

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

A DEBÊNTURE-FUT COMO INSTRUMENTO DE DEMOCRATIZAÇÃO DO
MERCADO DE CAPITAIS

HENRIQUE TOSHIAKI FUGIY

Rio de Janeiro

2025

HENRIQUE TOSHIAKI FUGIY

**A DEBÊNTURE-FUT COMO INSTRUMENTO DE DEMOCRATIZAÇÃO DO
MERCADO DE CAPITAIS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Me. Allan Nascimento Turano.

Rio de Janeiro

2025

CIP - Catalogação na Publicação

F958d Fugiy, Henrique Toshiaki
 A debênture-fut como instrumento de
 democratização do mercado de capitais / Henrique
 Toshiaki Fugiy. -- Rio de Janeiro, 2025.
 75 f.

 Orientador: Allan Nascimento Turano.
 Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
 Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
 Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2025.

 1. Debênture-fut. 2. Sociedade Anônima do
 Futebol. 3. Mercado de capitais. 4. Suitability. I.
 Turano, Allan Nascimento, orient. II. Título.

HENRIQUE TOSHIAKI FUGIY

**A DEBÊNTURE-FUT COMO INSTRUMENTO DE DEMOCRATIZAÇÃO DO
MERCADO DE CAPITAIS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Me. Allan Nascimento Turano.

Data da Aprovação: 11/06/2025

Banca Examinadora:

Prof. Me. Allan Nascimento Turano
Orientador

Prof. Dr. Rafael Terreiro Fachada
Membro da Banca

Profa. Ma. Ingrid Caroline Grandini Rodrigues
Membro da Banca

Rio de Janeiro
2025

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer a Deus, por me abençoar todos os dias. À minha mãe, Adalgisa, e ao meu pai, Marcio, por terem feito o possível e o impossível por mim e pela nossa família, por terem me apoiado em absolutamente tudo, por terem comemorado todas as minhas realizações e também sofrido com os desafios que se apresentaram ao longo da minha vida. Muito obrigado pelo amor, carinho, esforço e educação que me fornecem todos os dias. Vocês sempre serão um exemplo para mim.

Agradeço também ao meu irmão gêmeo, Guilherme, por ser meu eterno companheiro de vida e pela parceria que nasceu desde a barriga da nossa amada mãe. É, Gui... nós vencemos mais uma etapa juntos! É uma honra me formar junto com você, ainda mais nessa instituição histórica chamada Faculdade Nacional de Direito, e comemorar mais uma conquista.

À Liga Acadêmica de Direito Societário da UFRJ (LADS) e à Liga de Mercado Financeiro do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (LIMFIE), que me acolheram no início da graduação e me ajudaram a ingressar no mercado de trabalho.

Aos amigos e às amigas que fiz durante a caminhada na gloriosa Faculdade Nacional de Direito, muito obrigado pela ajuda diária. Vocês foram essenciais para que os meus dias se tornassem mais alegres e para que essa experiência tenha sido especial.

Ao meu orientador, Allan Nascimento Turano, por ter aceitado me orientar, pela parceria, pela confiança, pelo incentivo, pelos ensinamentos e por todos os projetos de sua iniciativa nos quais pude participar. Muito obrigado, professor, o senhor sempre será uma referência para mim.

Por fim, à Comissão de Valores Mobiliários, ao Bocater, Camargo, Costa e Silva, Rodrigues Advogados, ao Stocche Forbes Advogados, ao Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro e à Câmara Nacional de Resolução de Disputas da Confederação Brasileira de Futebol, por terem acreditado no meu potencial e me proporcionado experiências incríveis que guardarei para sempre.

“Há alguns povoados e vilarejos do Brasil que não têm igreja, mas não existe nenhum sem campo de futebol. O domingo é o dia em que os cardiologistas de todo o país trabalham mais. Num domingo normal, qualquer um pode morrer de emoção enquanto se celebra a missa da bola. Num domingo sem futebol, qualquer um morre de aborrecimento.”

(Eduardo Galeano)

RESUMO

O presente trabalho se propõe a compreender a emissão de debêntures-fut por Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs) e como essa ferramenta pode democratizar o mercado de capitais brasileiro. Do ponto de vista metodológico, trata-se de uma pesquisa qualitativa, exploratória e bibliográfica, ancorada em artigos publicados em sites especializados, livros e na própria legislação. Assim, com base no referencial teórico analisado, o trabalho avalia e verifica os fatores de risco e a publicidade da oferta de debêntures-fut frente ao mercado do futebol, que engloba investidores de diferentes perfis e níveis de conhecimento. O estudo justifica-se pela novidade do tema e pela escassez de materiais e casos concretos, sendo também um tema que ressalta o papel das instituições financeiras e a importância da questão socioeducativa.

Palavras-chave: debêntures-fut; Sociedade Anônima do Futebol; democratização; mercado de capitais; suitability; educação financeira.

ABSTRACT

This study aims to understand the issuance of debentures-fut by *Sociedades Anônimas do Futebol* and how this financial instrument can democratize the brazilian capital market. From a methodological perspective, it is a qualitative, exploratory, and bibliographic research, grounded in articles published on specialized websites, books, and the relevant legislation. Thus, based on the analyzed theoretical framework, the study assesses and examines the risk factors and the public disclosure of the debêntures-fut offerings within the football market, which includes investors with varying profiles and levels of knowledge. The relevance of this study lies in the novelty of the topic and the scarcity of available materials and concrete cases, while also highlighting the role of financial institutions and the importance of the socio-educational dimension.

Keywords: debentures-fut; *Sociedade Anônima do Futebol*; democratization; capital market; suitability; financial education.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Art.	Artigo
ASA	Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade da CVM
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
CC	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
CPC	Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBESAF	Instituto Brasileiro de Estudos e Desenvolvimento da SAF
SAF	Sociedade Anônima do Futebol

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Clubes de futebol listados em bolsas de valores.....	24
Figura 2- Algumas celebridades donas de clubes de futebol	25
Figura 3- Percentual de apontamentos referentes a supervisão de suitability da ANBIMA, por tema	59
Figura 4- Irregularidades oriundas dos processos públicos de <i>enforcement</i> da autorregulação da ANBIMA	61
Figura 5- Perspectiva de novos investidores em 2025	67

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
1 DAS DEBÊNTURES NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO.....	14
1.1 Contexto histórico, conceito, características e natureza jurídica das debêntures	14
1.2 Espécies previstas em lei	17
1.3 Forma.....	19
1.4 Classes disponíveis no mercado	20
1.5 Emissão.....	22
2 DA SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL	24
2.1. Investimentos no futebol ao redor do mundo	24
2.2 A Sociedade Anônima do Futebol.....	25
2.3 Parecer de Orientação CVM nº 41.....	31
2.4 O cenário atual das SAFs.....	32
3 DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES-FUT	34
3.1 Oferta pública de distribuição de valores mobiliários	34
3.2 Escritura de emissão de debêntures	35
3.3 A debênture-fut.....	37
3.4 As razões do veto ao art. 27 da Lei nº 14.193/2021	41
3.5 Atlético Mineiro SAF	42
3.6 Cuiabá Esporte Clube SAF	45
4 DO TORCEDOR-INVESTIDOR	53
4.1 O produto futebol.....	53
4.2 O <i>suitability</i>	55
4.3 O torcedor-investidor.....	62
4.4 O autocontrole e a educação financeira	66
CONCLUSÃO.....	70
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	72

INTRODUÇÃO

O futebol evoluiu de uma prática essencialmente lúdica para uma indústria estruturada, cujos agentes atuam economicamente com vistas à distribuição de lucros ou ao reinvestimento direcionado à atividade esportiva e à comunidade. Nesse contexto de transformação global, em que o futebol é praticado e assistido em escala mundial e em tempo real, o futebol brasileiro e os clubes¹ que o integram também têm passado por profundas mudanças, sobretudo após a entrada em vigor da Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021.

Muitos clubes, têm enfrentado dificuldades financeiras ligadas, principalmente, ao aumento temerário das folhas salariais, gestões irresponsáveis e não profissionais, falhas no recolhimento de impostos e falta de interesse de investidores frente a um cenário repleto de incertezas, insegurança e baixa governança. Isso gerou um debate não apenas no ambiente futebolístico, mas também no âmbito jurídico. Nesse contexto, a Sociedade Anônima do Futebol (“SAF”), criada por meio da Lei nº 14.193/2021, surge como uma possibilidade de os clubes adotarem um modelo de gestão empresarial, com órgãos típicos de sociedades anônimas.

Além de estabelecer diretrizes de governança, a Lei nº 14.193/2021 criou mecanismos de captação de recursos voltados à atração de investidores. Inclusive, com a constituição de uma SAF, é possível agora a emissão de um título específico de dívida: a debênture-fut, destinado ao financiamento de suas atividades ou ao custeio de despesas.

Em 2023, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) emitiu o Parecer de Orientação nº 41 (“Parecer nº 41”), que estabelece regras e orientações sobre o acesso ao mercado de capitais pela SAF. Em linha com o Parecer nº 41 e com as resoluções da CVM, o Atlético Mineiro Sociedade Anônima do Futebol e o Cuiabá Esporte Clube Sociedade Anônima do Futebol emitiram, respectivamente, debêntures e debêntures-fut. Assim, percebe-se que o financiamento por meio de emissão de títulos de dívida tem sido uma ferramenta interessante utilizada pelas SAFs como forma de captação de recursos.

