiências podem servir de exemplo para os clubes brasileiros.

A conclusão finaliza a monografia, reiterando os principais conceitos abordados nos capítulos anteriores e relacionando-os diretamente com o objetivo central do estudo e a hipótese proposta. Ela oferece uma síntese conclusiva sobre o tema, destacando as principais conclusões tiradas a partir das análises teóricas e práticas realizadas ao longo do projeto.

2. O CONCEITO DE ESTRUTURA DE CAPITAL E SUA RELEVÂNCIA TEÓRICA

2.1 Introdução

Apesar da divergência no debate acadêmico, um conceito importante para as finanças corporativas é o conceito de estrutura de capital e a análise acerca de como os gestores da empresa o tratam. O objetivo deste capítulo é fornecer um referencial teórico para esta monografia, explicando como funciona este conceito de estrutura de capital e como as mais diversas teorias o abordam, considerando principalmente as abordagens de Franco Modigliani e Merton H Miller.

A primeira seção deste capítulo aborda o conceito de estrutura de capital, apresentando-o de forma simplificada, com destaque para o seu funcionamento e sua influência no comportamento da empresa.

A seção seguinte apresenta o teorema de Modigliani e Miller, que contém uma visão controversa sobre a estrutura de capital. Este teorema é considerado como um dos mais importantes para as finanças corporativas, apesar de apresentar esta visão muito debatida sobre o conceito em questão. A partir deste teorema, o debate acadêmico se desenvolveu neste campo, utilizando algumas das premissas e proposições desenvolvidas por Modigliani e Miller.

A terceira seção do capítulo apresenta algumas das principais críticas feitas ao teorema de Modigliani e Miller, de forma a discutir suas possíveis limitações na análise da estrutura de capital da empresa.

Modigliani e Miller posteriormente fizeram uma revisão de seu teorema, considerando alguns pontos levantados pela crítica. Nesta revisão, os autores alteram suas proposições para incorporar aspectos desconsiderados por eles em sua abordagem anterior.

Na quarta seção, são expostas outras teorias que ganharam destaque no debate acadêmico sobre finanças corporativas, incorporando os conceitos e premissas de Modigliani e Miller e de outros teóricos que se propuseram a abordar este tema, com foco no conceito da estrutura de capital.

Por fim, a conclusão sintetiza as teorias e conceitos abordados no capítulo, que servirão como referência teórica para o restante do projeto.

2.2 Estrutura de Capital

Segundo Queiroz (2013), as empresas podem recorrer a uma variedade de fontes de financiamento para bancar suas decisões de investimento, sendo estas fontes classificadas da seguinte maneira:

- Reinvestimento dos lucros retidos (autofinanciamento);
- Emissão de ações (captação de recursos dos acionistas);
- Emissão de títulos financeiros (mecanismos de financiamento direto);
- Empréstimos bancários (mecanismos de financiamento indireto).

De acordo com Filardo (1980), é razoável supor que uma companhia escolha uma composição entre fontes de financiamento internas e externas. Essa escolha depende dos custos dos recursos gerados internamente, quando comparados com os custos dos recursos no mercado financeiro, portanto, esta decisão depende da capacidade que os mercados financeiros e acionário possuem em realocar poupanças. A oferta destes fundos dependerá das linhas de crédito existentes e do papel que o mercado acionário pode exercer em prover estes recursos. Outro fator que influencia esta decisão seria a capacidade da acumulação de recursos próprios pela empresa, que é determinada pela política de retenção de lucros e pelo seu esquema de depreciação de capital fixo.

Portanto, obter e utilizar os recursos através de cada uma das fontes de financiamento, citadas anteriormente acarretam custos diferentes para a empresa, sendo estes um dos principais problemas da gestão econômico-financeira da firma. O que define o problema da estrutura de capital, que pode ser resumido da seguinte forma: qual a combinação ideal entre o passivo exigível e o patrimônio próprio que a empresa utiliza para financiar suas operações, de forma a reduzir o risco e o custo e maximizar o valor (ROSS, 2013). Queiroz (2013) explica que caso a participação destas fontes seja estável como forma de financiamento para uma dada empresa, então pode-se utilizar o custo médio de capital como referência para a determinação da taxa de desconto para a seleção de investimentos.

O custo de capital é um dos principais aspectos para tomada de decisões de financiamento. Portanto, o custo de utilizar o próprio capital ou o capital de terceiros influi nesta decisão. Ou seja, ao tomar esta decisão, deve ser levado em consideração o retorno que investidores de capital próprio exigem sobre seu investimento na empresa e o retorno que os credores exigem para emprestar recursos a empresa, o que configura o custo de capital total que a empresa incorrerá, ao definir como será financiada. Entretanto, o custo de capital próprio é

algo que não pode ser garantido aos acionistas da empresa, pois os executivos não conseguem garantir a performance da empresa, tudo depende do resultado. Já o custo da dívida é fixo e imutável, enquanto a empresa não tomar novas dívidas, pois as taxas de juros negociadas são conhecidas no mercado (ROSS, 2013).

Segundo Hyman P. Minsky, todos os agentes econômicos estão submetidos a um conceito definido por ele como restrição de sobrevivência. Este conceito se refere à obrigação que todos os agentes econômicos estão submetidos pelo Estado à necessidade de pagar seus impostos e honrar suas dívidas para não irem à falência. Por conseguinte, Minsky explica que, ao se endividar, as empresas flexibilizam esta restrição, pois não dependem apenas da geração de um fluxo de caixa interno para honrar suas obrigações. Portanto, neste conceito de Minsky, as empresas precisam variar sua estrutura de capital para que consigam administrar sua restrição de sobrevivência de forma mais flexível (TORRES, 2020).

Nesta seção foi abordado o problema da estrutura de capital da empresa, que é considerado por muitos teóricos como o cerne das finanças corporativas, ou seja, as teorias destacam o papel do financiamento como principal instrumento para os gestores financeiros. Conforme foi visto, a depender das condições de financiamento próprio e de terceiros, a empresa monta sua estrutura de capital com intuito de minimizar custos e maximizar o seu valor, levando em consideração sua restrição de sobrevivência. Contudo, conforme será discutido na próxima seção 2.2, na década de 1950 estes conceitos seriam questionados por Franco Modigliani e Merton H Miller, ao introduzir a tese de que a estrutura de financiamento pouco importava para o valor da empresa.

2.3 Teorema de Modigliani e Miller

Em 1958, os economistas Franco Modigliani e Merton H Miller publicaram o artigo *“The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment”* (MODIGLIANI; MILLER, 1958), no qual abordam os conceitos de estrutura e custo de capital e o impacto destes conceitos no valor e objetivo das empresas. Naquele artigo, os autores apresentavam seu teorema, que contém três proposições principais. Para que suas proposições fossem reais e funcionais, os autores estabeleceram algumas premissas, e a partir das condições propostas por estas premissas, desenvolveram as proposições de seu teorema. Como explica Queiroz (2013), as premissas consistem em:

- Existência de um mercado de capitais perfeito – a taxa de juros equilibra a oferta e demanda de crédito, portanto todos têm acesso a financiamento;
- Nível de risco conhecido – as partes conhecem todos os riscos envolvidos;
- Ausência de restrição de solvência da empresa - não existem custos de falência, as empresas são capazes de pagar suas obrigações;
- Informação perfeita – não existe assimetria de informação entre as partes, todos sabem valorar os ativos existentes;
- Ausência de incidência fiscal – não há qualquer tipo de tributação.

De acordo com Queiroz (2013), para a realização da sua análise, os autores estabelecem o pressuposto de que as empresas não possuem como objetivo apenas a maximização de lucros, mas também a maximização do valor de mercado.

Nas premissas estabelecidas pelos autores, o custo de capital é de mercado e o custo médio ponderado de capital (em inglês *weighted average cost*, ou WACC) não pode ser diferente entre duas decisões diferentes de financiamento. Neste contexto, os lucros trazidos a valor presente devem utilizar uma taxa de desconto idêntica para qualquer combinação de capital de terceiros e capital próprio. A partir deste cenário, os autores desenvolvem sua proposição de que o valor de mercado de qualquer firma independe de como o financiamento da dívida da empresa é estruturado. Ou seja, a estrutura de capital se faz irrelevante perante o valor da empresa (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

Queiroz (2013) explica que o teorema de Modigliani e Miller estabelece a não interdependência entre as decisões de investimento e de financiamento. Como já mencionado, o custo de capital é de mercado e o custo de capital médio é constante, independentemente de como a estrutura de capital é distribuída.

Portanto, a configuração da estrutura de capital da empresa não é algo significativo para a valorização da empresa. Ou seja, a proporção entre dívida e patrimônio que a empresa mantém em seu passivo não altera o valor de mercado dela. Ademais, esta proposição assume a lei do preço de que dois ativos similares devem custar o mesmo (PEGETTI, 2012).

A segunda proposição do teorema afirma que o retorno esperado da ação para os investidores cresce com o aumento da alavancagem financeira da empresa. Este tipo de movimento faz com que os acionistas exijam um prêmio de risco maior, devido ao risco mais elevado que uma alavancagem superior acarreta. A taxa de crescimento do prêmio exigido pelos investidores, devido ao risco crescente, depende do spread entre o custo de capital e o custo dívida (MODIGLIANI; MILLER, 1958). Pegetti (2012) considera que a segunda proposição

se refere ao fato de que, com um endividamento maior, o desvio padrão do retorno sobre o patrimônio líquido da empresa também aumenta, o que gera uma elevação no risco assumido pelos investidores daquela empresa.

A terceira proposição do teorema de Modigliani e Miller afirma que o tipo de instrumento de financiamento escolhido é irrelevante para a decisão de investir ou não. Portanto, os autores concluem que o problema da estrutura de capital ótima não é de fato uma preocupação para os gestores, pois não existe estrutura de capital ótima, contrariando aqueles que até então colocavam a estrutura de capital ótima como núcleo das finanças corporativas. Apesar disso, os autores reconhecem que os gestores das empresas podem recorrer a alguma fonte de financiamento preferida, baseada na política da empresa, ou em questões técnicas (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

Segundo o teorema de Modigliani e Miller, ao comparar duas empresas idênticas em todos os aspectos possíveis, exceto pelo fato de que as alavancagens financeiras assumidas por cada uma sejam divergentes, ambas gerariam exatamente o mesmo retorno e possuiriam o mesmo valor de mercado (PEGETTI, 2012).

De acordo com o teorema de Modigliani e Miller existiria então uma dicotomia entre as finanças corporativas e variáveis reais da economia. Ou seja, as decisões de investimento e a performance da empresa dependem de variáveis como demanda, inflação, progresso técnico e produtividade. Portanto, a proporção na qual recursos de diferentes origens são empregados para o financiamento da empresa se configura como uma variável “passiva”, pois apenas facilita a decisão de investimento, mas não a condiciona (ZONENSCHAIN, 1998).

Devido às inovações financeiras, os métodos de financiamento se fazem relevantes para os objetivos da empresa, pois se inovar não agregasse valor, não haveria incentivos para fazê-lo. Portanto, o suporte para o teorema de Modigliani e Miller não pode vir pela falta de demanda por alavancagem financeira e instrumentos financeiros especializados. Logo, o principal ponto que oferece suporte as proposições formuladas por Modigliani e Miller em seu teorema é que o custo da oferta de crédito é relativamente pequeno, se comparado ao valor de mercado da empresa. Por conseguinte, a partir das inovações financeiras, a oferta de crédito vai se ajustando até que o valor adicionado para o investidor marginal seja essencialmente zero, quando a empresa implementa novos instrumentos de financiamento em sua estrutura de capital (MYERS, 2001).

2.4 Críticas ao Teorema de Modigliani e Miller

Conforme discutido na primeira seção deste capítulo, as principais teorias, diferentemente de Modigliani e Miller, apontam a estrutura de capital como uma variável importante para o desempenho da empresa, pois as decisões de investimento da empresa são afetadas pela disponibilidade de um padrão de financiamento adequado. Sendo assim, o nível de investimento na economia não é independente dos padrões de financiamento (ZONENSCHAIN, 1998).

O debate acadêmico sugere o caráter pouco realista das proposições de Modigliani e Miller, principalmente no que se refere ao papel passivo do sistema financeiro. A lógica destas proposições indica que os meios de financiamento são substitutos perfeitos entre si. Contudo, conforme demonstrado por Queiroz (2013), a disponibilidade das diferentes fontes de financiamento é influenciada pelas condições de acesso ao crédito e às diversas técnicas possíveis de financiamento.

As instituições financeiras consideram a rentabilidade esperada dos projetos das empresas e a capacidade da mesma de honrar seus compromissos a partir da sua geração de caixa (QUEIROZ, 2013).

O papel passivo do sistema financeiro é um dos principais pontos de crítica da teoria, pois com a existência de um mercado perfeito de capitais, a taxa de juros, teoricamente, equilibraria a oferta e demanda de crédito. Entretanto, Stiglitz (1969) explica que, neste caso, o problema do racionamento de crédito não existiria, sendo que esta é uma falha de mercado que se fez concreta em diversos momentos ao longo da história.

Stiglitz (1967) explica que as imperfeições do mercado de capitais são exemplificadas nos seguintes pontos:

- Pessoas físicas não conseguem se endividar com as mesmas taxas de juros que pessoas jurídicas;
- Existem custos de transação;
- O custo de endividamento das empresas cresce com o aumento da alavancagem financeira da empresa. Este problema se refere à possibilidade de falência da empresa.

Um outro ponto de crítica ao teorema de Modigliani e Miller seria referente ao fato de assumirem que os acionistas são os proprietários das empresas, hipótese esta que foi refutada por Berle e Means (1932), pois estes explicavam que os acionistas não são os proprietários,

nem os controladores e nem os requerentes residuais, pois 99,9% estão no mercado secundário (PEGETTI, 2012).

2.5 Abordagem com Impostos de Modigliani e Miller

Após todo a crítica recebido por alegar que a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa, em seu artigo “*The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment*” (MODIGLIANI; MILLER, 1958), os economistas Modigliani e Miller revisaram seu argumento em 1963, divulgando um novo artigo “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*” (MODIGLIANI; MILLER, 1963). Neste novo artigo os autores reconsideraram seu modelo, incluindo algumas novidades teóricas.

Modigliani e Miller (1963) reconheceram que haviam se equivocado no tratamento das questões tributárias enfrentadas pelas empresas, pois não consideraram as despesas de juros como dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda das pessoas jurídicas (PEGETTI, 2012).