¹ O termo “clube” utilizado no presente trabalho engloba tanto entidades de prática desportiva, independente da sua forma jurídica, seja SAF ou associações sem fins lucrativos. A depender do contexto, também abará entidades de prática desportiva internacionais.

A promulgação da Lei nº 14.193/2021, juntamente com as orientações do Parecer nº 41, suscita questionamentos sobre a emissão de valores mobiliários pelas SAFs. Apesar da existência de clubes com capital aberto no exterior, a realidade brasileira ainda não contempla ofertas públicas de ações por essas sociedades, possivelmente em razão de seu estágio de reestruturação financeira. Assim, a emissão de debêntures-fut surge como alternativa mais acessível no atual contexto.

Considerando a debênture-fut como instrumento de democratização do mercado de capitais, surgem dois desafios, em especial: a proteção do torcedor investidor e a clareza das informações relacionadas às ofertas públicas de debêntures-fut. O foco deste trabalho recai sobre a divulgação dessas ofertas, ressaltando a importância do *suitability* e o potencial conflito entre a razão e a emoção inerentes ao investimento no setor.

Este estudo se justifica pelo fato de a legislação relacionada às SAFs ser recente, além de existirem poucos casos concretos de emissão por SAFs, e, consequentemente, uma escassez de materiais. Outrossim, o presente tema perpassa por uma esfera que vai além da binômio razão/emoção e se torna uma questão socioeducativa, já que o investimento no futebol é uma questão complexa e reúne investidores de diferentes perfis e níveis de conhecimento.

No que tange ao aspecto metodológico, trata-se de uma pesquisa qualitativa, exploratória e bibliográfica, ancorada em artigos publicados em sites especializados, livros e na própria legislação.

1 DAS DEBÊNTURES NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

Este capítulo examinará aspectos como contexto histórico, conceito, características, natureza jurídica, espécies previstas em lei, forma, classes e emissão das debêntures com o objetivo de oferecer um panorama inicial completo. Isso se justifica pelo fato de as debêntures-fut carregarem consigo as características gerais das debêntures.

1.1 Contexto histórico, conceito, características e natureza jurídica das debêntures

A palavra “debênture” foi cunhada no contexto da prática financeira inglesa, embora derive do latim *debere*, que significa a dívida pecuniária, tratando-se de um documento comprobatório de uma dívida de uma companhia². Ao longo do tempo, o termo passou por profundas transformações e foi utilizado em diversas regiões, principalmente nos países de origem anglo-saxã, mas também alcançando países adeptos do sistema romano-germânico³.

As primeiras características do empréstimo debenturístico remontam à Idade Média, quando o Estado passou a contrair obrigações com pessoas que financiavam empreendimentos públicos, evitando o aumento de tributos⁴. Foi na Inglaterra Medieval que o termo “debênture” passou a ser utilizado, destacando-se as debêntures de Wardrobe, que tinham uma finalidade lucrativa e característica de crédito negociável e os primeiros certificados de dívida, os quais recebiam o nome “debêntures”, emitidos pela Coroa Britânica como forma de pagamento a soldados por serviços prestados⁵.

Durante o Mercantilismo, o termo “debênture” passou a ser aplicado também ao financiamento privado, como evidenciado pela emissão de debêntures pela Hudson’s Bay Company entre 1671 e 1674⁶. Posteriormente, em 1872, o juiz Malms definiu “debênture” como um instrumento representativo de obrigação de pagamento, no caso *In re Imperial Land Co. of Marseilles*, conceito que, aliado ao *Mortgage Debentures Act* de 1865, consolidando a difusão

² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 108.

³ AMARAL, José Garcia do. **Regime Jurídico das Debêntures**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016. p. 34.

⁴ Ibidem, p. 21.

⁵ Ibidem, p. 24.

⁶ Ibidem. P. 24-25.

global do termo com o significado de “obrigação” – título de dívida emitido por sociedades anônimas ou em comandita por ações⁷.

No Brasil, a debênture surgiu com a Lei nº 1.083/1860, sob a denominação de “obrigações ao portador”, emitidas pela sociedade contra seu próprio caixa⁸. A Lei nº 3.150/1882, autorizou as companhias a contraírem empréstimos mediante emissão dessas obrigações ao portador independentemente de lei especial e estabeleceu normas existente até hoje, a exemplo da figura do agente fiduciário, que é um “*fiscal nomeado pelos debenturistas para dar pareceres sobre os negócios e as operações da companhia emissora*”⁹.

Atualmente, as debêntures estão regulamentadas na Lei nº 6.404/1976 e na Lei nº 6.385/1976. A Lei nº 6.404/1976 inovou ao possibilitar, por exemplo, a emissão de debênture sem data de vencimento prefixada; a criação de várias espécies de debêntures, como a quirografária e a subordinada; além de atribuir ao Conselho de Administração das companhias abertas a competência de deliberação acerca da emissão desse valor mobiliário¹⁰. Destaca-se também a importância da atividade normativa da CVM, ao expedir importantes normas vigentes, a exemplo das Resoluções CVM 17, 80 e 160.

Conforme os arts. 2º, I, da Lei nº 6.385/1976 e 52 da Lei nº 6.404/1976, as debêntures são valores mobiliários¹¹ que conferem aos seus titulares um direito de crédito perante a companhia

⁷ Ibidem.

⁸ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 424.

⁹ Ibidem.

¹⁰ Ibidem, p. 424-425.

¹¹ Sobre a origem do termo “valores mobiliários”: “A expressão ‘valores mobiliários’ surgiu no século XIX na doutrina francesa, ao dividir o gênero dos ‘títulos negociáveis’ em duas espécies: os ‘efeitos de comércio’ (letras de câmbio, notas promissórias, *warrants*, cheques e faturas protestáveis), que representam créditos a curto prazo ou servem para pagamento de obrigações, e os ‘valores mobiliários’ – ações de companhia e títulos emitidos por companhia ou pelo Estado – representativos de direitos de participação ou créditos a longo prazo. Os títulos compreendidos no conceito de valor mobiliário têm em comum a função de servirem como instrumentos de investimento de capital financeiro com o fim de obter renda e são ‘títulos de massa’: não são emitidos singularmente, mas em conjuntos de diversos títulos que conferem os mesmos direitos e são fungíveis – no sentido de que podem ser trocados uns pelos outros porque têm igual valor. A expressão não era usada em outros países da Europa. Na Itália o gênero ‘títulos de crédito’ é empregado para abranger todos ou a maioria dos títulos negociáveis, embora divididos em espécies em função de características ou de direitos conferidos. Na Alemanha a expressão *wert papier* significa ambas as categorias designadas efeitos de comércio e valores mobiliários pela doutrina francesa. Depois da lei brasileira, a legislação portuguesa também adotou a expressão ‘valor mobiliário.’ (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 373)”.

emissora¹², nas condições previstas na escritura de emissão e no certificado, se houver. Dessa forma, a debênture “designa o direito de crédito de seu titular contra a companhia emissora, em razão de um empréstimo contraído por ela”¹³.

As debêntures diferenciam-se das ações por representarem uma dívida da companhia, conferindo aos seus titulares um direito de crédito a ser resgatado no vencimento com a remuneração pactuada, já em relação às partes beneficiárias, a distinção reside no fato de que o crédito das partes beneficiárias é eventual e condicionado à existência de lucros, enquanto o crédito das debêntures é certo, sendo resgatado no vencimento e com o pagamento da remuneração estabelecida¹⁴.

A emissão de debêntures cumpre a função econômica de financiar a companhia emissora por meio de empréstimos obtidos junto a um grupo restrito de pessoas, nas emissões privadas, ou ao público em geral, nas emissões públicas via mercado de capitais, constituindo alternativa à contratação com instituições financeiras ou ao aumento do capital social por novas ações¹⁵. É possível efetuar mais de uma emissão de debêntures, e cada emissão pode ser dividida em séries, devendo as debêntures de mesma série terem igual valor nominal e conferirem a seus titulares os mesmos direitos¹⁶.

A natureza da debênture somente pode ser precisada à luz do conceito de “títulos de crédito” e das normas que dispõem sobre esses títulos, dispostos nos arts. 887 a 926 do CC, visto que a debênture “é valor mobiliário que incorpora obrigação pecuniária com as características de cartularidade, literalidade, autonomia e abstração próprios dos títulos de crédito”¹⁷.

¹² Sobre a definição de companhia: “Companhia, ou sociedade anônima, é – na definição do artigo 1º da Lei de Sociedades por Ações (LSA) – a pessoa jurídica de direito privado cujo capital social é dividido em ações e na qual a responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 21)”.

¹³ EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 108.

¹⁴ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – Volume I**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 404.

¹⁵ EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 108.

¹⁶ MAMEDE, Gladston. **Manual de direito empresarial**. 16. ed. Barueri: Atlas, 2022.

¹⁷ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 422.

Há um consenso entre a doutrina brasileira e a estrangeira no que tange à caracterização da debênture com um contrato de mútuo de natureza especial, já que “a quantia mutuada é dividida em frações, correspondentes ao número de debêntures subscritas”¹⁸. Além disso, a debênture possui uma natureza causal, pois se encontra vinculada a um contrato subjacente, cujos termos constam da escritura de emissão ou dos certificados caso existam, conforme o art. 52 da Lei nº 6.404/1976¹⁹.

A remuneração atribuída ao titular da debênture pode ser fixa ou variável, conforme especificada na escritura de emissão, sendo possível também, de acordo com o art. 56 da Lei nº 6.404/1976, a emissão de debêntures que assegurem ao titular participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso²⁰.

1.2 Espécies previstas em lei

De acordo com o art. 58 da Lei nº 6.404/1976, existem quatro espécies de debêntures no ordenamento jurídico brasileiro, diferenciadas pela “ordem de preferência dos créditos que conferem em relação aos demais credores da companhia emissora”²¹: (a) garantia real; (b) garantia fluante; (c) sem preferência, também chamadas de quirografárias; e (d) subordinadas.

A diferença da espécie de debênture é relevante porque cada uma carrega consigo uma proteção ou risco adicional, que podem refletir nos prêmios pagos, mas tem como objetivo principal resguardar o credor quando em eventual inadimplemento por parte da companhia emissora.

As debêntures com garantia real vinculam um bem específico ao cumprimento da obrigação assumida, conferindo ao titular o direito de executar o bem dado em garantia para satisfazer o crédito vencido e não pago e de ter preferência sobre os demais credores da companhia ou de eventual terceiro garantidor²². A garantia real não precisa ter valor igual ou

¹⁸ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – Volume I**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 401.

¹⁹ EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 109.

²⁰ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – Volume I**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 408.

²¹ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 435.

²² EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – Volume I**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 448.

superior ao das debêntures e pode recair sobre bens móveis ou imóveis de valor inferior, desde que tal condição esteja expressamente indicada na escritura de emissão e, no caso de oferta pública, também nos documentos correspondentes²³.

A garantia flutuante, nos termos do art. 58, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, confere às debêntures um privilégio geral sobre os bens da companhia que não estejam onerados, sem vinculação a um bem específico e sem impedir sua livre disposição, embora a escritura de emissão possa, conforme o § 5º do mesmo artigo, estabelecer cláusulas que limitem a alienação ou oneração desses bens ou que condicionem tais atos às regras nela previstas²⁴.

Na forma do art. 58, § 2º, da Lei nº 6.404/1976, é possível a combinação das garantias real e flutuante quando da emissão de uma debênture. Nesse caso, os créditos conferidos por essa espécie de debênture “preferem a todos os demais créditos contra a companhia emissora até o valor das garantias reais, e o saldo, em caso de concurso de credores, preferirá aos créditos simples, ou quirografários, e aos subordinados”²⁵.

As debêntures quirografárias, também conhecidas como debêntures sem preferência, conferem a seus titulares “créditos que concorrem, em igualdade de condições, com os demais créditos simples contra a companhia emissora”²⁶. Essas debêntures têm como garantia a totalidade do patrimônio da companhia, livre de ônus ou gravame, sem que haja qualquer bem vinculado ao pagamento do crédito ou qualquer preferência ou privilégio sobre tais bens, a exemplo das debêntures com garantia real e a as debêntures com garantia flutuante, respectivamente²⁷.

No intuito de suprir a falta de garantias ou privilégios, proteger os credores contra uma eventual derrocada econômica da companhia e assegurar que a companhia terá bens livres, pode-se incluir na escritura de emissão uma cláusula de natureza preventiva, no sentido de restringir a companhia emissora de alienar bens do seu ativo, contrair novas dívidas ou constituir garantias reais em favor de outros credores²⁸.

²³ Ibidem.

²⁴ Ibidem, p. 452.

²⁵ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 438.

²⁶ Ibidem, p. 439.

²⁷ Ibidem.

²⁸ Ibidem.

A debênture subordinada, também conhecida como subquirografia, é “aquela que não goza de garantia e relativamente à qual consta da escritura de emissão cláusula de subordinação aos credores quirografários”²⁹. Assim como o privilégio geral, a subordinação somente tem aplicabilidade prática no concurso de credores, pois nos casos de execução da companhia emissora não tem qualquer efeito para o debenturista³⁰.

As companhias fazem uso da emissão de debêntures subordinadas como uma alternativa ao aumento de capital social, assim, é uma saída a cláusulas contratuais de empréstimos contratados ou de emissão de debêntures anteriores que impedem a companhia de contratar novos créditos garantidos ou quirografários³¹.

Por fim, em relação à debênture subordinada, um ponto interessante é que ela pode ter garantia real ou fidejussória prestada por terceiros, conferindo ao seu titular “crédito subordinado contra a companhia emissora e crédito quirografário (no caso de garantia fidejussória) ou preferencial (no caso de garantias reais) contra o terceiro garantidor”³².

1.3 Forma

Quanto à forma, as debêntures podem ser nominativas ou escriturais. A debênture nominativa é aquela cujo titular tem seu nome registrado no “Livro de Registro de Debêntures Nominativas” da companhia³³ e a sua transferência é formalizada por meio de averbação nesse livro³⁴. Já a debênture escritural pode ser considerada uma “subforma” da debênture nominativa, sendo mantida em contas de depósito, em nome de seu titular, em instituição financeira autorizada pela CVM a prestar serviços de escrituração, cuja disciplina está prevista na Resolução CVM 33³⁵.

²⁹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – Volume I**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 454.

³⁰ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 440.

³¹ Ibidem.

³² Ibidem.

³³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – Volume I**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 483.

³⁴ COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das sociedades anônimas comentada**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024. p. 231.

³⁵ Ibidem.

1.4 Classes disponíveis no mercado

Os investimentos em renda fixa são populares no Brasil, especialmente pelo histórico do país de ter altas taxas de juros. Considerados os vários produtos existentes, as maiores vantagens proporcionadas pela renda fixa são: (a) previsibilidade: nos casos dos títulos pré-fixados, se mantidos até o vencimento, o investidor sabe antecipadamente quanto receberá; (b) garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC): o FGC cobre perdas de alguns investimentos, como CDBs, em caso de falência da instituição financeira, dentro dos limites estabelecidos; (c) vantagens tributárias: ganhos com títulos como LCI, LCA e CRI são isentos de imposto e o CDB tem alíquota reduzida quanto maior for o tempo de aplicação; e (d) liquidez: alguns investimentos permitem resgates rápidos, até mesmo no dia³⁶.

Em 2024, o mercado de capitais brasileiro registrou volumes recordes de emissão de diversos títulos, segundo o boletim de 2025³⁷ divulgado pela ANBIMA³⁸. De acordo com os dados, as debêntures totalizaram R\$ 473,7 bilhões no período, superando em R\$ 202,7 bilhões o recorde anterior de 2022. Depreende-se que, em relação à destinação dos recursos de debêntures, a maior parte foi direcionada para projetos de infraestrutura, seguida de gestão ordinária e pagamento de dívidas.

O ano de 2025 continuou com bons números e começou aquecido, tendo o mercado de capitais alcançado R\$ 43,1 bilhões em ofertas encerradas no mês de janeiro, estabelecendo um recorde histórico para o mês, tradicionalmente marcado por retração nas emissões, sendo que as debêntures registraram o maior volume, cerca de R\$ 28,5 bilhões, conforme boletim divulgado em 14 de fevereiro de 2025³⁹.

³⁶ QUAIS as diferenças entre renda fixa e variável? Entenda. **B3 Bora Investir**, 2022. Disponível em: <[Diferenças entre renda fixa e variável](#)>. Acesso em: 2 out. 2024.

³⁷ MERCADO de capitais encerra 2024 com emissão de R\$ 783,4 bilhões. **ANBIMA**, 2025. Disponível em: <[Mercado de capitais encerra 2024 com emissão de R\\$ 783,4 bilhões](#)>. Acesso em: 30 mar. 2025.

³⁸ Sobre a ANBIMA: “A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) é uma entidade de destaque no sistema financeiro brasileiro, criada em 1987 para representar instituições que atuam nos mercados financeiro e de capitais. Com o objetivo de garantir a transparência e o desenvolvimento do setor, a instituição desempenha funções cruciais, como a criação de normas de conduta, a promoção de educação financeira e a autorregulação do mercado. (ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) – O que é, significado e definição. **B3 Bora Investir**, 2024. Disponível em: <[ANBIMA \(Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais\) - o que é, significado e definição | Bora Investir](#)>. Acesso em: 4 mai. 2025.”

³⁹ MERCADO de capitais registra captação de R\$ 43,1 bilhões em janeiro. **ANBIMA**, 2025. Disponível em: <[ANBIMA Data - Publicações](#)>. Acesso em: 30 mar. 2025.

No que tange às classes de debêntures disponíveis no mercado é possível citar: (a) debênture simples; (b) debênture conversível; (c) debênture permutável; (d) debêntures incentivadas; (e) debêntures perpétuas; e (f) debêntures participativas.

A debênture simples é o tipo mais comum de debênture disponível no mercado, em que os juros remuneratórios são pagos no vencimento, quando o título é quitado⁴⁰. Já as debêntures conversíveis são as que contém cláusula de conversibilidade em ações na sua escritura de emissão e permitem que o debenturista se torne acionista da companhia, substituindo seu direito obrigacional por um direito societário, o que, para a emissora, representa uma forma de reestruturação do passivo mediante a transformação da dívida em participação societária⁴¹. O caso clássico de emissão de debêntures conversíveis em ações é o da startup do ramo de tecnologia que visa atrair investidores que acreditam no seu crescimento a longo prazo⁴².

As debêntures permutáveis permitem que o investidor seja remunerado com ações de uma empresa distinta da emissora, podendo ser uma companhia pertencente à mesma holding, uma sociedade em que a emissora detenha participação ou cujas ações tenham sido adquiridas para esse fim, sendo a troca por ações facultativa⁴³.