Utilizando-se das mesmas premissas de seu artigo de 1958, Modigliani e Miller (1963) incluem em seu teorema a tributação sobre lucros e, então, demonstram que o valor da empresa se faz crescente com o aumento da alavancagem financeira. Isto porque as empresas endividadas se beneficiam de suas dívidas ao receber isenções fiscais pelo seu endividamento. O benefício da dívida ou *tax shelter* é resultado de uma diminuição da base de tributação, devido aos juros pagos aos seus credores. Portanto, neste contexto a empresa alavancada possui um valor de mercado superior ao de uma empresa não alavancada (CANONGIA, 2014).

A partir destas inclusões, Modigliani e Miller (1963) reconsideraram suas duas proposições iniciais. A primeira proposição afirma que o valor de uma empresa alavancada é igual ao de outra empresa similar em todos os outros aspectos, exceto o nível de alavancagem, acrescido do ganho decorrente do benefício fiscal. A segunda proposição afirma que o custo de capital aumenta com o nível de endividamento, entretanto, devido ao benefício fiscal este aumento será menor que a expectativa no modelo anterior (PEGETTI, 2012).

Neste novo contexto elaborado pelos autores, as empresas teriam seu valor maximizado quando seu nível de endividamento estivesse próximo de 100%, pois o *tax shelter* permitiria as empresas que todos os juros pagos a seus credores fossem dedutíveis do imposto de renda de pessoa jurídica (CANONGIA, 2014).

Entretanto, os próprios autores neste novo artigo ressaltam a importância de considerar outras formas de financiamento que estejam mais baratas em certas circunstâncias, como, por exemplo, os lucros retidos. Isso porque não seria factível e nem saudável para as empresas ter em sua estrutura de capital apenas dívidas, devido a uma série de limitações internas e externas, como os custos de dívida e os custos de transação (MODIGLIANI; MILLER, 1963).

2.6 Visão Tradicional

A partir dos conceitos elaborados por Modigliani e Miller e por outros autores da literatura de finanças corporativas, algumas teorias com enfoque na estrutura de capital foram apresentadas. Dentre estas, algumas se destacaram mais no debate acadêmico, como o *Trade-Off* estático e a *Pecking Order*.

Jensen e Meckling (1976) apresentam sua teoria sobre o trade-off estático. Os autores, assim como Modigliani e Miller assumiam que, a partir do benefício fiscal da dívida, a empresa alavancada valeria mais que uma empresa não-alavancada. Entretanto, diferentemente de Modigliani e Miller, os autores assumem que existe um ponto de ótimo de combinação entre capital de terceiros e capital próprio, ou seja, defendem a validade de uma estrutura de capital ótima, pois além dos custos associados à captação e manutenção da dívida, outros custos são incorporados às obrigações da companhia (CANONGIA, 2014).

Os resultados das pesquisas de Berle e Means (1932) sobre governança corporativa revelaram a importância de consequências adversas, advindas da separação entre controle e propriedade em empresas com ações em mercado. Jensen e Meckling (1976) defendem a existência dos custos de agência nas finanças corporativas. Os controladores que não forem proprietários das empresas agirão em interesse próprio, buscando vantagens individuais para si, em vez do que é melhor para a corporação. Como, por exemplo, agir de forma discricionária com o fluxo de caixa livre que estiver disponível, sem priorizar a maximização do valor da empresa ou a elevação da rentabilidade dos projetos atuais (MYERS, 2001).

O custo de falência também é destacado por Jensen e Meckling (1976). Quanto mais dívidas a empresa assumir, maiores serão os juros pagos por ela, o que leva a uma probabilidade maior de a empresa falir. Portanto, a relação entre o crescimento da dívida e a probabilidade de falência da empresa é diretamente proporcional. Sendo assim, uma empresa não-alavancada possui uma probabilidade mais reduzida de falência. Contudo, como mencionado

anteriormente, o benefício fiscal da dívida também impulsiona o valor da empresa (CANONGIA, 2014).

A partir destas observações, Jensen e Meckling (1976) desenvolvem seu conceito de trade-off estático, no qual a dívida age tanto como instrumento disciplinador dos gestores, como quanto limitador de novos investimentos. Os gestores que adotarem ações discricionárias com o fluxo de caixa livre disponível estariam destruindo valor, devido ao excesso de gastos com investimentos, o que faria com que a dívida agisse de forma limitadora sobre esta discricionariedade da gestão e, assim, disciplinando-a.

Entretanto, uma empresa muito alavancada pode ser impossibilitada de assumir novos projetos, mesmo que estes sejam rentáveis, pois um maior endividamento neste caso geraria uma perda de valor considerando o potencial da empresa. Este ponto de inflexão entre uma ponta e outra é o que os autores definem como trade-off estático, no qual a estrutura de capital da empresa pode ser considerada ótima (CANONGIA, 2014).

A *Pecking Order Theory* é outra teoria que se desenvolve com relação a fontes de financiamento e estrutura de capital. Utilizando-se de algumas das premissas do teorema de Modigliani e Miller e resultados das pesquisas de Berle e Means (1932), Myers e Majluf (1984) publicaram seu artigo, onde apresentam a *Pecking Order Theory*.

Assim como Modigliani e Miller (1958), Myers e Majluf (1984) assumiram a existência de mercados financeiros perfeitos, entretanto, utilizaram-se de uma abordagem mais flexível para incorporar a assimetria de informações (CANONGIA, 2014). De acordo com os autores, os investidores não sabem o real valor de mercado dos ativos da empresa e nem das oportunidades de investimento disponíveis. Portanto, os investidores não podem valorar de forma precisa os ativos emitidos para financiar os novos investimentos (MYERS, 2001).

Em sua pesquisa, Myers e Majluf (1984) sustentam a ideia de que os gestores não estabelecem o nível de endividamento como um objetivo a ser alcançado pela empresa. Em vez disso, esse nível de endividamento é o desfecho das medidas adotadas para mitigar os déficits no orçamento, visando à minimização do custo informacional. Portanto, de acordo com a *Pecking Order Theory*, a estrutura de capital das empresas é moldada pela busca pela redução da assimetria de informações que existe entre os gestores e os investidores. (CANONGIA, 2014).

A reivindicação dos credores da empresa é anterior à reivindicação dos investidores, que possuem uma reivindicação residual. Portanto, os credores da empresa estão menos expostos ao erro ao considerarem o valor da empresa, quando estão no momento de decidir

entre emprestar ou não, do que os investidores no mesmo momento em relação a investir. Ao anunciar a emissão de dívida, o impacto negativo sobre o preço da ação da empresa é menos relevante do que se empresa anunciasse uma nova abertura de capital. Desse modo, mesmo que os gestores estejam frente uma oportunidade de investimento, estes podem optar pela não abertura, para não prejudicar os atuais acionistas da empresa, pois mesmo que o projeto seja rentável, os atuais acionistas teriam que dividir sua propriedade com novos investidores (MYERS, 2001).

Emitir dívida minimiza a vantagem de informação dos gestores da empresa em relação aos investidores. Apenas gestores otimistas, ou seja, aqueles que acreditam que o valor da empresa está abaixo do potencial, irão emitir dívidas, ao invés de abrir a empresa para investidores externos. De forma contrária, apenas gestores pessimistas irão abrir a empresa para investidores externos em vez de emitir para credores.

Portanto, para investidores se emitir dívida é uma alternativa viável, os gestores não teriam motivo para realizar uma nova abertura de capital, apenas aqueles que sabem que a empresa está sobrevalorizada. Logo, qualquer nova tentativa de abertura de capital seria rejeitada por investidores. Por isso, quando a empresa está em um ponto de equilíbrio, apenas dívida será emitida para sanar as necessidades de financiamento, caso a empresa não possua reserva de lucros retidos (MYERS, 2001).

A *Pecking Order Theory* define a ordem de preferência entre as fontes de financiamento das empresas, sendo a estrutura de capital da empresa um reflexo dos requerimentos cumulativos por financiamento externo. As empresas sempre favorecerão recursos próprios à recursos de terceiros para financiar seus projetos. Devido à assimetria de informação, os gestores sabem exatamente o valor dos ativos da empresa, enquanto credores e potenciais investidores terão mais dificuldade de realizar este cálculo.

Outro fator que influencia esta preferência é a maior flexibilidade financeira, pois lucros retidos não exigem pagamentos de juros e dividendos. Apenas quando recursos próprios não são suficientes ou não satisfaçam as condições de financiamento, que as empresas irão recorrer a recursos de terceiros. Quando recorre a recursos de terceiros, a empresa sempre favorece a emissão de dívida antes da abertura para investidores, pois novas aberturas de capital geram uma queda maior no preço da ação da empresa do que a emissão de dívida.

A emissão de nova dívida também gera maior disciplina financeira, o que reduz os custos de agência, que são os custos referidos ao monitoramento dos gestores pelos atuais acionistas (MYERS, 2001). Diferentemente do teorema de Modigliani e Miller, a *Pecking*

Order Theory define a estrutura de capital e a política de dividendos da empresa como aspectos influentes no valor da empresa, afirmando assim a não-neutralidade do padrão de financiamento adotado (ZONENSCHAIN, 1998).

A partir das contribuições iniciais da visão tradicional, uma série de autores seguiram elaborando teorias sobre o funcionamento do mercado financeiro, incorporando elementos como o impacto dos impostos, o custo de falência e a possibilidade de *takeover*, reforçando o papel ativo da estrutura de capital no funcionamento e nível de investimento da empresa e da economia. Esta visão atual defende que as empresas possuem como meta uma estrutura de capital ideal que minimize o seu custo de capital e os riscos. A taxa de juros vigente no mercado afeta diretamente o nível de endividamento da empresa, pois quanto maior a atratividade em tomar dívidas, maior será a propensão da empresa em buscá-las, enquanto, inversamente, um aumento nesse risco amplia as possibilidades de insolvência. Portanto, a partir do cenário descrito, a empresa sempre possuirá como meta uma relação endividamento/emissão ideal para seu funcionamento (ZONENSCHAIN, 1998).

2.7 Conclusão

Diversas teorias das finanças corporativas abordam o conceito da estrutura de capital, o que demonstra a relevância deste para o debate acadêmico. As teorias destacadas neste capítulo revelam como as perspectivas teóricas acerca deste conceito configuram um campo complexo e em constante evolução com expressivas divergências.

O teorema de Modigliani e Miller (1958) defende a irrelevância da estrutura de capital para o valor da empresa, a partir de um cenário com mercado perfeito e sem incidência fiscal. As teorias antagônicas apresentadas neste capítulo, como a *Pecking Order Theory* e o *Trade-Off* estático, supõem outro cenário incluindo fatores como custos de agência, assimetria de informação e benefícios fiscais.

A teoria do *Trade-Off* estático destaca a existência de um ponto de equilíbrio para a estrutura de capital, onde custos de disciplina dos gestores e risco de falência se equilibram de maneira ótima, enquanto a *Pecking Order Theory* evidencia a preferência das empresas entre as fontes de financiamento. Entretanto, vale ressaltar que esta teoria defende que os gestores não devem perseguir um ponto de equilíbrio para a estrutura de capital, mas sim reduzir a assimetria de informação e manter o valor de mercado da empresa. Demonstra-se que as empresas têm a inclinação de empregar lucros retidos como uma estratégia de financiamento

antes de considerar a emissão de novas dívidas, sendo que esta última é mais favorável em relação à opção de se tornar uma empresa de capital aberto.

Em suma, a estrutura de capital desempenha papel relevante nas decisões financeiras das empresas, pois influencia sua capacidade de investimento, nível de risco assumido e seu valor de mercado. Mesmo que as teorias forneçam conceitos valiosos para a aplicação prática da estratégia de financiamento, outros pontos devem ser influentes na decisão do gestor no momento da decisão, como as condições individuais da empresa, o ambiente de mercado e as condições econômicas atuais.

A partir dos referenciais teóricos expostos neste capítulo e o fato de que clubes de futebol agora podem se tornar empresas. Torna-se interessante discutir a estrutura de capital dos clubes, especificamente a possibilidade da realização de IPOs.

3. O PROCESSO DE IPO

3.1 Introdução

O objetivo deste capítulo é apresentar o funcionamento do lançamento de ações no mercado, além de discutir como ele pode ser útil no levantamento de recursos para uma empresa. Mais especificamente, o objeto de estudo deste capítulo envolve desde a decisão de abrir o capital, até a emissão inicial de ações de uma empresa na bolsa de valores, pois, através desta emissão inicial, a empresa se insere em um mercado novo e altamente competitivo, com elevado potencial de arrecadação.

A primeira seção apresenta uma explicação prática do que tratam ofertas públicas, denominadas IPO, e como estas podem ocorrer de duas formas principais, com uma determinante diferença entre elas. Na segunda seção será abordada a motivação para a decisão dos executivos das empresas pelo lançamento de ofertas públicas no mercado de ações, visando a levantar recursos para suas respectivas firmas.

Na terceira seção alguns fatores determinantes no desempenho das ofertas públicas serão apresentados, argumentando-se que, dependendo das condições da empresa, realizar ofertas públicas pode ser um processo altamente vantajoso para toda a operação da empresa, impactando principalmente na sua estrutura de capital. Já a quarta seção uma análise comparativa entre o IPO e outras fontes de financiamento será apresentada, para que se possa sintetizar as vantagens e desvantagens desta fonte de financiamento em levantar recursos e moldar a estrutura de capital de uma empresa, comparadas com as outras fontes.

A quinta seção aborda como funciona operacionalmente o IPO no ambiente de bolsa brasileiro, no caso na B3, a bolsa de valores do Brasil. Serão expostos os requerimentos e os processos que as empresas precisam cumprir e realizar, respectivamente, para ofertarem suas ações no mercado. Nas sexta e sétima seções o mesmo procedimento é realizado para a *NYSE* e *LSE*, respectivamente, com o intuito de estabelecer uma análise comparativa entre realizar IPO no Brasil, nos Estados Unidos e no Reino Unido (Londres).

3.2 O que é IPO

A abreviação IPO vem do inglês *Initial Public Offering*, que tem sua forma traduzida em oferta pública inicial. Este processo ocorre quando a companhia emite e vende suas ações

para o público pela primeira vez, permitindo assim que potenciais investidores possam ter uma fração do negócio e assim se tornarem sócios.