As debêntures incentivadas, regidas pela Lei nº 12.431/2011, são emitidas por companhias que prestam serviços essenciais, como saneamento, educação, infraestrutura, construção civil e possuem como grande atrativo a isenção de imposto de renda sobre seus rendimentos para as pessoas físicas, de modo que, embora apresentem taxas de remuneração menores, a ausência de tributação torna seu retorno competitivo em relação a outras espécies de debêntures⁴⁴. Em boletim divulgado em 28 de janeiro de 2025 pela ANBIMA⁴⁵, no ano de

⁴⁰ OLIVEIRA, Élida. Conheça 11 tipos de debêntures no mercado para quem quer investir. **B3 Bora Investir**, 2024. Disponível em: <[Conheça 11 tipos de debêntures no mercado para quem quer investir](#)>. Acesso em: 2 out. 2024.

⁴¹ COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das sociedades anônimas comentada**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024. p. 220.

⁴² OLIVEIRA, Élida. Conheça 11 tipos de debêntures no mercado para quem quer investir. **B3 Bora Investir**, 2024. Disponível em: <[Conheça 11 tipos de debêntures no mercado para quem quer investir](#)>. Acesso em: 2 out. 2024.

⁴³ Ibidem.

⁴⁴ REIS, Tiago. Debêntures: veja o que são e como funciona esse ativo de Renda Fixa. **Suno**, 2024. Disponível em: <[Debêntures: veja o que são e como funciona esse ativo de Renda Fixa](#)>. Acesso em: 28 ago. 2024.

⁴⁵ OFERTAS de debêntures com benefício fiscal dobra volume em relação ao ano anterior. **ANBIMA**, 2025. Disponível em: <[Ofertas de debêntures com benefício fiscal dobra volume em relação ao ano anterior](#)>. Acesso em: 30 mar. 2025.

2024, as debêntures incentivadas somaram R\$ 135,01 bilhões, maior volume da série histórica e quase o dobro do registrado em 2023 (R\$ 67,8 bilhões).

Em janeiro de 2024, foi sancionada a Lei 14.801/2024, que criou a debênture de infraestrutura, que concede benefício fiscal para os emissores dos papéis. Os recursos captados tanto pela emissão de debêntures incentivadas quanto pela emissão de debêntures de infraestrutura devem ser destinados a projetos de infraestrutura ou atividades econômicas voltadas para pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados prioritários pelo governo federal⁴⁶.

As debêntures perpétuas são dotadas de particularidades próprias e não têm prazo de vencimento definido, o que significa que não há data fixa para pagamento, o que as tornam raras e pouco atrativas no mercado⁴⁷. Por fim, as debêntures participativas diferem das demais por distribuírem lucros da empresa e não juros ou ações. O investidor só recebe se a empresa tiver lucro, mas essas debêntures pagam uma porcentagem maior de dividendos para serem mais atrativas⁴⁸.

1.5 Emissão

A emissão das debêntures “constitui a sua criação e oferta aos interessados”⁴⁹, sendo o ato da companhia de criar esses valores mobiliários e colocá-los à venda⁵⁰.

Nos termos do art. 122 da Lei nº 6.404/1976, a competência para autorizar a emissão de debêntures é privativa da assembleia geral e a deliberação deve ser tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, salvo nos casos envolvendo companhias fechadas, se o estatuto estabelecer *quorum* maior, consoante o disposto no art. 129 da Lei nº 6.404/1976.

⁴⁶ VEJA as diferenças entre as debêntures regidas pelas leis 12.431 e 14.801. **ANBIMA**, 2024. Disponível em: <[Veja as diferenças entre as debêntures regidas pelas leis 12.431 e 14.801 – ANBIMA](#)>. Acesso em: 2 out. 2024.

⁴⁷ REIS, Tiago. Debêntures: veja o que são e como funciona esse ativo de Renda Fixa. **Suno**, 2024. Disponível em: <[Debêntures: veja o que são e como funciona esse ativo de Renda Fixa](#)>. Acesso em: 2 out. 2024.

⁴⁸ Ibidem.

⁴⁹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – Volume I**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 413.

⁵⁰ Ibidem.

Conforme o art. 59 da Lei nº 6.404/1976, ao deliberar sobre emissão de debêntures, a assembleia deve fixar, respeitando as disposições estatutárias: (a) o valor da emissão ou os critérios de determinação do seu limite, e a sua divisão em séries, se for o caso; (b) o número e o valor nominal das debêntures; (c) as garantias reais ou a garantia flutuante, se houver; (d) as condições da correção monetária, se houver; (e) a conversibilidade ou não em ações e as condições a serem observadas na conversão; (f) a época e as condições de vencimento, amortização ou resgate; (g) a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver; (h) o modo de subscrição ou colocação e o tipo das debêntures; e (i) o desmembramento, do seu valor nominal, dos juros e dos demais direitos conferidos aos titulares.

2 DA SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL

Este capítulo trata dos investimentos no futebol ao redor do mundo, inclusive por meio das Sociedades Anônimas do Futebol, que estão cada vez mais presentes no futebol brasileiro.

2.1. Investimentos no futebol ao redor do mundo

O investimento em clubes de futebol, cada vez mais impulsionado pela expectativa de retornos expressivos, tornou-se uma tendência global que reflete a crescente visibilidade do esporte e impacta diretamente sua gestão financeira e desempenho esportivo. O futebol é capaz de movimentar altas cifras, conforme revela o relatório Convocados de 2025⁵¹, que aponta para o fato de que os clubes da Série A do Campeonato Brasileiro somaram R\$ 10,2 bilhões em receitas.

A crescente interligação entre o mercado financeiro e o universo futebolístico tem levado muitos clubes a abrirem capital na bolsa de valores como forma de atrair investimentos e profissionalizar a gestão, permitindo que torcedores se tornem investidores e posicionando essas entidades como *players* relevantes no cenário financeiro. A figura a seguir ilustra alguns clubes de futebol listados em bolsas de valores:

Figura 1- Clubes de futebol listados em bolsas de valores



Fonte: Elaboração própria a partir de informações divulgadas pelo portal e|investidor Estadão⁵²

⁵¹ Disponível em: <[A Indústria do Futebol Brasileiro](#)>. Acesso em: 30 mai. 2025.

⁵² ANJOS, Jéssica. Veja lista de 10 grandes clubes de futebol listados na bolsa de valores. **e|investidor Estadão**, 2024. Disponível em: <[Veja lista de 10 grandes clubes de futebol listados na bolsa de valores](#)>. Acesso em: 4 mar. 2025.

O interesse pelo mercado do futebol não é apenas por parte de investidores comuns. Recentemente, o interesse de celebridades em investir no futebol tem sido uma tendência, a qual foi iniciada por nomes como Elton John, que comprou o Watford e presidiu o clube entre 1976 e 1987 e de 1997 a 2002⁵³. Outras celebridades também detêm participações em clubes de futebol, conforme ilustra a figura abaixo:

Figura 2- Algumas celebridades donas de clubes de futebol



Fonte: Elaboração própria a partir de informações divulgadas pela ESPN⁵⁴

2.2 A Sociedade Anônima do Futebol

A Sociedade Anônima do Futebol, instituída pela Lei nº 14.193/2021, é um marco para a modernização e sustentabilidade do futebol brasileiro. A SAF criou um novo mercado de futebol que tem como objetivo aproximar os clubes e os agentes “interessados em financiar seu desenvolvimento sustentável, em um ambiente regulado, ofertante de segurança jurídica e previsibilidade”⁵⁵.

⁵³ TOM Brady x Deadpool na 3ª divisão: por que cada vez mais astros são donos de times esportivos? ESPN, 2024. Disponível em: <[Tom Brady x Deadpool na 3ª divisão: por que cada vez mais astros são donos de times esportivos?](#)>. Acesso em: 16 set. 2024.

⁵⁴ Foto Ed Sheeran: Reprodução/Instagram; Foto Rob McElhenney: Rodin Eckenroth / Getty Images; Foto Ryan Reynolds: Dick Thomas Johnson; Foto Elton John: Michael Loccisano/Getty Images; Foto Tom Brady: Mark J. Rebilas-USA TODAY Sports/Reuters; Foto Reese Witherspoon: Matt Baron—BEI/Shutterstock.com; Foto Natalie Portman: Stephane Cardinale—Corbis/Getty Images; Foto Michael B. Jordan: Mike Marsland/Getty Images; Foto Steve Nash: Christian Petersen/Getty Images; Foto LeBron James: Atiba Jefferson.

⁵⁵ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol Lei no 14.193/2021**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2021. p. 51.

A Lei nº 14.193/2021 possibilitou às entidades de prática desportiva que, até então, se constituíam, em sua grande maioria, sob a forma de associação civil sem fins lucrativos⁵⁶, se transformarem em um subtipo societário destinado exclusivamente ao futebol e que possui órgãos próprios de sociedades anônimas⁵⁷. Nesse sentido, pode-se afirmar que:

[...] a Lei da SAF ofereceu um conjunto de mecanismos para enfrentar três dos principais fatores que desestimulavam a presença de investimento empresarial no futebol: (a) *a estrutura associativa dos clubes*, que sujeitava suas gestões à instabilidade política inibidora do aporte de recursos por investidores; (b) *a existência de isenções tributárias em favor das associações*, o que fazia com que a migração dos clubes para o modelo societário resultasse em ineficiência fiscal; e (c) o *risco de sucessão das dívidas* expressivas acumuladas pelos clubes. (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; BUTRUCÉ, Vitor; BARBOSA, Matheus Ricardo Gonçalves. A escolha dos meios de solução de disputas na criação das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFS): considerações sobre a evolução dos marcos regulatórios, as racionalidades do clube-associação e do investidor, os limites da jurisdição esportiva e o papel da arbitragem societária. In: SETOGUTI J. PEREIRA, Guilherme; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Direito do futebol: operações, mercado, contencioso e arbitragem**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2025. p. 175.)