Primeiramente, é válido explicar o conceito de ações, pois estas tratam de valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas. Ao comprar a ação de uma empresa, o investidor se torna coproprietário, tendo direito à participação em seu resultado (PESENTE, 2019). Outra distinção necessária a se fazer seria entre as ações ordinárias e preferencias. Ambas conferem direito ao resultado da empresa, entretanto, ações ordinárias conferem direito a voto em assembleias gerais, enquanto as preferenciais não concedem o mesmo direito. Contudo, as ações preferenciais garantem prioridade no recebimento de dividendos, geralmente em um percentual superior às ações ordinárias (PESENTE, 2019).

Uma oferta pública inicial é o evento que marca a primeira venda de ações de uma empresa e o início de negociação das ações que a empresa emitiu dentro do ambiente da bolsa de valores. Ao emitir ações, a empresa “abre” seu capital para investidores externos. Os investidores que adquirirem estas ações se tornam sócios da empresa e se mantêm como sócios até que vendam estas ações. Caso deseje, o investidor pode vender estas ações no mercado secundário, dentro do ambiente de bolsa ou balcão, a outros possíveis investidores (PESENTE, 2019).

A oferta pública inicial pode ocorrer de duas formas, através de uma distribuição primária, ou de uma distribuição secundária, ou através de uma combinação entre as duas (B3, 2023).

A oferta pública primária ocorre quando é realizada a emissão de novas ações, que serão ofertadas ao mercado, com o direcionamento dos recursos arrecadados para o próprio emissor da oferta. Neste tipo de distribuição, a empresa emite e vende novas ações ao mercado, sendo o vendedor a própria companhia e, portanto, os recursos obtidos são canalizados para o caixa da empresa.

Já em uma distribuição secundária, o vendedor das ações não é mais a empresa, e sim um ou mais acionistas majoritários dela, que possuem o intuito de reduzir ou zerar suas posições. Portanto, são ações existentes que estão sendo vendidas. Os valores arrecadados neste caso são direcionados para o vendedor, e não para a empresa. Independentemente de ser uma distribuição primária ou secundária, neste momento a empresa amplia seu quadro societário com a negociação das ações. Os investidores se tornam parceiros e proprietários de uma parte da empresa (B3, 2023).

Mais adiante no capítulo, serão abordadas outras formas de financiamento, inclusive outras formas de as empresas arrecadarem recursos no mercado de capitais. Entretanto, a única forma que é considerada pelo mercado como uma abertura de capital plena é definida pelo lançamento de ações ao público para negociação destas em bolsa ou balcão (PWC, 2015).

3.3 Motivação para o lançamento de IPO

Como mencionado anteriormente, os gestores e proprietários de empresas possuem uma grande variedade de possibilidades a seu dispor para levantar recursos e, assim, financiar as operações da empresa. A decisão de realizar uma oferta pública inicial na bolsa de valores pode vir a partir de diversos motivos.

De acordo com Steffen (2014), os motivos que levam os gestores de uma empresa a realizarem a abertura de capital podem ser os mais variados, sendo alguns dos principais entre eles:

- O ciclo de vida da empresa - diz respeito as fases que a empresa atravessa ao longo de sua existência, sendo elas: introdução, crescimento, maturidade e declínio. Steffen explica que em certos momentos, a empresa necessita de mais capital para continuar crescendo;
- Mudanças de controle - o lançamento de um IPO gera uma oportunidade para a redução ou a eliminação da participação dos capitalistas de risco, pois estes podem recuperar seus investimentos iniciais com a venda das ações, e a empresa consegue diluir seu risco entre um grande número de investidores do mercado de capitais;
- Estabelecimento de valor de mercado – ao lançar um IPO, a empresa possui seu valor consolidado pelo mercado, através do interesse do público em negociar suas ações. Esta consolidação gera uma vantagem em relação a empresas de capital fechado, pois estas não possuem valor consolidado, o que dificulta uma possível aquisição por uma terceira empresa, pois os executivos não podem ter certeza de quanto vale a empresa de capital fechado no mercado;
- Vantagens competitivas – as empresas de capital aberto possuem maior atenção da mídia, o que pode levar a uma série de benefícios, como obter preços de oferta mais atrativos.

Diversas teorias tentam explicar quais as principais motivações que influenciam gestores ao tomar a decisão de abrir o capital de suas empresas na bolsa de valores. Brau (2010)

oferece uma relação resumida destes motivos, e algumas das teorias por trás deles, que julga serem os mais pertinentes para realizarem esta explicação:

- Otimização da estrutura de capital e a minimização do custo de capital – Baxter (1967) e Stiglitz (1969) explicam que se as firmas elevarem muito seu nível de alavancagem, podem incorrer em custos de falência. Para reduzir estes custos, as firmas precisam diversificar suas fontes de financiamento para atingir um ponto ótimo entre capital próprio e de terceiros, minimizando assim o custo de capital e maximizando o valor;
- Maior poder de negociação de crédito com os bancos – Pagano (1998) argumenta que empresas que abrem seu capital tendem a ganhar poder de barganha sobre os bancos, devido à redução da sua dependência por crédito e pela maior transparência com investidores. Por isso estas empresas podem obter crédito a taxas de juros inferiores;
- Ordem de preferência – como mencionado no capítulo anterior, a *Pecking Order Theory*, defendida por Myers e Majluf (1984) explica que empresas só abrem o capital após exaurir seus lucros retidos e sua capacidade de endividamento, pois, se as empresas estão vendendo participação, isto significa que os gestores consideram que esta está sobreavaliada, gerando um sentimento negativo nos investidores, por isso a preferência por utilizar recursos internos e endividamento;
- Estabelecimento do valor de mercado para venda a uma outra empresa - Zingales (1995) e Mello e Parsons (1998) explicam que controladores buscam realizar um IPO para valorizar a empresa e então, subsequentemente, vende-la a uma outra. Brau (2010) defende que são frequentes os casos de empresas vendidas logo após a realização de seu IPO (entre 1 e 3 anos depois);
- Estabelecimento do valor de mercado, como instrumento de liquidação - Black e Gilson (1998) argumentam que esta é uma forma de capitalistas de risco reaverem seu investimento com alguma rentabilidade financeira, através da valorização criada pelo IPO;
- Pulverizar o quadro societário – uma quantidade maior de acionistas gera um risco de proprietário reduzido para a empresa. Pagano (1998) defende que a liquidez das ações é benéfica para investidores;
- Publicidade e vantagem do pioneiro– Maksimovic e Pichler (2001) argumentam que as empresas que realizam IPOs na tentativa de capturar as vantagens de ser pioneiro em uma oportunidade, e para atrair maior atenção da mídia, para melhorar sua reputação;

- Utilizar ações como moeda de troca – Brau, Francis e Kohers (2003) defendem que muitas empresas participam de fusões e aquisições após realizar o IPO, pois podem utilizar suas próprias ações como moeda de troca;
- Atrair monitoramento de analistas financeiros e executivos – Bradley, Jordan e Ritter (2003) argumentam que este tipo de monitoramento pode melhorar a reputação da empresa, devido a boas recomendações dos analistas, e assim criar valor para acionistas. Pagano (1998) defende que monitoramento elevando também demanda maior transparência nas decisões da gestão;
- Janelas de oportunidade – eventualmente, o mercado de IPOs pode ficar aquecido, devido a bolhas ou informação assimétrica, gerando uma supervalorização do preço das ações;
- Oferecer participação na empresa como compensação – Holmstrom e Tirole (1993) e Schipper e Smith (1986) explicam que ter ações negociadas no mercado permite programas eficientes de compensação para funcionários;
- Devido ao comportamento de manada – em alguns setores, principalmente industriais, algumas empresas realizam IPOs simplesmente porque seus concorrentes o fizeram, para aproveitar um fenômeno cíclico, como explicam Lowry e Schwert (2002).

A partir da relação de possíveis motivações para a realização de um IPO demonstrada acima, Brau (2010) conduz uma pesquisa com executivos, para determinar quais são as consideradas as mais relevantes por eles. De acordo com os resultados, as cinco motivações que os executivos consideram mais importantes para realizar um IPO, pela ordem, são: criar moeda de troca para futuras aquisições; estabelecer valor de mercado; melhorar a reputação pública da companhia; minimizar o custo de capital e, por último, pulverizar o quadro societário, para diluir o risco com proprietários.

A pesquisa de Steffen (2014) apresenta resultados similares com algumas diferenças no ordenamento das respostas. Contudo, vale ressaltar que as cinco respostas mais populares em ambas as pesquisas são as mesmas. A pesquisa de Steffen (2014) revela que as motivações mais importantes para se conduzir um IPO, de acordo com os executivos questionados são: minimizar o custo de capital; estabelecer preço/valor de mercado para companhia; pulverizar o quadro societário; melhorar a reputação pública da empresa; criar ações para poder utilizar como moeda em futuras aquisições.

Concluindo, as duas pesquisas fornecem resultados similares, mas não exatamente iguais. A motivação mais popular na pesquisa de Brau (2010) foi a quinta na de Steffen (2014),

enquanto a mais popular na de Steffen (2014) foi a quarta na de Brau (2010), já a terceira na de Steffen (2014) foi a quinta na de Brau (2010). As outras duas repostas apenas mudaram uma posição entre pesquisas.

3.4 O que influencia no Desempenho de um IPO

Quanto ao desempenho das ofertas, vários fatores podem impactar no resultado do caixa arrecado pela empresa. Fatores estes que podem ser internos e externos, micro e macroeconômicos.

A realização de um IPO é uma possível fonte de captação de recursos de longo prazo para as empresas, com o objetivo de quitar dívidas no curto prazo, assim como financiar os investimentos e o capital de giro. O sucesso ou não desta forma de arrecadação é influenciado, principalmente, pelas condições que afligem todo o mercado de capitais de maneira sistemática, ou pelas características inerentes às companhias que lançam suas ações para serem negociadas na bolsa de valores (SATURNINO, 2012).

Em relação ao desempenho das ações em sua oferta inicial, questões intrínsecas às empresas podem ser determinantes, tais como o valor patrimonial, o crescimento, o lucro, a liquidez financeira, o retorno sobre o patrimônio, a liquidez em bolsa, e, também a possibilidade de o preço inicial ter sido subavaliado ou superavaliado, além de outros indicadores que também podem se mostrar relevantes (SATURNINO, 2012).

Algumas outras questões podem influenciar no desempenho do IPO de uma empresa, como o perfil da empresa, se é apropriado ou não para uma companhia de capital aberto. Uma empresa de capital aberto precisa ter um comprometimento muito superior com a prestação de informações, tanto para os reguladores quanto para o mercado. A governança corporativa implementada pela empresa é outro fator crucial no desempenho da empresa. O engajamento da empresa com as boas práticas deve ser absoluto, pois a imagem de transparência e rigor que a empresa transmite é determinante para o sucesso ou não do IPO (PWC, 2015).

3.5 O IPO e as Demais Fontes de Financiamento

Como pode-se observar na seção anterior, as justificativas para o lançamento de um IPO variam amplamente. Contudo, todos os motivos citados na seção anterior orbitam sobre uma questão central, questão essa que foi abordada e explicada no capítulo anterior: a estrutura de

capital. Como explicado no capítulo I, a estrutura de capital trata de um dos pilares das finanças corporativas. Por essa razão, a maioria das teorias se concentra neste conceito.

O lançamento de um IPO não é a única forma pela qual as empresas podem ingressar no mercado de capitais. Segundo a *Pecking Order Theory*, abordada no capítulo anterior, as empresas exaurem os recursos que podem obter através do capital interno, antes de se abrirem para o capital externo. Primeiramente, a empresa pode recorrer ao autofinanciamento, caso possua lucros retidos suficientes para financiar seus projetos (ZONENSCHAIN, 1998).

Negociar uma dívida com um banco seria outra opção, nesse caso a empresa negocia diretamente com seu único credor, o próprio banco, o que faz com que a instituição financeira possua vantagem na negociação. Outra possibilidade seria o lançamento de debêntures e notas promissórias, onde a empresa permite que qualquer um disposto a negociar seus títulos de dívidas se torne um credor para financiar seus investimentos. Nesta situação, a empresa define os próprios termos na qual está disposta a endividar-se. Contudo, vale ressaltar que todo este processo leva a situação financeira econômica da empresa e do mercado em consideração. Portanto, os títulos que a empresa emitir serão negociados apenas se os possíveis credores acharem as condições vantajosas (PWC, 2015).

A partir da necessidade de captação de recursos, algumas empresas optam por abrir o capital através de uma distribuição primária de debêntures. Tal escolha pode ser explicada pela maior disposição dos investidores em comprar títulos de renda fixa, considerando as taxas de juros vigentes no país e o risco de crédito. Outra forma de abertura de capital são as notas promissórias, que são valores mobiliários menos adequados para o processo de abertura de capital, pois são mais úteis em momentos especiais, quando a empresa já tem seu capital aberto e busca, por exemplo, uma captação de curto prazo (PWC, 2015, p. 7).

Alguns dos principais fatores que influenciam na decisão da fonte de financiamento para os investimentos da empresa são (PWC, 2015):

- Nível de maturidade do negócio – negócios mais maduros são mais bem compreendidos pelos investidores;
- Perfil de fluxo de caixa – os setores que possuem o fluxo de caixa mais previsível possuem mais alternativas, ao decidir pelas fontes de financiamento que empregarão, além de um custo de capital reduzido;
- Nível de alavancagem – empresas com alavancagem superior podem demandar injeções de capital;
- *Rating* da empresa – garante melhores termos na captação e redução nos custos;

- Momento do mercado – a ciclicidade dos mercados de capitais e de crédito afetam na disponibilidade e nos custos de financiamento que a empresa tem acesso.

3.6 Como funciona operacionalmente o IPO no Brasil

Existem alguns requerimentos específicos que as companhias precisam cumprir para que possam realizar a abertura de capital na bolsa de valores brasileira, a B3. A Lei das S.A. nº 6404/76 estabelece exigências legais e institucionais para que uma empresa possa realizar o processo de abertura de capital na bolsa (B3, 2022). Uma das principais exigências é ser constituída como companhia aberta, pois, de acordo com a legislação brasileira, “companhia aberta” são aquelas que podem negociar publicamente os valores mobiliários de sua emissão na bolsa de valores.

Antes de tomar a decisão de abrir o capital, a empresa precisa possuir uma diretriz de governança corporativa e reforçar a obrigatoriedade de que todos os processos dentro da empresa estejam de acordo tal diretriz. Isto é algo imprescindível para qualquer instituição que deseje passar uma imagem de credibilidade para o público, dado que este tipo de imagem é algo essencial para que se tenha um IPO de sucesso, em função das assimetrias de informação em relação à situação da empresa.

As empresas se submetem as normas de “boas práticas de governança corporativa”, que devem favorecer o funcionamento do mercado como fonte de captação de recursos das empresas. Ao cumprir as práticas definidas pela governança corporativa, as partes firmam o compromisso de respeitar normas de transparência, de dispersão acionária e de equilíbrio de direitos entre acionistas controladores e minoritários, o que reforça os direitos dos acionistas nesta relação (PESENTE, 2019).

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa-IBCG (2015), as boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando os interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico da organização no longo prazo, e assim facilitar o acesso a recursos e contribuir para a qualidade da gestão da organização e a longevidade da companhia. De uma forma mais rigorosa, pode-se afirmar que as boas práticas de governança ajudam a reduzir a assimetria de informação que existe entre os gestores da empresa e seus investidores.

Segundo a B3 (2022, p. 5), os principais requerimentos para obter a condição de companhia aberta e, então, ser capaz de realizar um IPO são:

- Ser uma sociedade constituída sob a forma de sociedade anônima;
- Ter três anos de demonstrações financeiras auditadas por auditor independente, registrado na CVM (ou auditado desde o início para caso de empresas com menos de três anos);
- Possuir Conselho de Administração;
- Designar diretor de Relações com Investidores estatutário – eleito em assembleia pelo Conselho de Administração da empresa, ou nomeado pelos sócios da sociedade limitada.
- Identificar qual segmento de listagem - que serão citados mais adiante – oferece condições que a empresa julga mais benéficas, considerando fatores como tamanho, tempo de existência e nível de negociação da empresa e, então, fazer o pedido de listagem e de admissão à negociação na B3;
- Realizar a oferta pública de distribuição de valores mobiliários registrada, ou dispensada de registro pela CVM;
- Cada segmento de listagem irá demandar de suas empresas participantes o cumprimento de requerimentos específicos, com diferentes níveis de exigência.

A B3, com o intuito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro e elevar os padrões de governança corporativa, dividiu a entrada das empresas em segmentos diferentes, dependendo do tamanho da empresa. Os segmentos especiais da B3 são Novo Mercado, Nível 2, Nível 1, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2.

Estes segmentos especiais de listagem no mercado de ações foram criados na bolsa brasileira há mais de 20 anos, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, atraindo novos investidores e novas empresas, através dos diferentes níveis de exigências com regras rígidas de governança corporativa (ROSS, 2013).

O Novo Mercado é destinado àquele grupo de empresas com um grau de comprometimento mais elevado com os processos de governança corporativa. O Nível 2 seria para empresas com um grau médio de comprometimento com sua governança corporativa, e o Nível 1 representa o grupo com empresas com um nível de governança corporativa mais baixo (PENEDO, 2018). Os níveis Bovespa Mais foram criados para empresas que desejam acessar o mercado de ações de forma gradual: o objetivo deste segmento seria fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas através do mercado de capitais (B3,2022).

O Quadro 3.1 a seguir demonstra as diferentes exigências que cada segmento de listagem exige das empresas para que possam se listar.

Quadro 3.1 – Exigências dos Segmentos de Listagem da B3

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Percentual mínimo de ações em circulação	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25% ou 15%, dependendo se o volume diário de negociação for maior que R\$25 milhões	25%	25%
Ofertas Públicas de Distribuição de Ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra específica	Não há regra específica	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra específica	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica

Elaboração própria, a partir de dados B3 – GUIA DO IPO NA B3 (2022)

Como explicado na seção inicial, uma das decisões a serem tomadas, ao realizar um IPO, seria quanto ao tipo de distribuição primária ou secundária. Dependendo do tipo escolhido, outros dois tipos se fazem possíveis, sendo a distribuição restrita e a distribuição pública. A empresa ainda precisa definir o tipo de distribuição, se será uma oferta pública ou restrita. Sendo as ofertas restritas aquelas destinadas somente a investidores profissionais, não cabendo amplos esforços de divulgação e busca de investidores em geral (B3, 2022), enquanto as distribuições públicas são aquelas abertas ao mercado, sem restrição de investidores.

A empresa é o personagem principal de seu IPO. Entretanto, várias outras entidades estão incluídas neste processo e a participação de todas é obrigatória para a realização de uma oferta pública. Existem alguns agentes cruciais que precisam estar envolvidos para o processo de abertura de capital ocorrer, entre eles estão os bancos de investimentos (sendo um deles o coordenador da oferta); escritórios de advocacia; auditores independentes; consultores; a própria bolsa de valores; além da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (B3, 2022). A CVM é uma instituição essencial no mercado de capitais brasileiros. A CVM foi criada a partir da Lei nº 6.385 de 1976, e é uma instituição governamental destinada exclusivamente a

regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas (CVM, 2016).

Assim, o processo de abertura de capital requer a ativa participação de diversas instituições financeiras, sendo que, geralmente, os bancos de investimento são os condutores do processo. A participação ativa das instituições envolvidas garante que os passos dados pela empresa, ao realizar a oferta pública, estejam de acordo com os requisitos da CVM, cheguem de maneira ordenada ao conhecimento dos potenciais investidores e que se possa definir um preço adequado para as ações que estão sendo emitidas (PESENTE, 2019).

A preparação para a abertura de capital da companhia envolve diversas fases, além daquelas que já foram citadas. Alguns dos principais fatores de preparação são (B3, 2022):

- Análise da conveniência da abertura de capital e engajamento dos administradores e acionistas controladores da companhia;
- Discussões e negociações com os estruturadores da oferta;
- Preparar a companhia em termos de governança e cultura;
- Começar a testar o mercado;
- Definir estratégia da oferta;
- Definir o segmento de listagem;
- Confecção de políticas e códigos da Companhia;
- Criação dos comitês (estatuários ou não).

Com estes preparativos em andamento, a companhia levanta toda a documentação necessária e se registra na CVM, para que possa ofertar seus valores. Dependendo do tipo da oferta, a companhia deve também se registrar perante a CVM (B3, 2022).

Após a conclusão do prospecto da emissão, entra-se na fase de *bookbuilding*, que envolve a realização de *roadshows* para uma variedade de potenciais investidores. Isso tem como objetivo avaliar o nível de interesse do mercado, visando estabelecer um preço equitativo para a oferta. Durante esse período, a empresa se esforça para atrair investidores e conduzir negociações, enquanto simultaneamente avalia e explora o mercado no qual está prestes a disponibilizar seus títulos. (QUINTAIROS, 2010). *Pilot fishing* é a primeira sondagem que a companhia realiza junto aos investidores. Esta etapa tem como objetivo engajar investidores relevantes, testar a aderência ao modelo de negócio da empresa e coletar feedbacks. Em seguida é realizado o *investor education*, que consiste em reuniões dos analistas com alguns dos possíveis investidores relevantes. Por último, ocorre, de fato, o *roadshow*, no qual o intuito é gerar demanda para a oferta e converter engajamento em ordens de compra (B3, 2022).

O período de *bookbuilding* é finalizado com a etapa da formação de preço. Neste momento determina-se o preço de lançamento de um IPO, balizado pela demanda e pelo preço que os investidores institucionais se demonstram dispostos a pagar pelo ativo (B3, 2022).

Após a finalização do período de *bookbuilding*, ocorre um “período de silêncio”, que dura ao menos 60 dias. Essa norma tem como finalidade assegurar que haja tratamento equitativo na disseminação de informações sobre o ofertante, e que potenciais investidores não sejam estimulados a aderir à oferta em razão de quaisquer informações divulgadas e outros meios que não o do prospecto da oferta (B3, 2022).

Por fim, com o encerramento da oferta e realizadas as compras iniciais, a empresa arrecada os recursos desejados e seus investidores se tornam sócios, enquanto mantiverem as ações em sua posse. A partir de então, a negociação destas ações se faz através do mercado secundário, a menos que ocorra uma emissão subjacente da empresa futuramente (PESENTE, 2019).

3.7 IPO nos EUA

A *Securities and Exchange Commission* ou SEC exerce uma função no mercado de capitais norte-americano semelhante ao da CVM no Brasil. Os *Securities Act* de 1933 e 1934 são os pilares da legislação americana para a abertura de capital nas bolsas de valores. O primeiro definiu as normas que elencam o processo de ofertar publicamente ativos no mercado. No segundo foi definida a criação da SEC, das regras contínuas de divulgação e as regras de conduta para negociar ativos no mercado secundário (SEC, 2023).

Assim como no Brasil, nos Estados Unidos o prospecto da oferta é um dos principais pontos no processo de abertura de capital. Para conseguir a aprovação da SEC para levar a oferta a mercado, a empresa precisa criar um *registration statement*. Este *registration statement* deve conter duas partes, sendo a primeira parte o prospecto. Este prospecto deve incluir informações e orientações a respeito da oferta para o público-alvo, como, por exemplo, a situação financeira da empresa, o modelo de negócios, a visão estratégica e uma relação dos ativos. Ademais, o prospecto também deve incluir três anos de demonstrações financeiras auditadas por auditores independentes, para que os envolvidos com a oferta possam tirar suas próprias conclusões sobre a empresa. Já a segunda parte deste *registration statement* deve abranger apenas informações adicionais, direcionadas para uso interno da SEC (SEC, 2023).

Tal como a B3 no Brasil, a *NYSE* oferece às empresas diferentes segmentos de listagem para que abram seu capital. O *NYSE* é o segmento mundial destinado às empresas médias e às maiores e mais estruturadas, portanto, demanda requerimentos mais exigentes. Em seguida há o segmento *NYSE American*, destinado para empresas menores com baixa capitalização de mercado. A *NYSE* também oferece o segmento *NYSE ARCA*, que se trata de um ambiente eletrônico de mercado, com elevados níveis de liquidez, destinado à negociação de *exchange-traded products*. Os ETPs são ativos próprios que refletem o preço de ativos subjacentes, ou seja, funcionam como índice de preços para um ou para um grupo de ativos determinados, como ações, moedas, commodities e títulos de governo (NYSE, 2023).

Para ser listada em um dos segmentos da *NYSE*, a empresa precisa cumprir alguns dos requerimentos básicos relativos ao seu tamanho de mercado. Estes requerimentos são separados em dois grupos. O primeiro grupo se refere aos critérios de mínima distribuição e valor de mercado, neste grupo todos os requerimentos devem ser cumpridos (NYSE, 2021):

- A empresa emissora precisa ter pelo menos 400 investidores em posse de 100 ações fracionárias ou mais, e pelo menos 1,1 milhão de ações fracionárias detidas pelo público;
- As ações acionárias em posse do público devem somar ao menos 60 milhões de dólares em valor agregado, para empresas emissoras de IPO.
- O segundo grupo é relativo aos padrões financeiros que a empresa precisa estar enquadrada, cumprir apenas um dos requerimentos é suficiente (NYSE, 2021):
- Teste de lucro – o lucro antes de impostos somado dos últimos três anos fiscais deve somar ao menos 100 milhões de dólares, sendo que o segundo e o terceiro ano não podem apresentar lucro anterior a impostos inferior a 25 milhões de dólares;
- Teste de *valuation* e receita – a empresa emissora precisa totalizar ao menos 500 milhões de dólares em capitalização de mercado, além de ter ao menos 100 milhões de receita somados nos últimos doze meses, o fluxo de caixa dos últimos 3 anos fiscais precisa refletir pelo menos 100 milhões de dólares, com um valor mínimo de 25 milhões de dólares nos fluxos de caixa dos últimos dois anos deste período. Alternativamente, a empresa deve somente totalizar 750 milhões de dólares em capitalização de mercado, com uma receita mínima de 75 milhões de dólares no último exercício fiscal.

Vale destacar que a *NYSE* exige ainda que o preço de uma única ação não pode chegar a menos de um dólar (NYSE, 2021).

Cada segmento de listagem irá exigir que sejam cumpridos os requerimentos de governança corporativa em diferentes níveis. Os requerimentos impostos pela *NYSE* são mais exigentes do que os impostos pela *NYSE American*. Entretanto, estes requerimentos seguem uma linha similar ao demandarem comunicação continuada transparente, através do estabelecimento de um comitê de auditoria independente, divulgações de resultados trimestrais e assembleias anuais após o fim do exercício (*NYSE*, 2021).

3.8 IPO na Inglaterra

Diferentemente, das bolsas no Brasil e nos Estados Unidos, em Londres no Reino Unido, as empresas não escolhem o segmento em que podem abrir seu capital, e sim o mercado na qual querem ofertar suas ações. São eles (LSE, 2023):

- *Alternative Investment Market (AIM)*: o mercado para empresas em crescimento;
- *Main Market High Growth Segment*: segmento regulado pela FCA destinado a empresas britânicas e europeias de tamanho médio, com alto potencial de crescimento;
- *Main Market Standard Segment*: principal segmento de listagem da LSE, regido pela *Financial Conduct Authority's (FCA)*;
- *Main Market Premium Segment*: segmento superior de listagem da LSE, regido pela FCA, no qual empresas estão sujeitas aos padrões mais altos de governança corporativa.

O nível de exigência dos princípios de governança corporativa vai variar entre os mercados. As empresas em fase de crescimento devem optar por abrir seu capital nos dois primeiros mercados, por serem segmentos menos exigentes e mais acessíveis, para não incorrerem em custos e processos impeditivos. As empresas maiores e mais estruturadas devem optar pelos mercados principais, sendo o Premium mais exigente que o Standard, pois é direcionado para empresas ainda maiores (LSE, 2023).

Para realizar o IPO no segmento *Premium*, a empresa ainda precisa apontar um patrocinador para prover parte da documentação para a autoridade reguladora (PWC, 2013). Este patrocinador irá orientar a empresa se aquele momento é o ideal para a realização de um IPO. O patrocinador ainda cumpre outras funções como: submeter a aplicação da empresa para participar do mercado, orientar sobre a estrutura do conselho e sobre o método de listagem, coordenar a ordem cronológica de eventos para a listagem, elaborar estratégia de precificação e de mercado (LSE, 2023).