A SAF pode ser constituída pelos clubes existentes, seja mediante a constituição de subsidiária integral, seja com a participação de outros acionistas, facultando-se a transferência de ativos e passivos relacionados à atividade futebolística para a nova companhia a ser formada⁵⁸. A Lei nº 14.193/2021, em seu art. 2º, estabeleceu três maneiras de constituição de uma SAF:

Art. 2º A Sociedade Anônima do Futebol pode ser constituída: I - pela transformação do clube ou pessoa jurídica original em Sociedade Anônima do Futebol; II - pela cisão do departamento de futebol do clube ou pessoa jurídica original e transferência do seu patrimônio relacionado à atividade futebol; III - pela iniciativa de pessoa natural ou jurídica ou de fundo de investimento. (BRASIL. **Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021**. Presidência da República, 2021. Disponível em: <[L14193](#)>. Acesso em: 4 mar. 2025.)

⁵⁶ Sobre as associações civis sem fins lucrativos: “A não lucratividade, ou não economicidade desses fins, constitui a nota distintiva das associações relativamente às sociedades. Estas desenvolvem uma atividade produtiva, o que não se verifica nas associações. Isso não impede que estas tenham atividade econômica, como a produção de bens ou serviços. O que se proíbe é o objetivo comum de distribuição de lucros entre os associados (AMARAL, Francisco. **Direito Civil Introdução**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 290.)”.

⁵⁷ A sociedade anônima pode ser definida “como a pessoa jurídica de direito privado, de natureza empresarial, cujo capital divide-se em ações, em princípio livremente negociáveis, ficando limitada a responsabilidade de cada um dos acionistas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada – Volume I. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 36)”.

⁵⁸ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; BUTRUCÉ, Vitor; BARBOSA, Matheus Ricardo Gonçalves. A escolha dos meios de solução de disputas na criação das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFS): considerações sobre a evolução dos marcos regulatórios, as racionalidades do clube-associação e do investidor, os limites da jurisdição esportiva e o papel da arbitragem societária. In: SETOGUTI J. PEREIRA, Guilherme; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Direito do futebol: operações, mercado, contencioso e arbitragem**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2025. p. 175.

Além das três vias mencionadas na legislação, é possível citar uma quarta, a operação denominada *drop down*, mencionada no art. 3º da Lei nº 14.193/2021, em que o clube irá constituir uma SAF e transferir-lhe patrimônio para integralização do capital subscrito⁵⁹. A integralização do capital pode se dar por bens avaliáveis economicamente, exigindo avaliação técnica e asseguuração por auditoria independente, especialmente quando há intenção de acessar o mercado de capitais⁶⁰.

Para a emissão de ações, a Lei nº 14.193/2021 institui a obrigatoriedade de uma classe especial – as ações ordinárias Classe A – destinadas exclusivamente ao clube ou pessoa jurídica original⁶¹. Em termos de governança corporativa, a SAF deve adotar estruturas rígidas de controle, com conselho de administração e conselho fiscal de funcionamento permanente⁶². Ademais, há vedações específicas quanto à participação cruzada entre SAFs: um acionista com participação relevante em mais de uma SAF perde o direito de voz e voto em todas elas, visando preservar a integridade e a concorrência esportiva⁶³.

Do ponto de vista tributário, a fim de incentivar a migração dos clubes – atualmente beneficiados por isenções fiscais concedidas às associações civis – para a nova estrutura societária, a Lei nº 14.193/2021 instituiu um regime tributário próprio para a SAF, denominado Regime de Tributação Específica do Futebol (TEF), regime esse que se caracteriza por alíquotas e bases de cálculo reduzidas em comparação às aplicáveis às sociedades empresárias em geral⁶⁴.

Ademais, com o objetivo de fomentar a adoção do novo modelo e atrair investidores, a Lei nº 14.193/2021 previu mecanismos para limitar a responsabilidade da SAF em relação às

⁵⁹ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. **As 4 vias de constituição da Sociedade Anônima do Futebol (SAF)**. Migalhas, 2021. Disponível em: <[As 4 vias de constituição da Sociedade Anônima do Futebol \(SAF\) - Migalhas](#)>. Acesso em: 4 jul. 2024.

⁶⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. p. 3. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 23 mar. 2025.

⁶¹ Ibidem, p. 5.

⁶² Ibidem, p. 10.

⁶³ Ibidem, p. 8.

⁶⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; BUTRUCÉ, Vitor; BARBOSA, Matheus Ricardo Gonçalves. A escolha dos meios de solução de disputas na criação das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFS): considerações sobre a evolução dos marcos regulatórios, as racionalidades do clube-associação e do investidor, os limites da jurisdição esportiva e o papel da arbitragem societária. In: SETOGUTI J. PEREIRA, Guilherme; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). *Direito do futebol: operações, mercado, contencioso e arbitragem*. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2025. p. 176.

dívidas do clube anteriores à sua constituição⁶⁵. De acordo com o art. 9º da Lei nº 14.193/2021, a SAF “não responde pelas obrigações do clube ou pessoa jurídica original que a constituiu, anteriores ou posteriores à data de sua constituição, exceto quanto às atividades específicas do seu objeto social”⁶⁶.

O art. 13 da Lei nº 14.193/2021 prevê três instrumentos para o equacionamento do passivo dos clubes: (a) requerimento de recuperação judicial; (b) requerimento de recuperação extrajudicial; ou a (c) instauração do regime centralizado de execuções. As opções têm naturezas jurídicas distintas, efeitos diversos e não podem ser utilizados de forma concomitante⁶⁷. Na Lei nº 14.193/2021 também há normas específicas relativas à constituição, governança, controle, transparência e financiamento de atividades futebolísticas, complementando a Lei nº 6.404/1976, que se aplica de forma subsidiária.

No que concerne aos órgãos sociais da SAF, o art. 5º, caput, da Lei nº 14.193/2021 estabelece um modelo de governança singular para a SAF, distinguindo-se do regime aplicável às companhias tradicionais regidas pela Lei nº 6.404/1976⁶⁸. Enquanto nas sociedades anônimas em geral o conselho de administração é facultativo, exceto nos casos de companhias abertas, de economia mista ou naquelas que tenham previsão em seus estatutos de capital autorizado, a SAF está legalmente obrigada a adotar um sistema de administração dualista e permanente, com a coexistência de conselho de administração e diretoria⁶⁹.

O conselho de administração é um órgão de deliberação colegiada, sem função de representação da SAF, atribuição essa exclusiva da diretoria e deve ser composto por, no mínimo, três membros, eleitos e podendo ser destituídos pela assembleia geral, com mandato de até três anos, permitida a reeleição sem limitação de mandatos, em linha com o art. 140 da

⁶⁵ Ibidem.

⁶⁶ BRASIL. **Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021**. Presidência da República, 2021. Disponível em: <[L14193](#)>. Acesso em: 4 mar. 2025.

⁶⁷ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; BUTRUCÉ, Vitor; BARBOSA, Matheus Ricardo Gonçalves. A escolha dos meios de solução de disputas na criação das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFS): considerações sobre a evolução dos marcos regulatórios, as racionalidades do clube-associação e do investidor, os limites da jurisdição esportiva e o papel da arbitragem societária. In: SETOGUTI J. PEREIRA, Guilherme; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Direito do futebol: operações, mercado, contencioso e arbitragem**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2025. p. 176.

⁶⁸ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol Lei nº 14.193/2021**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2021. p. 116.

⁶⁹ Ibidem.

Lei nº 6.404/1976⁷⁰. Ressalta-se que o estatuto social da SAF deve prever o número exato de integrantes do conselho de administração ou estabelecer uma faixa entre o mínimo e máximo permitidos, além das regras de substituição⁷¹.

Caso ocorra abertura de capital pela SAF, aplica-se a vedação à cumulação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor-presidente ou principal executivo, nos termos da redação atual do art. 138, § 3º da Lei nº 6.404/1976. Esclarece-se que, atualmente, todas as SAFs são sociedades anônimas fechadas, portanto, não negociam seus papéis em bolsa de valores, porém a abertura de capital pode ser uma saída interessante no futuro. Nesse sentido, já existem estudos que orientam os clubes brasileiros a realizarem a oferta pública inicial de ações (IPO), explicam o arcabouço jurídico esportivo no Brasil e também abordam estratégias, estruturas de governança e aspectos regulatórios, a exemplo do estudo feito pela KPMG, em conjunto com Trengrouse & Gonçalves Advogados⁷².

Quanto às competências do conselho de administração, a Lei nº 6.404/1976 elenca, em seu art. 142, as seguintes:

[...] I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia; II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; IV - convocar a assembleia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver. (BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Presidência da República, 1976. Disponível em: <[L6404consol](#)>. Acesso em: 20 abr. 2025.)

Salienta-se que diretores e conselheiros de administração das SAF estão sujeitos ao regime de responsabilidades previstos no art. 158 da Lei nº 6.404/1976, cuja aplicação à SAF se dá de forma subsidiária, respondendo civilmente pelos prejuízos que causarem sempre que

⁷⁰ Ibidem, p. 117.

⁷¹ Ibidem.

⁷² Disponível em: <[O Futebol Brasileiro Rumo ao IPO - KPMG Brasil](#)>. Acesso em: 30 jun. 2024.

agirem, no exercício de suas funções, com dolo ou culpa, ou em desconformidade com a lei ou com o estatuto social da SAF⁷³.

Os administradores da SAF devem observar, ainda, os deveres fiduciários delineados nos artigos 153 a 157 da Lei nº 6.404/1976, os quais compreendem: (a) o dever de diligência; (b) o dever de atuar no melhor interesse da companhia, sem desvio de poder; (c) o dever de lealdade; (d) o dever de evitar situações de conflito de interesses com a companhia; e (e) o dever de informação⁷⁴. A Lei nº 14.597/2023, celebrou os mesmos deveres fiduciários citados a serem observados pelos dirigentes de entidades esportivas, incluindo os administradores da SAF, tendo ampliado a descrição das condutas esperadas, enfatizando a necessidade de atuação cautelosa, prudente e alinhada aos princípios da boa governança⁷⁵.

A SAF também está obrigada a manter um conselho fiscal permanente, com composição entre três e cinco membros efetivos e suplentes em igual número e seus integrantes devem ser pessoas naturais, residentes no Brasil, com formação universitária ou experiência mínima de três anos em administração de empresas ou em conselhos fiscais, em linha com o art. 162 da Lei nº 6.404/1976⁷⁶. Há restrições específicas de elegibilidade, incluindo impedimento para membros da administração, o que engloba o conselho de administração e diretoria; empregados da SAF ou de sociedades controladas ou que fazem parte do mesmo grupo, bem como cônjuges e parentes até o terceiro grau de administradores da SAF⁷⁷.

Nos moldes do art. 163 da Lei nº 6.404/1976, ao conselho fiscal compete:

I - fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; II - opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral; III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão; IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as

⁷³ GALLO, Ronaldo Guimarães; PORCARO, Pedro Henrique de Gondim. Responsabilidade dos administradores da Sociedade Anônima do Futebol (SAF) e o Seguro D&O. In: SETOGUTI J. PEREIRA, Guilherme; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Direito do futebol: operações, mercado, contencioso e arbitragem**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2025. p. 396.

⁷⁴ Ibidem, p. 397.

⁷⁵ Ibidem.

⁷⁶ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol Lei nº 14.193/2021**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2021. p. 119.

⁷⁷ Ibidem.

providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembléia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia; V - convocar a assembléia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembléias as matérias que considerarem necessárias; VI - analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia; VII - examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar; VIII - exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam. (BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Presidência da República, 1976. Disponível em: <[L6404consol](#)>. Acesso em: 20 abr. 2025.)

No item abaixo, veremos um importante parecer emitido pela CVM que embasou o presente trabalho.

2.3 Parecer de Orientação CVM nº 41

Em 21 de agosto de 2023, a CVM publicou o Parecer de Orientação nº 41, que trata do acesso das SAFs ao mercado de capitais e tem como objetivo esclarecer investidores e participantes do mercado quanto ao uso de instrumentos que viabilizem o acesso das SAFs ao mercado de capitais e busca integrar, de forma harmônica, a Lei nº 14.193/2021, a Lei nº 6.404/1976 e a regulamentação vigente da CVM⁷⁸.

O documento expressa a posição da CVM sobre seu papel regulatório quanto à disciplina das SAF que sejam companhias abertas e à interpretação da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 6.385/1976 em temas que envolvam a Lei nº 14.193/2021, sempre sob a ótica do mercado de capitais, ressaltando-se que as orientações ali contidas se aplicam exclusivamente às SAFs inseridas no mercado de valores mobiliários, ainda que possam, incidentalmente, oferecer interpretações relevantes para todas as SAFs⁷⁹.

O Parecer nº 41 parte da premissa de que a Lei nº 14.193/2021 não aborda temas gerais regulados pela Lei nº 6.404/1976, “resumindo-se ao tratamento de normas específicas de constituição, governança, controle, transparência e meios de financiamento da atividade futebolística desenvolvida pela SAF”⁸⁰.

⁷⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. p. 1-2. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 23 mar. 2025.

⁷⁹ Ibidem, p. 2.

⁸⁰ Ibidem, p. 1.

O Parecer nº 41 também trata dos mecanismos de financiamento disponíveis às SAFs por meio do mercado de capitais. Destacam-se a abertura de capital; a emissão de debêntures-fut; o *crowdfunding* de investimento, voltado a sociedades de pequeno porte; e a participação de fundos de investimento, a exemplo de FIP, FII e FIDC. Cada uma dessas modalidades possui regras específicas quanto à estruturação, divulgação e supervisão regulatória, sendo que a atuação da CVM se limita às SAFs que acessam efetivamente esse mercado ou se registram como companhias abertas.

Nesse sentido, ressalta-se a importância da transparência, da governança robusta e da proteção aos investidores, elementos essenciais para a credibilidade e sustentabilidade das SAFs no mercado de capitais. O uso adequado dos instrumentos financeiros pode viabilizar a profissionalização do futebol, a recuperação financeira dos clubes e a ampliação do acesso a recursos privados, desde que observadas as exigências legais e regulatórias aplicáveis.

Esse conjunto de diretrizes contribui para a consolidação das SAFs como veículos aptos a promover o desenvolvimento econômico do futebol, fomentando a segurança jurídica e o ambiente favorável ao investimento no setor.

Alguns tópicos do Parecer nº 41 serão detalhados no Capítulo 3 do presente trabalho, principalmente no que tange às regras de *suitability* e à publicidade das ofertas públicas, em linha com o entendimento de que “a CVM enxerga as SAF como trilha para democratização do mercado de capitais, com aumento do número de investidores, de diferentes perfis”⁸¹.

2.4 O cenário atual das SAFs

Em 26 de fevereiro de 2025, o Instituto Brasileiro de Estudos e Desenvolvimento da Sociedade Anônima do Futebol (“IBESAF”) promoveu a primeira atualização do mapeamento das SAFs constituídas desde o advento da Lei nº 14.193/2021 (“Atualização do Mapa da SAF”)⁸². A Atualização do Mapa da SAF, utilizou ferramentas das Juntas Comerciais e da

⁸¹ Ibidem, p. 21.

⁸² CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Primeira atualização do mapa da SAF no Brasil e a evolução no tempo. **Migalhas**, 2025. Disponível em: <[Primeira atualização do mapa da SAF no Brasil e a evolução no tempo Rodrigo R. Monteiro de Castro O IBESAF – Instituto Bra](#)>. Acesso em: 23 mar. 2025.

Redesim para identificar e catalogar todas as SAFs formalmente constituídas até 10 de janeiro de 2025.

Destaca-se que o critério de busca adotado pela Atualização do Mapa da SAF baseou-se na denominação empresarial, restringindo-se àquelas que contém a expressão “Sociedade Anônima do Futebol” ou a sigla “S.A.F”, conforme exigido pela legislação vigente e, diferentemente de levantamentos que se concentram apenas em clubes com visibilidade esportiva, essa pesquisa abrangeu todas as SAFs, independentemente de sua presença em competições nacionais. Com isso, foram mapeadas noventa e nove SAFs até a data-limite, tendo a análise contemplado aspectos geográficos, com detalhamento por regiões e unidades da federação, além de registrar a participação ou ausência dessas SAFs nas séries A, B, C e D do Campeonato Brasileiro.

Os dados da revelam que, após uma queda em 2023, o ano de 2024 apresentou o maior número de constituições de SAFs, com o surgimento de 33 novas SAFs, indicando uma retomada do interesse pelo modelo. Além disso, percebe-se que desde setembro de 2021, quando surgiram as primeiras SAFs, houve registro de ao menos uma nova SAF na maioria dos meses subsequentes até janeiro de 2025, com exceção de apenas sete meses. O estado de São Paulo lidera o número de SAFs, com vinte e três registros, seguido por Paraná e Minas Gerais. Por outro lado, estados como Alagoas, Amapá, Maranhão, Piauí, Rondônia, Pará e Tocantins não registraram nenhuma SAF até a data da pesquisa.

Fazendo o recorte da Série A do Campeonato Brasileiro, oito SAFs participaram da edição de 2024: (a) Atlético-MG; (b) Bahia; (c) Botafogo; (d) Cruzeiro; (e) Cuiabá; (f) Fortaleza; (g) Vasco da Gama; e (h) Atlético-GO. Por sua vez, em 2025, a Série A do Campeonato Brasileiro contará com apenas seis SAFs, haja vista a queda do Cuiabá e do Atlético-GO para a segunda divisão nacional. Neste ano, apesar da queda no número de participantes da Série A do Campeonato Brasileiro que adotam o modelo SAF, destaca-se que o Campeonato Mineiro de 2025 é o primeiro torneio do Brasil a ter mais SAFs do que associações na história.

3 DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES-FUT

Este capítulo tem como objetivo detalhar o objeto central da pesquisa: a debênture-fut. Para tanto, integram este capítulo estudos sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a escritura de emissão de debêntures, os detalhes das “debêntures-fut” e as emissão do Atlético Mineiro SAF e do Cuiabá Esporte Clube SAF.

3.1 Oferta pública de distribuição de valores mobiliários

O mercado de capitais constitui um canal fundamental para a captação e aplicação de recursos financeiros, desempenhando a função econômica essencial de conectar tomadores e poupadores⁸³. Por meio da emissão pública de valores mobiliários, entidades do mercado obtêm recursos disponíveis junto ao público em geral⁸⁴. Essa dinâmica de captação e alocação de recursos atende simultaneamente às necessidades específicas de investidores (poupadores) e emissores (tomadores), gerando benefícios sistêmicos e promovendo um ciclo virtuoso de prosperidade econômica⁸⁵.