Para realizar o processo de IPO, o primeiro mercado não exige que as empresas elaborem um prospecto. No caso do AIM, as empresas precisam apontar um conselheiro, que deve ser aprovado pela LSE para atuar como tal. Este conselheiro exerce função chave no processo de admissão da empresa a este segmento de listagem, avaliando se aquela é apropriada para o seguimento, e então elaborando uma declaração de aptidão que deve ser enviada à LSE, aprovando a participação da empresa neste segmento. O *High Growth Segment* exige que as empresas elaborem uma carta de elegibilidade para a LSE considerando as regras de HGS, além de enviar um prospecto para a FCA. O *Standard Segment* e o *Premium Segment* exigem que as empresas elaborem um prospecto contendo ainda mais critérios para a FCA, sendo que o Premium Market ainda requer uma carta de elegibilidade para FCA considerando as regras de listagem (LSE, 2023).

Assim como a SEC e a CVM, em seus respectivos países, a FCA tem o papel de órgão regulador para os mercados principais. Demandando das empresas que optam por ofertar nestes mercados, requerimentos mais exigentes. Apenas o AIM não é regulado pela FCA, pois é regulado por uma instalação de negociação multilateral (LSE, 2023).

4. O FUTEBOL BRITÂNICO E SUAS EXPERIÊNCIAS COM O IPO

4.1 Introdução

Em países mais desenvolvidos, como os Estados Unidos da América e alguns países europeus, como Inglaterra, Alemanha e Itália, o mercado de capitais e o mercado esportivo já foram interligados há algumas décadas. Com a elevação dos valores negociados nos contratos dos times esportivos, os gestores de tais times buscaram outras formas de financiar suas operações e melhorar o seu desempenho esportivo e financeiro, recorrendo assim à abertura de capital de seus clubes na bolsa de valores de seus países.

Como mencionado anteriormente, o objeto de estudo desta monografia trata de uma forma específica de financiamento, a abertura de capital em bolsa, para clubes de futebol. A primeira seção apresenta uma visão geral do período atual do futebol europeu. Na segunda seção serão abordados os principais motivos que levam os gestores dos clubes a tomarem a decisão de abrir o capital, quais vantagens e desvantagens os clubes incorrem ao realizar o processo de IPO. Ainda nesta seção, serão apresentados os diferentes tipos de gestão que podem adotar os gestores dos clubes de futebol ao conduzirem um clube de futebol.

Em seguida, a terceira seção apresenta os principais casos de clubes de futebol ingleses que realizaram este processo e como isto se deu na prática, em termos de valores arrecados e circunstâncias específicas. Na seção seguinte serão apresentados os principais resultados de estudos acerca das aberturas de capital de clubes ingleses. Ao final do capítulo, uma breve conclusão será apresentada, sintetizando os efeitos do IPO para os clubes ingleses e as conclusões que podem ser tiradas a partir de seus resultados.

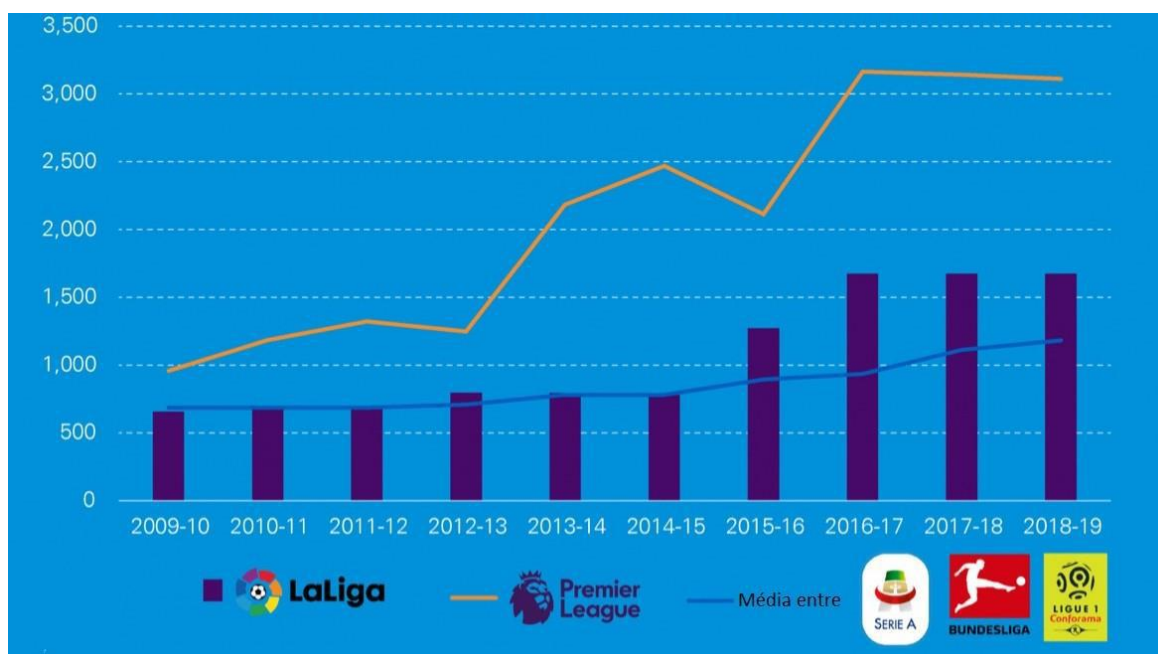
4.2 Visão Geral do Futebol Europeu

A indústria do futebol é um negócio internacional bem estabelecido. As transferências de alto de valores de jogadores pelo mundo inteiro, competições bem estabelecidas e um impacto social significativo enraizado globalmente são indícios disso. Ademais, vale ressaltar que as finais de competições europeias e da copa mundo de seleções estão entre os eventos televisivos mais populares do mundo (KRABBENBOS, 2013).

Os valores do mercado do futebol vêm aumentando significativamente nos últimos anos. A superexposição dos clubes e dos jogadores mundialmente através, principalmente, das

transmissões televisivas, redes sociais e serviços de streaming vêm potencializando cada vez mais a popularidade do esporte ao redor do mundo. A cada ano aumentam o número de espectadores e torcedores de clubes europeus no mundo inteiro. No Gráfico 4.1 a seguir, observa-se a evolução dos valores dos contratos de televisão das top 5 ligas europeias de futebol entre 2009 e 2019.

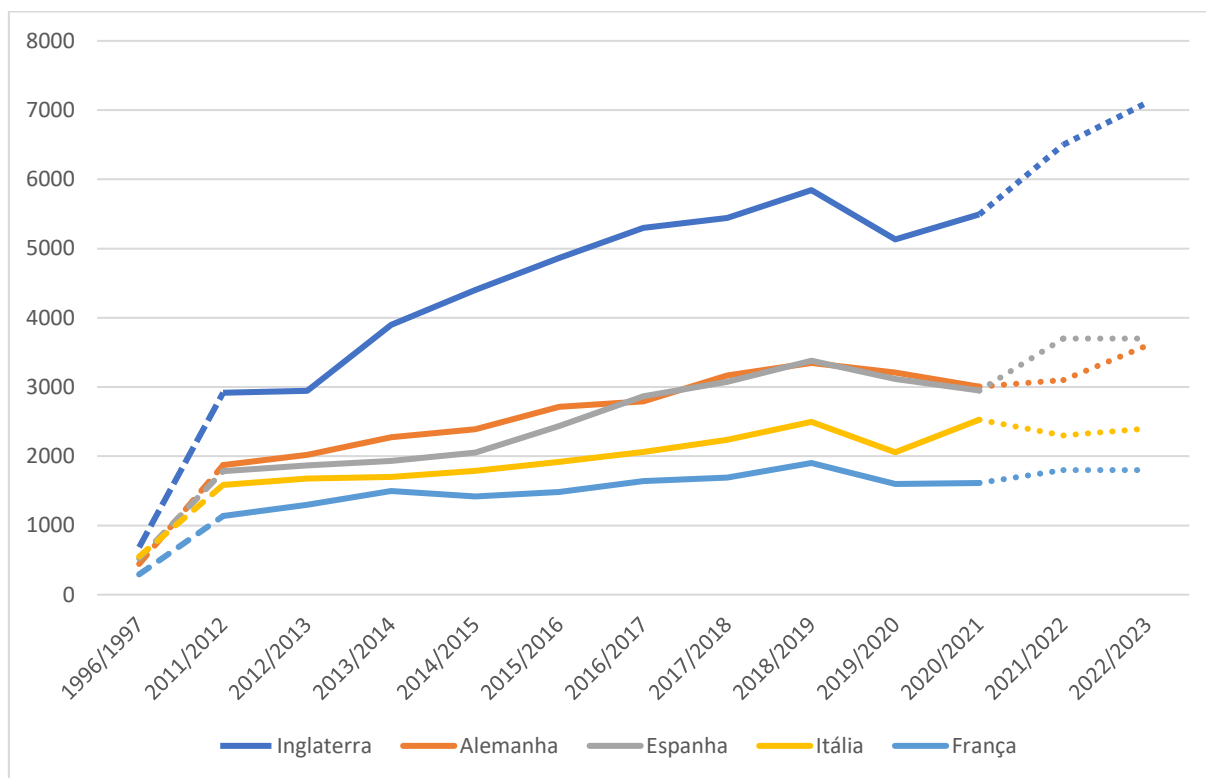
Gráfico 4.1 – Evolução dos contratos de direitos de transmissão nas cinco grandes ligas de futebol europeias entre 2009/10 e 2018/19 (combinado entre os valores recebidos pelas competições domésticas e internacionais, em milhões de Euros)



Fonte: UEFA Club Licensing Benchmarking Report, KPMG Football Benchmark

As receitas como um todo vêm aumentando significativamente nestas ligas nos últimos anos. O Gráfico 4.2 a seguir retrata as receitas totais dos clubes das top 5 ligas europeias de futebol entre 1996 e 2021, com projeções para as temporadas de 2022 e 2023.

Gráfico 4.2 – Evolução das receitas das cinco grandes ligas de futebol europeias - 1996/1997 e 2011/2012 até 2022/2023 (em milhões de euros)



Elaboração própria, a partir de dados de *Deloitte's Annual Review of Football Finance* (2022).

Como pode-se observar, com exceção da Itália, as receitas dos clubes destas ligas cresceram quase 5 vezes, neste período de 25 anos, com destaque para a liga inglesa que obteve uma valorização nas receitas totais de seus clubes de mais de 8 vezes. A indústria do futebol, atualmente, é uma indústria multibilionária, que cresce cada vez mais. Na temporada 2021/2022, o mercado do futebol em termos de receita atingiu o valor de €27,6 bilhões, o que equivale a um acréscimo de 10% em relação a temporada anterior (DELOITTE, 2022).

4.3 Vantagens e Desvantagens ao Realizar IPO

No capítulo anterior foi abordada a motivação das empresas para abrir seu capital em bolsa. Os clubes ingleses, em sua maioria, são constituídos como empresas. Portanto, nesta seção serão abordadas as principais vantagens e desvantagens que os clubes de futebol incorrem ao realizar o processo de abertura de capital na bolsa de valores.

Ao realizar a abertura de capital, os gestores dos clubes esperam arrecadar uma quantidade significativa de capital, que permita financiar investimentos que melhorem as

operações do clube. Como explicado anteriormente, a indústria do futebol vem aumentando de tamanho constantemente, o que requer gastos maiores com investimentos, para que o clube continue a se manter competitivo tanto esportivamente quanto financeiramente. Com a arrecadação de recursos suficientes, através da abertura de capital, os gestores podem utilizar estes recursos em diversas frentes do clube.

De acordo com Hubman (2011) um clube de futebol pode utilizar a receita arrecadada com o lançamento de um IPO de diversas formas produtivas: construir ou melhorar as instalações do clube seria uma delas, estádios e centros de treinamento mais modernos, podem trazer tanto retorno financeiro como esportivo; contratar novos jogadores seria outra possibilidade; ao contratar novos jogadores o clube pode melhorar o elenco e atingir novas metas esportivas e financeiras também, em frentes como marketing e premiações; reduzir a dívida do clube, tornando a estrutura de capital mais eficiente para a operação; os investidores atuais podem aproveitar para vender sua participação no IPO, o que gera uma rara possibilidade de liquidação do investimento inicial, pois um clube de futebol não se configura como um ativo líquido.

Hubman (2011) elenca também algumas das principais desvantagens que um IPO pode trazer para um clube de futebol: assim como para as empresas, os custos para a realização de um IPO são significativos para um clube de futebol, o que pode prejudicar o desempenho da financeiro do clube; manter o capital aberto em bolsa também gera custos e obrigações permanentes significativos para os clubes de futebol, a obrigação fiduciária com os acionistas e as exigências da entidade reguladora e/ou fiscalizadora exige que as empresas divulguem informações, constantemente; a liga ou a legislação que rege os clubes de futebol do país também podem estar entre os fatores impeditivos e prejudiciais para o lançamento de um IPO.

Dietl, Franck, and Lang (2008) defendem que os clubes são incentivados a investir em excesso, pois existe uma forte correlação entre investimento em talento esportivo e performance positiva. Portanto, um IPO pode limitar esse artifício utilizado pelos clubes para se manterem competitivos, pois o escrutínio financeiro e a mudança da estrutura de governança são fatores impeditivos, resultando em perda de vantagem comparativa em relação aos demais clubes (KYOOSUNG OH, 2019).

Muitos dos donos de clube de futebol são indivíduos extremamente ricos, que os adquirem por diversas razões, sendo que na maioria das vezes estas razões não envolvem retorno financeiro. Cheffins (1999) explica que estes indivíduos compram e mantêm os clubes em seus portfolios pelos seguintes motivos: amor pelo esporte, boa propaganda pessoal,

gratificação egocêntrica, ou até dever civil. Portanto, estes indivíduos estariam dispostos a financiar os clubes de futebol mesmo que sejam deficitários, para manter o nível de competitividade.

Entretanto, após a realização de um IPO, os gestores precisam adotar uma maior responsabilidade financeira e priorizar os interesses dos acionistas, devido ao seu dever fiduciário. Logo, um clube de capital aberto não pode receber estas injeções de recursos na forma de empréstimos pessoais destes indivíduos abastados, que desejam adquirir a posse do clube para satisfazer seus caprichos pessoais, configurando outra desvantagem comparativa perante clubes de capital fechado, que não teriam restrições como essa para adotarem novas formas de financiamento (KYOOSUNG OH, 2019).

Outra vantagem a ser destacada, como relatado no capítulo anterior, seria o fato de que, ao realizarem a abertura de capital na bolsa as empresas conseguem melhorar sua imagem pública, refletindo maior seriedade na gestão, o que pode trazer novas parcerias de marketing e até melhores negócios, de forma generalizada como, por exemplo, melhores taxas ao contratar empréstimos com bancos. Os clubes também se aproveitam desta vantagem experienciadas pelas empresas, devido a esta maior disciplina financeira e administrativa.