O fortalecimento do mercado de capitais estimula a disponibilidade de capital, amplia a liquidez para investidores, empresas e demais emissores, reduz o custo de capital, aquece a economia e contribui para a geração de empregos e renda em ambiente de crescimento sustentável⁸⁶.

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários pode ser definida como “a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais”⁸⁷. Em outras palavras, a oferta pública é um instrumento de captação de recursos que

⁸³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. p. 11. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 23 mar. 2025.

⁸⁴ Ibidem, p. 12.

⁸⁵ Ibidem.

⁸⁶ Ibidem.

⁸⁷ EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 201.

permite às companhias acessarem o mercado de capitais como alternativa ao crédito privado, conferindo liquidez aos títulos emitidos⁸⁸.

A Resolução CVM 160 dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e sobre a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados. Dentre as definições dispostas no art. 2º da Resolução CVM 160, evidencia-se: (a) o coordenador líder, instituição intermediária responsável por conduzir a oferta pública e por receber comunicações da CVM; (b) os documentos da oferta, como prospecto, lâmina da oferta, avisos e materiais publicitários, contendo informações relevantes ao investimento; (c) o período de distribuição, que corresponde ao intervalo entre o início da subscrição, após o registro e divulgação do anúncio, e seu encerramento conforme normas aplicáveis; e (d) o público investidor em geral, o qual abrange pessoas físicas, jurídicas, fundos, veículos de investimento coletivo e quaisquer outras entidades destinatárias da oferta.

Enfatiza-se que a Resolução CVM 160 “permite que sociedades não registradas na CVM como emissores de valores mobiliários possam realizar ofertas públicas de títulos de dívida (inclusive as debêntures-fut, no caso das SAF) destinadas a investidores profissionais”⁸⁹.

3.2 Escritura de emissão de debêntures

A escritura de emissão é o instrumento que formaliza a deliberação da companhia sobre a emissão de debêntures, sendo considerada pela Lei nº 6.404/1976 como a declaração unilateral de vontade da sociedade emissora, deliberada em Assembleia Geral ou reunião do Conselho de Administração⁹⁰. Esse documento estabelece os direitos conferidos aos debenturistas, suas garantias e todas as demais cláusulas e condições vinculadas aos títulos emitidos, conforme prevê o art. 61, caput, da Lei nº 6.404/1976.

Embora a Lei nº 6.404/1976 não exija a forma pública para sua validade, autorizando expressamente a utilização de instrumento particular, nos termos do art. 61, § 1º, da Lei nº

⁸⁸ JANSON, Nair Veras Saldanha; MALUF, Luiz Rafael de Vargas. Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. 2. ed. Rio de Janeiro, 2022. p. 730.

⁸⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. p. 14. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 23 mar. 2025.

⁹⁰ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 447.

6.404/1976, a escritura deve ser assinada exclusivamente pela companhia emissora e, se houver, pelo garantidor, com a interveniência do agente fiduciário nos casos em que este for nomeado⁹¹. Evidencia-se que a escritura de emissão constitui título executivo extrajudicial, conforme enuncia o art. 784, II, do CPC.

Além disso, a escritura de emissão deve conter termos e condições obrigatórias, que incluem: (a) o valor total da emissão, ou critérios para sua definição, e a divisão em séries, se existir; (b) a quantidade e o valor das debêntures emitidas, (c) as garantias reais ou flutuantes, se for o caso; (d) correção monetária, se houver; (e) os termos de conversibilidade em ações, caso aplicável; (f) a época e as regras de vencimento, amortização, resgate, pagamento de juros e participação nos lucros, quando previsto; (g) a forma de subscrição e colocação dos títulos; (h) o tipo da debênture; (i) a disposição sobre o agente fiduciário; e (j) a convocação e deliberação da assembleia de debenturistas e demais condições aplicáveis aos títulos⁹².

O art. 61, § 2º, da Lei nº 6.404/1976 admite aditamentos à escritura de emissão, especialmente para o registro de novas séries em emissões sucessivas, as quais devem observar as disposições do instrumento original, podendo ainda os aditamentos serem utilizados para alterações como modificação de garantias, cancelamento de saldo de debêntures não colocadas, ajustes contratuais ou nomeação de agente fiduciário, desde que, nos casos em que impliquem modificação dos direitos dos debenturistas, haja prévia aprovação em assembleia específica, sendo vedada qualquer alteração unilateral pela emissora⁹³.

Já o art. 61, §3º, da Lei nº 6.404/1976, autoriza a CVM a aprovar padrões de cláusulas e condições para as emissões de debêntures destinadas ao mercado de capitais, podendo, inclusive, recusar a admissão de emissões que não atendam aos padrões exigidos⁹⁴. Essa padronização visa impedir que a companhia: (a) utilize essas cláusulas para restringir direitos que, à primeira vista, são conferidos pelo título; ou (b) omita disposições e condições que normalmente integram as emissões ofertadas no mercado⁹⁵.

⁹¹ Ibidem.

⁹² Ibidem.

⁹³ Ibidem, p. 448.

⁹⁴ Ibidem.

⁹⁵ Ibidem.

3.3 A debênture-fut

A Lei nº 14.193/2021 autoriza a emissão de debêntures-fut, um tipo específico de título de dívida destinado exclusivamente às SAFs. No que tange à destinação dos recursos captados, o Parecer nº 41 afirma que “deverão ser alocados no desenvolvimento de atividades ou no pagamento de despesas ou dívidas relacionadas às atividades típicas das SAF”⁹⁶.

Sobre a debênture-fut, o Parecer nº 41 afirma que, por se tratar de uma espécie de debênture, deve observar, no que não for regulado pela Lei nº 14.193/2021, as disposições da Lei nº 6.404/1976, sendo que, quando ofertada publicamente ou admitida à negociação no mercado de valores mobiliários, a emissão também está sujeita à regulação da CVM aplicável às debêntures em geral⁹⁷.

Antes de adentrarmos nas características e nos requisitos das debêntures-fut, vale a menção ao modelo de tributação proposto pelo PL 5.5619/19, introduzido pela Lei nº 14.193/2021, porém vetado pela Presidência da República. A proposta se baseou na estrutura da debêntures incentivadas e, portanto, previa isenção de imposto de renda para pessoas físicas residentes no Brasil e alíquota reduzida de 15% para pessoas jurídicas, nos moldes aplicáveis a projetos de infraestrutura, produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação⁹⁸.

Essa estrutura tributária tornaria o título atrativo não apenas a torcedores da SAF emissora, mas também a investidores em geral, nacionais e estrangeiros, ao permitir rendimentos desonerados ou com tributação favorecida⁹⁹. Mesmo sem a isenção original, a debênture-fut permanece como um instrumento relevante de política pública voltado à captação de recursos e investimentos no futebol, podendo ser adotada em projetos de recuperação e reorganização, tanto empresarial quanto societária, contando com a participação das SAFs¹⁰⁰.

⁹⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. p. 13-14. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 23 mar. 2025.

⁹⁷ Ibidem, p. 14.

⁹⁸ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 249.

⁹⁹ Ibidem.

¹⁰⁰ Ibidem.

Feito esse breve comentário sobre a proposta tributária original, abordaremos mais detalhadamente as características, as condições e os requisitos das debêntures-fut. Expressa no art. 26 da Lei nº 14.193/2021, a debênture-fut é uma modalidade especial de debênture, cuja emissão é restrita às SAFs, devendo respeitar, além das normas próprias da Lei nº 14.193/2021, as disposições da Lei nº 6.404/1976 para os aspectos não regulados especificamente. Assim dispõe o referido artigo:

Art. 26. A Sociedade Anônima do Futebol poderá emitir debêntures, que serão denominadas “debêntures-fut”, com as seguintes características: I - remuneração por taxa de juros não inferior ao rendimento anualizado da caderneta de poupança, permitida a estipulação, cumulativa, de remuneração variável, vinculada ou referenciada às atividades ou ativos da Sociedade Anônima do Futebol; II - prazo igual ou superior a 2 (dois) anos; III - vedação à recompra da debênture-fut pela Sociedade Anônima do Futebol ou por parte a ela relacionada e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma a ser regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários; IV - pagamento periódico de rendimentos; V - registro das debênture-fut em sistema de registro devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, nas suas respectivas áreas de competência. § 1º Os recursos captados por meio de debêntures-fut deverão ser alocados no desenvolvimento de atividades ou no pagamento de gastos, despesas ou dívidas relacionados às atividades típicas da Sociedade Anônima do Futebol previstas nesta Lei, bem como em seu estatuto social. (BRASIL. **Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021**. Presidência da República, 2021. Disponível em: <[L14193](#)>. Acesso em: 4 mar. 2025.)

Depreende-se do art. 26 da Lei nº 14.193/2021 que a emissão de debêntures-fut deve observar condições específicas. Quanto à remuneração dos investidores, a norma estabelece que tais títulos deverão conter, obrigatoriamente, uma taxa de juros pré-fixada, cujo rendimento anualizado não poderá ser inferior ao da caderneta de poupança, permitindo-se, no entanto, a estipulação de remuneração variável, atrelada ao desempenho das atividades da SAF ou de seus ativos¹⁰¹.