É válido ressaltar que a discussão sobre financiamento suscita outra discussão acerca dos objetivos dos proprietários/gestores. Caiado (2009) explica que estes podem possuir uma de duas abordagens ao gerirem o clube: eles podem assumir que os clubes devem ser maximizadores de lucro, como argumentam Quirk and El Hodiri (1974); ou podem ser maximizadores de utilidade, como explicam Sloane (1971) e Kesenne (2007), priorizando metas como vitórias e títulos esportivos sujeitos a uma limitação financeira.

A teoria econômica considera que o objetivo de uma empresa seja a maximização de valor, gerando retorno aos acionistas. Contudo, neste aspecto o ramo do futebol difere de empresas tradicionais. Muitos dos acionistas dos clubes investem considerando o desempenho esportivo como prioridade e entendem a rejeição do desempenho financeiro. Neste contexto, Vrooman (1997, 2000) defende que, com a presença de um proprietário, gestores tendam a maximizar as performances esportiva e financeira, concomitantemente. Szymanski e Kuypers (1999) seguem a mesma linha e argumentam que a tendência de longo prazo é combinar lucro com performance esportiva (CAIADO, 2009).

Dobson e Goddard (2004) seguem a linha de Kesenne (2007), ao argumentarem que os clubes ingleses, inseridos em um contexto de restrição financeira, possuem como objetivo primário a maximização de receitas e vitórias, sendo o lucro o objetivo secundário. Gerrard e

Dobson (2000) e Morrow (1999) também defendem que a maximização da performance esportiva é a prioridade, dado que se atinja um nível mínimo de lucro (CAIADO, 2009).

Caiado (2009) afirma que gestores ingleses buscam combinar performance esportiva e financeira. Seus estudos apontam um índice de correlação 0,95 entre ambos os objetivos, corroborando a visão de Vrooman (2000) que gestores priorizam ambos simultaneamente. Entretanto, Caiado (2009) explica que com a recente evolução das receitas, os clubes vêm falhando em aumentar o retorno dos acionistas na mesma proporção, corroborando a visão de Goddard e Dobson (2000). Portanto, mesmo que o clube seja controlado por um grupo de investidores, os objetivos não mudam. O objetivo de maximização de lucros defendido pela teoria econômica é substituído por uma meta financeira, de garantir receitas suficientes para cobrir os custos operacionais e investir na aquisição e mantimento dos melhores jogadores.

Em relação a esta dualidade dos tipos de gestão descrita por Caiado (2009) se faz válido destacar dois exemplos. Em 2008, o clube francês Lyon realizou um IPO e arrecadou 90,6 milhões de Euros, que foram direcionados para a construção de um complexo esportivo. Este tipo de investimento em ativos produtivos constitui o primeiro tipo de gestão descrito por Caiado (2009), aquele que se refere aos gestores que buscam o desempenho esportivo antes do financeiro.

Gestores que priorizam a maximização do lucro utilizariam os recursos arrecadados em um IPO para reorganizar financeiramente o clube. O IPO do Manchester United realizado em 2012, referenciado na seção anterior, é um exemplo, pois os gestores não utilizaram os recursos para investir em ativos produtivos e sim para reduzir a dívida do clube. Este comportamento é causado pela regulação severa em relação aos investimentos, regulação imposta pelo mercado financeiro, condicionando os gestores a maximizarem os lucros (DIMAS, 2012).

De forma resumida, ingressar na bolsa de valores pode levar os clubes a ficarem sujeitos aos riscos e desafios inerentes às condições únicas de seu ramo de atividades. Portanto, desempenhos esportivos inferiores podem resultar em quedas significativas nos preços das ações negociadas, acarretando perdas patrimoniais imediatas. Em contrapartida, situações específicas como a classificação para um torneio internacional podem vir a proporcionar ganhos expressivos, influenciados pela expectativa de ampliação das receitas e elevação da rentabilidade esperada. (PRONI; LIBANIO, 2016).

4.4 IPOs de Clubes de Futebol Britânicos

Até 1980, a maioria dos clubes de futebol ingleses possuíam uma estrutura de capital e de propriedade específica, até a recente modernização dos meios de financiamento no futebol. Os clubes eram, tradicionalmente, constituídos como empresas pequenas e privadas, com capital fechado, que tendiam à subcapitalização, ou seja, utilizavam predominantemente recursos de terceiros sob a forma de empréstimos, pois não conseguiam reter lucro suficiente para se autofinanciar. Esta subcapitalização era devida à relutância dos donos em diluir ou prejudicar o seu controle sobre o clube, caso estivessem abertos a novas forma de financiamento. As formas de financiamento de longo prazo que cabiam aos clubes eram os empréstimos pessoais com os próprios donos, enquanto o financiamento de curto prazo era, geralmente, resolvido com empréstimos bancários (DOBSON; GODDARD, 2004).

As estruturas empresariais dos clubes de futebol não se desenvolveram como empreendimentos comerciais. Por exemplo, o pagamento de dividendos a diretores foi banido na Inglaterra até 1980, o que impedia a diversificação das formas de financiamento dos clubes (BAUR; MCKEATING, 2009).

Proni e Libanio (2016) argumentam que com a televisão, a audiência das partidas de futebol aumentou significativamente, o que valorizou os contratos de patrocínio com os clubes e fez com que os torcedores passassem a ser tratados como clientes. O futebol estava se integrando à nova ordem econômica no ramo de entretenimento. Para alavancar a valorização dos clubes como marcas, foi preciso adotar estratégias empresariais mais sofisticadas na gestão. Foi a partir de então que na Inglaterra se estimulou a transformação dos principais clubes em sociedades anônimas, com a possibilidade de abrir capital na bolsa. Posteriormente, outros países da Europa seguiram o mesmo caminho.

Em 1983 o *Tottenham Hotspur* foi o primeiro clube de futebol a abrir capital na bolsa de valores. Com sua listagem na *London Stock Exchange* (LSE), que teve uma demanda 4 vezes maior do que foi inicialmente ofertado, o clube arrecadou em torno de 3,3 milhões de libras esterlinas, uma quantia relevante naquele momento (DOBSON; GODDARD, 2004, p. 376). Baur e McKeating (2009, p. 5) afirmam que esta quantia estaria em torno de 100 milhões de libras esterlinas em 2009, no caso inflacionada pelos valores da negociação de atletas entre clubes.

Entretanto, a performance subsequente do *Tottenham* não inspirou outros clubes a listarem seu capital em bolsa. Ao final da década de 1980, devido a uma série de tentativas de

diversificar o portfólio com a criação de subsidiárias, as ações do clube passaram a ser negociadas abaixo do preço inicialmente ofertado, (DOBSON; GODDARD, 2004).

Ademais, vale destacar que o futebol inglês ainda era deficitário nesta época. Esta situação só mudou com uma intervenção governamental no início dos anos 1990. Até então, torcedores violentos, chamados hooligans, criavam badernas e brigas generalizadas, e no processo destruíam propriedades públicas e privadas. As partidas de futebol possuíam baixo nível técnico e os dirigentes eram amadores e incompetentes (PRONI; LIBANIO, 2016).

A partir de um certo momento, mesmo com o insucesso do Tottenham após seu IPO, outros clubes também abriram seu capital. O *Millwall* foi o segundo em 1989, arrecadando 4,8 milhões de libras esterlinas, seguido pelo *Manchester United* em 1991, que arrecadou 6,7 milhões de libras esterlinas. Entretanto, assim como o *Tottenham*, no período subsequente ao IPO estes clubes também não tiveram performances animadoras (DOBSON; GODDARD, 2004).

A tragédia de *Hillsborough* foi o estopim para a intervenção governamental no futebol. No dia 15 de abril de 1989 morreram 96 pessoas num jogo entre *Liverpool* e *Nottingham Forest*, em *Sheffield*. Foi então que o governo elaborou o relatório *Taylor* que propunha a modernização dos estádios de futebol, regulamentação para preços de ingressos, combate aos hooligans e medidas de segurança mais restritivas (PRONI; LIBANIO, 2016).

Esta foi a revolução necessária para a profissionalização dos clubes de futebol, que a partir de então passaram a arrecadar mais com bilheteria e, em 1992 com a criação da *Premier League* (liga de futebol inglesa, equivalente da primeira divisão) tiveram uma expressiva valorização nos seus contratos de transmissão televisiva. A partir de então os clubes passam a ser geridos como empresas, o que permitiu buscar o mercado financeiro, obtendo os recursos necessários para melhorar as estruturas dos estádios e dos centros de treinamento e de fisioterapia, além de investir na aquisição de jogadores, aumentando a capacidade e valorizando o espetáculo (PRONI; LIBANIO, 2016).

Estes novos contratos televisivos firmados em 1992 foram considerados subvalorizados, o que gerou um sentimento de otimismo para o potencial de receita dos clubes, pois os próximos contratos de transmissão levariam a montantes ainda mais expressivos. Portanto, em 1995 havia uma especulação intensa sobre estes contratos futuros, por vezes até exagerada. Em dezembro de 1996 as ações do *Tottenham* e do *Manchester United* acumulavam ganho de 368% e 336%, respectivamente, nos últimos 18 meses. Este movimento contribuiu para a formação de uma

bolha especulativa, que se inicia em setembro de 1995 e se encerra em outubro de 1997 (DOBSON; GODDARD, 2004, p. 377).

Neste período 15 outros clubes também abriram seu capital nas bolsas de valores inglesas, na *London Stock Exchange* e na *Alternative Investment Market* (AIM), com destaque para o *Newcastle*, que em abril 1997 arrecadou 50,4 milhões de libras esterlinas, aproveitando-se do ápice da bolha. Como explicado no capítulo anterior, a LSE é destinada para empresas maiores e mais consolidadas, enquanto a AIM para empresas menores, mais novas e em rápido crescimento (DOBSON; GODDARD, 2004).

Ao se tornarem sociedades anônimas com capital aberto, profundas mudanças ocorreram na estrutura dos clubes de futebol. Novas diretorias foram formadas, compostas apenas por executivos qualificados, que precisavam planejar estrategicamente as operações e investimentos dos clubes e ser diligentes com os conselhos de administração, além de preservar os interesses dos acionistas. Portanto, a partir deste momento os clubes britânicos passaram a apresentar aspectos bem mais profissionais do que no período anterior (PRONI; LIBANIO, 2016).

Um efeito significativo do movimento de buscar outras fontes de financiamento foi uma redução relevante na dependência dos clubes em empréstimos bancários para financiar suas operações. Deloitte e Touche (1998) estimam que com dentre as 262 milhões de libras esterlinas arrecadadas através da participação vendida pelos clubes em 1997, 132 milhões de libras foram utilizadas para pagar dívidas com bancos (DOBSON; GODDARD, 2004).

A intensa elevação dos preços de 1996, com a subsequente reação de lançamentos de IPOs em 1997 e no primeiro semestre de 1998 são características específicas de bolha no mercado. Ao final de 1998 os preços das ações dos clubes já estavam significativamente menores que nos 18 meses anteriores, antes do início da bolha. Um dos principais motivos por trás da formação desta bolha seria o sentimento de incerteza no mercado em relação ao potencial de crescimento das receitas de transmissão (DOBSON; GODDARD, 2004).

Vale também destacar uma desvantagem dos clubes do futebol no mercado financeiro, que se deve pelo fato de que maior parte da receita acumulada vai para investimentos dentro clube, como aquisição de novos jogadores, em vez de ser paga aos acionistas como forma de dividendos (KARLSSON, 2015).

Ao longo dos anos 2000 os preços das ações dos clubes se mantiveram inconstantes, com movimentos atrelados à performance dos clubes nos campeonatos locais e internacionais. Dos 26 clubes que haviam aberto seu capital nas bolsas inglesas entre 1991 e 1997, 13 optaram

por fechar o capital, devido à desvalorização progressiva do patrimônio com a queda dos preços das ações. A crise do *subprime* em 2008, afetou o mercado financeiro europeu como um todo, reduzindo consideravelmente a liquidez, o que atingiu intensamente alguns dos clubes remanescentes no mercado (PRONI; LIBANIO, 2016).

Com isso a maioria destes clubes também fecharam seu capital após a crise, devido a resultados inferiores dos preços de suas ações em relação à média do mercado. Este insucesso dos clubes no mercado se deveu em grande parte à má avaliação dos seus valores de mercado, à dificuldade de controlar os gastos, como salários e aquisição de jogadores, erros na gestão financeira e falhas de governança corporativa, algo que, conforme foi visto no primeiro capítulo, se faz essencial para a imagem de uma empresa na bolsa (PRONI; LIBANIO, 2016).

De acordo com a B3 (2023), atualmente, apenas 2 clubes do Reino Unido possuem seu capital aberto em bolsa: são eles o *Manchester United* e o *Celtic*. Contudo, deve-se mais uma vez ressaltar o caso do primeiro, pois este havia fechado seu capital em bolsa em 2005. A família Glazer realizou a compra das ações do *Manchester United* em 2005 pelo valor de 790 milhões de libras esterlinas. Logo em seguida optaram por remover o clube da *London Stock Exchange* e, então, finalizaram a aquisição com empréstimos no valor de 374 milhões de libras esterlinas e 275 milhões de libras esterlinas em ações vendidas a fundos de investimento (DIMA, 2012).

Em 2012 a família Glazer opta por abrir novamente o capital do clube para investidores na bolsa de valores, entretanto, desta vez em uma bolsa de valores americana, a *NYSE*. Naquele momento, o *Manchester United* possuía um valor total estimado de 2,9 milhões de dólares, enquanto foram ofertadas 16 milhões de ações da classe A com o preço entre 16 e 20 dólares, estimando uma capitalização de 10% do valor total. Entretanto, mesmo ao diluir o capital, a família Glazer manteve o controle de 99% dos votos no conselho, pois as ações da classe A que ofertaram no mercado só conferiam direito a um voto, enquanto as ações da classe B que se mantiveram somente em posse da família, conferiam direito a 10 votos (DIMA, 2012).

Pode-se dizer que em ambos os casos a abertura de capital do *Manchester United* foi bem-sucedida. Em 1991 ao listar seu capital na *London Stock Exchange*, o clube arrecadou uma quantia significativa, e se destacou como uma das ações que mais se desvalorizou no período da bolha. Como destacam Dobson e Goddard (2004), com o término da bolha em 1998, enquanto as outras ações acumulavam quedas de 25% e 50%, a do *Manchester United* se mantinha, com uma queda de apenas 5%.

Ademais, como explicam Proni e Libanio (2016), nesta época o *Manchester United* também foi pioneiro na exploração de fontes adicionais de receita por meio do marketing e do

estádio, o que influenciou no desempenho das ações do clube. Apenas com esta experiência, o clube detinha o título de principal caso de sucesso de abertura de capital por um clube de futebol, demonstrando a estreita relação entre o desempenho acionário e esportivo como destacam Proni e Libanio (2016).

No entanto, a segunda experiência do clube abrindo seu capital na bolsa também merece destaque. Por mais que a arrecadação tenha sido um pouco abaixo do esperado (retorno efetivo em torno de 224 milhões de dólares, enquanto o retorno esperado era entre 256 e 320 milhões de dólares), os proprietários conseguiriam atingir o objetivo primário, ao reduzir a dívida criada com a aquisição do clube. Como salientam Proni e Libanio (2016), novamente o *Manchester United* realizava a abertura de capital mais bem sucedida por um clube de futebol.

Nos anos subsequentes, mesmo com resultados esportivos não tão animadores, o clube conseguiu melhorar ainda mais sua condição financeira obtendo resultados expressivos, como a segunda maior receita entre clubes europeus na temporada 2013/14 com 518 milhões de euros (DIMA, 2012), e em 2014/2015 atingindo o primeiro lugar com um lucro operacional de 190 milhões de dólares, com uma avaliação de mercado de mais de 3 bilhões de dólares em 2016 (PRONI; LIBANIO, 2016).

4.5 Evidências dos Resultados de IPOs no Futebol Britânico

Em seu artigo “*The Benefits of Financial Markets: A Case Study of European Football Clubs*” de 2009, Baur e McKeating (2009), através de seu modelo, afirmam que a maioria dos clubes de futebol não possui uma melhora no desempenho esportivo, dentro do campeonato nacional. Apenas clubes em ligas menores se beneficiam esportivamente após realizarem um IPO. Em relação a competições internacionais, os clubes obtêm um desempenho ligeiramente melhor, após o IPO, entretanto, este efeito é insignificante estatisticamente.

Portanto, de acordo com a evidência de que clubes de futebol, geralmente, não se beneficiam de uma abertura de capital na bolsa de valores e de que os preços das ações não refletem completamente performance esportiva passada, nem prevê a futura, Baur e McKeating concluem que os benefícios de um IPO são limitados para clubes de futebol (BAUR, 2009).

Baur e McKeating (2011) voltaram a dar destaque ao tema publicando o seguinte artigo “*Do Football Clubs Benefit from Initial Public Offerings?*”. Novamente, incorporando um modelo econométrico de série temporal para analisar a performance dos clubes, os resultados publicados por Baur e McKeating (2011) mais uma vez corroboram que clubes de futebol não

se beneficiam esportivamente, após abrir seu capital na bolsa de valores, seja em competições nacionais ou internacionais. Apenas clubes que competem em ligas menores conseguem melhorar sua performance esportiva, em competições nacionais, após realizarem um IPO (BAUR; MCKEATING, 2011).

Entretanto, desta vez os autores ampliam seu argumento, ao defenderem que os recursos arrecadados são para consolidação financeira do clube e não para investimentos em ativos produtivos, como aquisição de novos jogadores e modernização de estádios, o que se faz consistente com a disciplina financeira imposta pelo mercado financeiro a uma empresa pública, pois estas são menos suscetíveis a utilizar os recursos de um IPO para investir em ativos arriscados e intangíveis (como é o investimento em novos jogadores), sendo mais provável utilizarem estes recursos para reduzir a alavancagem financeira, concordando assim com uma das hipóteses citadas na seção anterior, de que gestores de clubes são maximizadores de lucro.

Alternativamente, os autores também defendem que os recursos arrecadados não são suficientes para garantir melhoras de performance esportiva no longo prazo para clubes de ligas maiores. O que corrobora com o resultado de que apenas clubes de ligas menores obtêm performance esportiva superior no longo prazo, pois os gastos com salários e aquisição de jogadores e arrecadação de receita destes clubes são substancialmente inferiores a clubes em ligas maiores. Portanto, pode-se dizer que o efeito marginal dos recursos arrecadados em um IPO é maior em clubes menores (BAUR; MCKEATING, 2011).

Conclusivamente, Baur e Mckeating (2011) voltam a defender os benefícios limitados de um clube de futebol abrir o capital na bolsa, no quesito performance esportiva. Contudo, neste artigo os autores reconhecem outros possíveis benefícios causados por um IPO, como exemplo a disciplina financeira que se cria a partir dele. Esta pode levar a ganhos financeiros no longo prazo, a a ganhos esportivos também. Além do mais, abrir o capital pode ter auxiliado os clubes a evitarem falência ou a venda forçada de jogadores importantes para manter as finanças estáveis (BAUR; MCKEATING, 2011).

Kyoosung Oh (2019) se propôs a estender a pesquisa de Baur e Mckeating (2011), retomando o debate do benefício de realizar um IPO para os clubes de futebol, indagando o porquê de IPOs em clubes esportivos serem cada vez mais raros. Ao revisar a literatura, o autor reconhece diversos desestímulos administrativos, devido ao escrutínio financeiro e administrativo que a responsabilidade após a realização de um IPO gera para um clube de futebol: como exemplo a impossibilidade de receber injeções de dinheiro de indivíduos ricos,

desestabilidade do valor patrimonial, devido à exposição ao mercado, altos custos administrativos e de oportunidade, entre outros.

Contudo, diferentemente de Baur e McKeating (2011), Kyoosung Oh (2019) demonstra um resultado diferente em relação à performance esportiva. O autor argumenta que existe uma correlação positiva, significativa estatisticamente, entre as performances esportivas pré e pós IPO. Entretanto, o autor revela que esta melhora na performance esportiva, apesar de ter significância estatística é pequena e, portanto, pouco atrativa para os controladores do clube (KYOOSUNG OH, 2019).

Em relação a questão financeira, Kyoosung Oh (2019) segue a linha de Baur e McKeating (2011) argumentando que os recursos arrecadados são, geralmente, utilizados para consolidação ou reestruturação financeira do clube, e não para investimentos em ativos produtivos. Entretanto, o autor argumenta que, apesar de possibilitar a desalavancagem e aumento do valor patrimonial, os benefícios financeiros de um IPO são limitados, pois não geram impacto significativo em outros indicadores financeiros chaves, além da razão dívida sobre capital próprio.

Portanto, Kyoosung Oh (2019) conclui que apesar de não poder rejeitar, completamente, a hipótese nula de que clubes de futebol se beneficiam em abrir seu capital na bolsa de valores, argumenta que esta é fraca. Logo, proprietários e gestores de clubes de futebol podem não considerar a realização de um IPO como uma alternativa estratégica atrativa em relação ao financiamento alavancado (KYOOSUNG OH, 2019).

Fredrik Karlsson e Gareth Low (2015) em seu artigo “*The Financial Effects of Going Public*” concluem que IPOs de clubes de futebol são fenômenos cada vez mais raros, pois os gestores destes estão se distanciando desta possibilidade. De acordo com os autores, isso se deve às dificuldades financeiras impelidas aos clubes que abriram seu capital, enquanto tentam competir com clubes rivais, ao mesmo tempo que precisam agradar aos acionistas.

Esta conclusão se mostra consistente com a análise feita através do índice *STOXX*, comparando-o com diversos outros índices utilizados como *benchmark*, utilizando-o como parâmetro para medir como eventos diversos afetam as performances de clubes de futebol na bolsa. Desde o início da divulgação do índice *STOXX*, até o momento da pesquisa de Karlsson e Low (2015), este se mostrou menos rentável que todos os índices utilizados como *benchmark*.

4.6 Conclusão

A tentativa de realizar a abertura de capital de um clube de futebol na bolsa de valores é válida para buscar novas fontes de financiamento. Como discorrido neste capítulo, esta pode trazer inúmeras vantagens e desvantagens, que podem tanto melhorar quanto piorar o desempenho esportivo e financeiro do clube no curto e no longo prazo.

Como mencionado, existem, essencialmente, dois tipos de gestão que podem assumir os gestores de clubes de futebol. Uma gestão que foca na maximização da performance esportiva e uma gestão que foca na maximização do lucro. Para aqueles que maximizam o desempenho esportivo, uma abertura de capital tende a ser mais prejudicial do que benéfica, pois esta afeta o equilíbrio entre maximização do desempenho esportivo e administração das restrições financeiras, devido ao maior escrutínio financeiro e mudanças na governança que passam nos clubes após a realização de um IPO, impedindo táticas como investimento em excesso, muito utilizadas por gestores de clubes de futebol.

Como relatam Baur e McKeating (2009) (2011), clubes de futebol em ligas menores tendem a gozar de melhor performance esportiva no longo prazo, após a realização de um IPO, pois estes clubes lidam com valores significativamente menores do que os clubes em ligas superiores, o que faz com que a arrecadação gerada em um IPO seja marginalmente mais efetiva em melhorar as condições financeiras destes clubes, que podem assim se destacar perante seus pares de investimentos inferiores.

Para os clubes de futebol de ligas maiores, os benefícios esportivos e financeiros podem existir, mas tendem a ser limitados, pois são frequentemente acompanhados por desafios administrativos e financeiros. Os casos do *Manchester United* podem ser considerados bem-sucedidos. Entretanto, ambos os casos possuem condições únicas, em que o clube não dependia das receitas arrecadadas para melhorar substancialmente suas condições competitivas. Principalmente, o segundo caso, no qual os gestores do clube procuravam reduzir a dívida e tornar a estrutura de capital mais eficiente.

O sucesso do processo de IPO por um clube de futebol depende de diversos fatores específicos e traz diversas restrições financeiras e administrativas. Portanto, ao considerar recorrer a esta fonte de financiamento, o gestor de um clube de futebol precisa estar amplamente ciente dessas condições. Clubes em situações financeiras mais frágeis, com problemas na gestão, como dívidas elevadas precisam de uma intensa reestruturação antes de realizar este processo, pois realizar um IPO não vai reerguer um clube de futebol da penúria, mas sim

oferecer condições melhores a clubes já muito bem estruturados. Os recursos arrecadados tendem a ser utilizados para consolidação financeira em vez de investimentos produtivos, como jogadores e estádios. Isso se alinha com a disciplina financeira imposta pelo mercado financeiro às empresas abertas, que tendem a evitar investimentos arriscados. Embora existam alguns argumentos em favor da disciplina financeira e que possam existir benefícios potenciais a longo prazo, os resultados indicam que os benefícios esportivos e financeiros de um IPO são limitados.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Apesar do papel passivo associado ao conceito da estrutura de capital pelos economistas Modigliani e Miller (1958), pode-se concluir que este, na verdade, é relevante para o campo das finanças corporativas. Uma evidência disso é a própria retratação de Modigliani e Miller (1963) em seu artigo subsequente, quando reconhecem a relevância da estrutura de capital em um novo modelo que inclui tributação, que havia sido excluído do modelo apresentado no artigo anterior.

Diversas teorias abordam de formas diferentes o conceito da estrutura de capital. A *Pecking Order Theory* defende que as empresas não perseguem uma combinação específica de recursos próprios e de terceiros, mas que este é o resultado da preferência de gestores por fontes de financiamento internas às externas, com o intuito de preservar o valor da empresa e reduzir a assimetria de informação.

A teoria do *Trade-Off* Estático argumenta que existe um ponto de equilíbrio entre os benefícios fiscais da dívida e os custos associados ao risco de falência, no qual as empresas buscam maximizar o valor dos acionistas.

Diversas teorias abordam de formas diferentes o conceito da estrutura de capital. Contudo, após as contribuições de Modigliani e Miller (1958), uma convergência nas perspectivas pode ser observada. Apesar das divergências teóricas, é evidente que a estrutura de capital desempenha um papel crucial nas decisões financeiras das empresas. A escolha entre financiamento com recursos próprios ou de terceiros afeta a capacidade de investimento através do custo de capital, da gestão do risco e da busca pela maximização do valor. Entretanto, esta abordagem não pode ser generalizada, tendo em vista que fatores contextuais, como condições econômicas, características do mercado e da indústria, maturidade do negócio, perfil de fluxo de caixa e nível de alavancagem também influenciam nas escolhas dos gestores.

Dentre as fontes de financiamento disponíveis, destaca-se o *Initial Public Offering* (IPO), que consiste na emissão e venda de ações de uma empresa ao público pela primeira vez, permitindo que investidores se tornem acionistas. Diversos motivos influenciam a decisão de realizar um IPO, incluindo, principalmente, a busca por capital para crescimento, minimização do custo de capital e diluição do risco. Outros motivos secundários podem estar por trás dessa decisão como a melhoria da reputação, mudanças de controle, estabelecimento de valor de mercado e vantagens competitivas.

A realização de um IPO é um processo longo e complexo, com diversas nuances. No contexto brasileiro, a abertura de capital na bolsa de valores exige que as companhias atendam a requisitos legais e institucionais estabelecidos pela Lei das S.A. nº 6404/76. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como órgão fiscalizador e regulador do mercado de capitais, garante que as empresas sigam as normas instituídas criteriosamente para que participem do mercado.

A bolsa de valores brasileira, denominada B3, oferece diferentes segmentos de listagem, com níveis variados de exigência de governança corporativa. Essa diversificação visa acomodar empresas de diferentes portes e maturidades. No entanto, independentemente do segmento escolhido, a preparação para o IPO envolve o cumprimento de diversos requisitos e o seguimento das etapas estabelecidas.

No contexto norte-americano, o processo de realização de IPO é regulado pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão que desempenha papel similar ao da CVM no Brasil. Seguindo a legislação imposta pelos Securities Acts de 1933 e 1934, as empresas, em processo semelhante ao do Brasil, traçam sua estratégia de oferta a partir da divulgação de um prospecto. As bolsas americanas, *NYSE* e *NASDAQ*, oferecem diferentes segmentos de listagem para as empresas que desejam participar de seu mercado. Assim como no Brasil, as empresas devem decidir por qual segmento devem optar, a partir de uma escolha criteriosa que envolver o seu tamanho de mercado e desempenho financeiro, com requisitos rigorosos de governança corporativa.

Na Inglaterra, o processo para abrir o capital da empresa não é muito diferente. A *London Stock Exchange* (LSE) oferece diferentes mercados para empresas abrirem capital, cada um com requisitos e níveis de governança específicos. O processo de IPO no mercado britânico envolve escolher o mercado apropriado, elaborar um prospecto, atender os pré-requisitos demandados pela *Financial Conduct Authority* (FCA) e aos critérios de governança do respectivo mercado.

O desempenho de um IPO é influenciado por diversos fatores, tanto internos quanto externos, independentemente de em qual bolsa a empresa está se listando, esses fatores se repetem. Aspectos como a saúde financeira da empresa, seu histórico de crescimento, governança corporativa, condições macroeconômicas e avaliação adequada do preço das ações desempenham papéis cruciais na determinação do sucesso da oferta. Além disso, a adequação da empresa ao status de companhia de capital aberto, com compromissos de divulgação e transparência, também contribui para a construção de uma imagem confiável no mercado.

Em suma, o processo de decisão e realização de um IPO é uma jornada que requer uma preparação metódica e estratégica, levando em consideração as regulamentações específicas do mercado em que a empresa busca se listar, bem como a adoção de práticas sólidas de governança corporativa e a avaliação criteriosa dos fatores que impactam o desempenho da oferta.

O futebol europeu tem experimentado uma transformação significativa nas últimas décadas, evoluindo de clubes essencialmente locais para empresas multinacionais altamente profissionalizadas que arrecadam volumes significante de receitas. A abertura de capital na bolsa de valores, embora ofereça algumas vantagens financeiras e disciplina administrativa, não apresenta melhoria da performance esportiva para a maioria dos clubes. Apesar dos desafios relacionados ao escrutínio financeiro, governança corporativa e pressões de mercado, os clubes menores de ligas secundárias podem experimentar uma ligeira melhoria esportiva após o IPO. Para estes clubes, os efeitos marginais dos recursos levantados em um IPO são marginalmente superiores do que em clubes maiores, devido a diferença de valores que ambos os grupos lidam.

Os benefícios de um IPO, como o acesso a recursos para investimentos em instalações, contratação de jogadores e redução de dívidas, são contrapostos pelas desvantagens, incluindo custos administrativos, restrições de financiamento e maior ênfase nos interesses dos acionistas em detrimento dos objetivos esportivos. Esta restrição à flexibilidade financeira da gestão impacta, diretamente, na possibilidade de clubes perseguirem estratégias esportivas mais ambiciosas, como o investimento em excesso em ativos produtivos.

Enquanto alguns clubes, como o Manchester United, tiveram sucesso notável ao abrir seu capital, os resultados são mistos e dependem das circunstâncias individuais de cada clube.

Portanto, pode-se concluir que a abertura de capital se trata de uma estratégia que exige consideração cuidadosa das metas e desafios de cada clube, ponderando os benefícios financeiros com os impactos potenciais na gestão esportiva.

Assim como no quarto final do século passado no futebol inglês, o futebol brasileiro vem ao longo das últimas décadas atravessando um percurso marcado por desafios e transformações significativas. Desde os modelos semiprofissionais de administração nas décadas passadas até as atuais mudanças em direção à profissionalização, este esporte continua se tratando de uma paixão nacional brasileira. Por isso, a modalidade constitui um importante setor econômico e social, que como mencionado anteriormente, em 2018, movimentou 52,9 bilhões de reais, o que correspondia a 0,72% do PIB brasileiro.

As recentes mudanças vêm apresentando impacto positivo no cenário do futebol brasileiro. Como no futebol inglês, a combinação de medidas legislativas, profissionalização da gestão e busca por modelos de negócios sustentáveis moldam um cenário dinâmico e cheio de oportunidades para os clubes brasileiros. A Lei das SAFs e a criação de uma liga unificada tendem a impulsionar significativamente o potencial econômico e toda a cadeia produtiva.

Portanto, devido aos recentes esforços de profissionalização no futebol brasileiro, vale considerar a possibilidade de os clubes realizarem um IPO. No entanto, como mencionado anteriormente, o potencial de gerar benefícios esportivos, financeiros e administrativos desta modalidade de financiamento nos clubes de futebol é limitado. O que permite concluir que, de acordo com as experiências britânicas, os clubes de futebol brasileiro ainda precisam enfrentar vários desafios intrínsecos, como a extinção das gestões semiprofissionais e redução considerável das dívidas líquidas acumuladas, antes de considerarem se aventurar no mercado de capitais. Apenas clubes brasileiros em estágios mais avançados desta reestruturação profissionalizante podem incorrer em benefícios ao realizarem uma abertura de capital, somente em condições específicas como na redução de alavancagem.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- B3. **Guia do IPO na B3.** B3, s.d. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/8E/A3/51/BB/06AD2810AA8B5C28AC094EA8/B3%20-%20Guia%20do%20IPO.pdf>>. Acesso em: abr. 2023.
- B3. **Ofertas Públicas.** B3, 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/sobre-ofertas-publicas/>. Acesso em: jul. 2023.
- B3. **Segmentos de Listagem.** B3, s.d. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: mar. 2023
- BAUR, D., MCKEATING, C. Do football clubs benefit from Initial Public Offerings? **International Journal of Sport Finance**, v. 6, n. 1, 2011.
- BAUR, D., MCKEATING, C. **The Benefits of Financial Markets: A Case Study of European Football Clubs**, n. 45, DCU Business School, 2009.
- BRASIL. Lei nº 14.193/2021.** Diário Oficial da União, Brasília, DF, 09 de agosto de 2021. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/114193.htm>. Acesso em: ago. 2023
- BRAU, J. C. Why do firms go public? **Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance**. New York, 2010.
- CANONGIA, D.S. **Como as empresas brasileiras de capital aberto escolhem sua estrutura de capital?** Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia. Universidade Federal de Juiz de Fora. Juiz de Fora, 2014.
- CBF. CBF Apresenta Relatório Sobre Papel do Futebol na economia do Brasil. **CBF**, 2019. Disponível em: <<https://www.cbf.com.br/a-cbf/informes/index/cbf-apresenta-relatorio-sobre-papel-do-futebol-na-economia-do-brasil>>. Acesso em: ago. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro.** 4ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf>. Acesso em: jun. 2023.
- CONVOCADOS. **Relatório Convocados: Finanças, História e Mercado do Futebol Brasileiro de 2021.** CONVOCADOS, 2022. Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/relatorio-futebol-2022/>>. Acesso em jul. 2022.
- CONVOCADOS. **Relatório Convocados: Finanças, História e Mercado do Futebol Brasileiro de 2022.** CONVOCADOS, 2023. Disponível em: < <https://convocados.net/>>. Acesso em jul. 2022.

DELOITTE. **Annual Review of Football Finance 2022**. DELOITTE, 2022. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/sports-business-group/deloitte-uk-annual-review-of-football-finance-2022.pdf>>. Acesso em: ago. 2023.

DIMA, T. MANCHESTER UNITED'S IPO (2012). In: **Annals of Constantin Brancusi' University of Targu-Jiu. Economy Series**, v. 2, n. 1, 2015.

DOBSON, S., GODDARD, J. **The economics of football**. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

FILARDO, Maria L. R. **Fontes de financiamento das Empresas no Brasil**. Dissertação (Mestrado Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Departamento de Economia, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1980.

FOOTBALL BENCHMARK. After the Party: LaLiga Prepares for Life Without Its Principal Stars. **FOOTBALL BENCHMARK**, 2018. Disponível em: <https://www.footballbenchmark.com/library/after_the_party_laliga_prepares_for_life_witho_ut_its_principal_stars>. Acesso em: jul. 2023.

GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES. **Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas**. Coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21148>>. Acesso em: jun. 2023.

HUBMAN, Joshua. **A Financial Analysis of Publicly Traded Professional Sports Teams**. The College at Brockport: Honors Program, 2011.

KRABBENBOS, T. **Commercialization strategies in football**. Dissertação de Mestrado. University of Twente, 2013. Disponível em: <http://essay.utwente.nl/62826/1/Masterthesis_TPKrabbenbos.pdf>. Acesso em: jul. 2023.

London Stock Exchange. Compare Markets for Listing Equity. **London Stock Exchange**, 2023. Disponível em: <<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/compare-markets-listing-equity?tab=listing>>. Acesso em: jul. 2023.

London Stock Exchange. How To List Equity. **London Stock Exchange**, 2023. Disponível em: <<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/how-list-equity-listing-journey>>. Acesso em: jul. 2023.

London Stock Exchange. Role of Advisers on Main Market. **London Stock Exchange**, 2023. Disponível em: <<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/how-list-equity-listing-journey/role-of-advisers-on-main-market?accordionId=0-cb7b8ac6-2295-412f-ae28-5ec119a864d5>>. Acesso em: ago. 2023.

LOW, G., KARLSSON, F. **The Financial Effects of Going Public on Football Clubs**. Jonkoping International Business School, 2015.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American economic review**, v. 53, p. 433-443, 1963.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The cost of capital, corporation, finance, and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MONTEIRO, V. B. Um ensaio sobre os reflexos da Lei Pelé na gestão financeira dos clubes de futebol. **RGNE: Revista de Gestão e Negócios do Esporte**, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 102-120, 2021.

MOREL, R. Libra ou LFF: veja as principais diferenças entre as propostas de liga no Brasil. **CNN**, 2023. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/esportes/libra-ou-lff-veja-as-principais-diferencas-entre-as-propostas-de-liga-no-brasil/>>. Acesso em: ago. 2023.

MYERS, S. C. Capital structure. **Journal of Economic perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.

NYSE. Listing Process. **NYSE**, 2023. Disponível em: <<https://www.nyse.com/listings-process>>. Acesso em: ago. 2023.

NYSE. **NYSE IPO Guide**. NYSE, 2021. Disponível em: <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf>. Acesso em: ago 2023.

Oh, C. K. **Why Are Sports Team IPOs Uncommon?** The Wharton School, University of Pennsylvania, 2019. Disponível em: <https://repository.upenn.edu/joseph_wharton_scholars/59>. Acesso em: jul 2023.

OLIVEIRA, A. Q., SANTOS, D. S. V., QUINTAIROS, P. C. R. **O PAPEL DOS PROCESSOS DE ABERTURA DE CAPITAL (IPO) DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NA BOVESPA COMO FONTE DE FINANCIAMENTO: um estudo sobre os procedimentos e custos envolvidos no processo**. UNITAU, Programa de Pós-graduação em Gestão e Desenvolvimento Regional. Taubaté, 2010. Disponível em: <http://www.inicepg.univap.br/cd/INIC_2010/anais/arquivos/0249_0285_03.pdf>. Acesso em: mai. 2023.

PEGETTI, A. L. Estrutura de capital: uma revisão da teoria moderna de Modigliani e Miller. **Revista Revela**, São Paulo, ano 6, n. 13, 2012.

PESENTE, R. **Mercados financeiros**. Salvador: UFBA, Faculdade de Ciências Contábeis; Superintendência de Educação a Distância, 2019.

PINTO JR., H. Q. Estratégias de financiamento. In: KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. **Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticos no Brasil**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

PRONI, M. W., LIBÂNIO, J. M. O futebol brasileiro na bolsa de valores? **Revista de Gestão e Negócios do Esporte**, São Paulo, v. 1, n. 2, p. 178-200, nov. 2016.

PWC. **Como Abrir o Capital da sua Empresa no Brasil (IPO)**. PWC, 2015. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/brasil-ipo-guide-2014.pdf>>. Acesso em: mai. 2023.

PWC. **Listing In London**. PWC, 2023. Disponível em: <https://www.pwc.com/mn/en/capital-markets/assets/mn_successful_listing_in_london_eng.pdf>. Acesso em: jul. 2023.

ROSS, S.A, WESTERFIEL, R W. e JORDAN, B.D. **Fundamentos da Administração Financeira**. 9ª ed. São Paulo: Mcgraw-hill, 2013.

REDÇÃO GE. Atlético-MG vira SAF com aprovação do Conselho; veja valores, quem vai comandar e modelo de gestão. **REDAÇÃO GE**, 2023. Disponível em: <<https://ge.globo.com/futebol/times/atletico-mg/noticia/2023/07/20/atletico-mg-vira-saf-com-aprovacao-do-conselho-veja-valores-quem-vai-comandar-e-modelo-de-gestao.ghml>>. Acesso em: ago. 2023.

SAMAGAI, A., COUTO, E. & CAIADO, J. **Sporting, financial and stock market performance in English football: An empirical analysis of structural relationships**. Centre for Applied Mathematics and Economics (CEMAPRE) Working Papers, 2009.

SANTOS, J. P. Times de futebol em bolsa: como é o setor e perspectivas para o Brasil? **B3**, 2023 Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/tipos-de-investimentos/times-de-futebol-em-bolsa-como-e-o-setor-e-perspectivas-para-o-brasil/> Acesso em: jul. 2023

SATURNINO, O., SATURNINO, V., LUCENA, P., CAETANO, M., & SANTOS, J.F. Oferta pública Inicial (IPO) de Ações no Brasil: Uma Análise dos Retornos da IPO de Ações com Baixo índice Preço/Lucro (P/L). In: **Anais do Simpósio Brasileiro de Pesquisa Operacional**, 44, Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <<https://mpira.ub.uni-muenchen.de/48106/>>. Acesso em: jun. 2023.

SEC. Accessing the U.S. Capital Markets A Brief Overview for Foreign Private Issuers. **SEC**, 2013. Disponível em: <<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/foreign-private-issuers-overview.shtml#IIIA4>>. Acesso em: jul. 2023.

SEC. The Laws That Govern the Securities Industry. **SEC**, 2023. Disponível em: <<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec/laws-govern-securities-industry>>. Acesso em: jul. 2023.

SEC. What is a registration statement? **SEC**, 2023. Disponível em: <<https://www.sec.gov/education/smallbusiness/goingpublic/registrationstatement>>. Acesso em: jul. 2023.

STEFFEN, H. C., ZANINI, F. A. M. Abertura ou não de capital no Brasil: uma análise prática da percepção dos executivos financeiros. **Brazilian Review of Finance**, v. 12, n. 4, p. 597–642-597–642, 2014.

STIGLITZ, Joseph E. A re-examination of the Modigliani-Miller theorem. **The American Economic Review**, v. 59, n. 5, p. 784-793, 1969.

TAVARES, V. B., PENEDO, A. S. T. Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas— uma análise por meio de redes neurais artificiais. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 40-62, 2018.

ZONENSCHAIN, C. Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 5, n. 10, p. 63-92, 1998.