A fixação de uma taxa mínima de retorno atende à preocupação regulatória de evitar o uso indevido desses instrumentos para captação de recursos de torcedores, que, por motivações emocionais, poderiam ser induzidos a investir em projetos sem viabilidade econômica concreta¹⁰². Dessa forma, à luz dos princípios da proporcionalidade e da paridade de armas na

¹⁰¹ Ibidem, p. 250.

¹⁰² Ibidem, p. 250-251.

relação entre o investidor e a SAF, o legislador, ao estabelecer um limite mínimo, procurou evitar qualquer “hipossuficiência superveniente” nessa relação jurídica¹⁰³.

Contudo, nada impede que a SAF, conforme seu plano de negócios e estrutura de financiamento, ofereça remunerações superiores à taxa mínima exigida, podendo, inclusive, combinar rendimento fixo e variável para ampliar a atratividade do título¹⁰⁴. Nesse sentido, o seguinte exemplo elucida essa situação:

Imagine-se, neste sentido, que determinada debênture-fut pague taxa de 9% ao ano e um percentual, por exemplo, de 4% da renda líquida obtida em jogos sob mando do time no mesmo ano. Essa combinação não apenas garantiria, certamente, um retorno ao investidor superior ao que se obtém em aplicações conservadoras (poupança ou determinados fundos), como, também, abriria a possibilidade de obtenção de ganho complementar, associado à performance do time e à capacidade de atração de sua torcida. (CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 251.)

Assim, a debênture-fut permite o estabelecimento de uma nova dinâmica entre o clube e o torcedor-investidor, possibilitando sua participação nos resultados esportivos e financeiros da equipe¹⁰⁵.

Além disso, nos termos do art. 26 da Lei nº 14.193/2021, esse título de dívida deve observar também condições estruturais voltadas à consolidação de um novo mercado, como prazo mínimo de dois anos; vedação à recompra da debênture-fut pela SAF e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo regulamentação da CVM; pagamento periódico de rendimentos; e registro obrigatório em sistema autorizado pelo Banco Central ou pela CVM, conforme a respectiva área de competência¹⁰⁶.

O prazo mínimo de dois anos para vencimento da debênture-fut está em conformidade com a própria natureza jurídica da debênture, pois é um título de dívida que visa monetizar o emitente em curto prazo, em contrapartida, o debenturista é remunerado a médio ou longo

¹⁰³ CARREIRA, João Paulo. As debêntures-fut no âmbito da Lei nº 14.193/21. In: SOUZA, Gustavo Lopes Pires de; RAMALHO, Carlos Santiago da (Org.). **Sociedade Anônima do Futebol: Primeiras Linhas**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 126.

¹⁰⁴ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 251.

¹⁰⁵ Ibidem.

¹⁰⁶ Ibidem.

prazo¹⁰⁷. A vedação à recompra de debêntures-fut pela SAF visa coibir interferências políticas e manipulações no valor dos títulos, tendo a Lei nº 14.193/2021 reforçado o compromisso com a profissionalização da gestão esportiva, ao passo que o pagamento periódico de rendimentos impede que a remuneração seja paga apenas no vencimento, garantindo, por força do inciso V do art. 26 da referida lei, transparência e acesso a informações essenciais para a tomada de decisão dos investidores¹⁰⁸.

Quando ofertadas publicamente ou admitidas à negociação em mercados de valores mobiliários, as debêntures-fut também se sujeitam às normas da CVM, aplicáveis às debêntures em geral, especialmente previstas nas Resoluções CVM nº 77 e 81, que tratam, respectivamente, da aquisição de debêntures pela própria emissora e das assembleias de debenturistas¹⁰⁹.

A Lei nº 14.193/2021 veda expressamente a recompra de debêntures-fut pela própria SAF, bem como sua liquidação antecipada por resgate ou pré-pagamento, salvo se houver regulamentação específica da CVM nesse sentido¹¹⁰. No entanto, a CVM entende que, por analogia com as regras aplicáveis às debêntures comuns, as SAFs já podem recomprar debêntures-fut ofertadas publicamente, desde que observem integralmente a Resolução CVM 77, porém essa autorização não se estende à liquidação antecipada, que permanece vedada até a edição de norma específica pela CVM¹¹¹.

Reforça-se que, como visto anteriormente, é permitido que sociedades anônimas não registradas na CVM como emissores de valores mobiliários possam realizar ofertas públicas de títulos de dívida, inclusive de debêntures-fut, no âmbito das SAFs, desde que direcionadas exclusivamente a investidores profissionais. Nessas hipóteses, não se exige o cumprimento das obrigações de registro e divulgação usuais, restringindo-se a negociação dos títulos ao referido grupo de investidores, conforme a definição contida no art. 11 da Resolução CVM 30¹¹².

¹⁰⁷ CARREIRA, João Paulo. As debêntures-fut no âmbito da Lei nº 14.193/21. In: SOUZA, Gustavo Lopes Pires de; RAMALHO, Carlos Santiago da (Org.). **Sociedade Anônima do Futebol: Primeiras Linhas**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 126.

¹⁰⁸ Ibidem. p. 126-127.

¹⁰⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. p. 14. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 23 mar. 2025.

¹¹⁰ Ibidem, p. 14-15.

¹¹¹ Ibidem, p. 14.

¹¹² Art. 11. São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente,

Ainda, a emissão de debêntures deve obrigatoriamente satisfazer os requisitos previstos no art. 62 da Lei nº 6.404/1976, sendo que, caso haja infração ao citado dispositivo, os administradores da companhia responderão pelas perdas e danos causados à companhia ou a terceiros, conforme previsão do art. 62, § 1º, da Lei nº 6.404/1976.

3.4 As razões do veto ao art. 27 da Lei nº 14.193/2021

Ao analisar a Lei nº 14.193/2021, é possível perceber que o seu art. 27 encontra-se vetado. O referido dispositivo¹¹³ dispunha que a SAF poderia emitir, além da debênture-fut, quaisquer outros títulos ou valores mobiliários, conforme a Lei nº 6.404/1976 ou segundo regulamentação da CVM, independentemente de serem ou não criados especificamente para o desenvolvimento da atividade futebolística.

A finalidade era apenas esclarecer que, além da debênture-fut, a SAF teria legitimidade para emitir outros valores mobiliários permitidos às sociedades anônimas em geral, nos termos da Lei nº 6.404/1976 ou da regulação da CVM, independentemente de terem sido concebidos exclusivamente para a SAF, desde que estivessem disponíveis, em tese, para qualquer sociedade anônima, sendo que a única limitação residiria na especificidade que fundamenta a criação de determinado valor mobiliário, como atividade desenvolvida, a natureza do emissor ou qualquer outro elemento dos quais a SAF não participe¹¹⁴.

No entanto, a Mensagem nº 388, que acompanhou os vetos presidenciais ao Projeto de Lei nº 5.516/2019, justificou o veto ao artigo 27 sob o argumento de que a sua manutenção geraria insegurança jurídica, ao permitir a interpretação de que qualquer título previsto, presente ou futuramente, na Lei nº 6.404/1976 ou em regulamentação da CVM poderia ser emitido pelas SAFs, sem qualquer limitação¹¹⁵.

atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e VIII – investidores não residentes; e IX – fundos patrimoniais.

¹¹³ A Sociedade Anônima do Futebol poderá emitir, além da debênture prevista nesta Seção, qualquer outro título ou valor mobiliário, na forma da Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976, ou conforme regulação da Comissão de Valores Mobiliários, criado especificamente para desenvolvimento da atividade futebolística ou não.

¹¹⁴ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 256.

¹¹⁵ *Ibidem*, p. 256-257.

Esse raciocínio, contudo, é “falacioso”¹¹⁶. A afirmação de que a SAF pode emitir outros valores mobiliários além da debênture-fut não equivale a uma autorização irrestrita para emitir títulos concebidos exclusivamente para emissores com características que a ela não possui, entendimento reforçado pela Mensagem nº 388, que admite, implicitamente, a impossibilidade de acesso da SAF a determinados títulos, como os reservados a instituições financeiras, por não preencher os requisitos legais, restando-lhe, contudo, plena autorização para emitir e captar instrumentos disponíveis no mercado, inclusive a debênture “tradicional”¹¹⁷.

Abaixo, serão analisadas as emissões do Atlético Mineiro SAF e do Cuiabá Esporte Clube SAF, as primeiras SAFs a emitirem valores mobiliários no mercado de capitais, em linha com a Resolução CVM 160.

3.5 Atlético Mineiro SAF

Na Assembleia Geral Extraordinária, realizada em 20 de setembro de 2024, foi aprovada a emissão de cento e cinco mil debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, com garantia adicional fidejussória do Atlético Mineiro SAF (“Debêntures do Atlético SAF”), nos termos da Lei nº 6.404/1976¹¹⁸. Na Junta Comercial do Estado de Minas Gerais há o “*Instrumento Particular De Escritura De Emissão De Debêntures Simples, Não Conversíveis Em Ações, Da Espécie Quirografária, Com Garantia Adicional Fidejussória, Da Primeira Emissão De Atlético Mineiro S.A.F.*”¹¹⁹ (“Escritura de Emissão do Atlético SAF”), que embasa a análise que se segue.

Em primeiro plano destaca-se que o Atlético Mineiro é uma sociedade anônima do futebol sem registro de emissor de valores mobiliários perante a CVM, porém, conforme as resoluções da CVM, isso não o impede de emitir debêntures, desde que seja destinada a investidores profissionais, como é o caso.

¹¹⁶ Ibidem, p. 257.

¹¹⁷ Ibidem.

¹¹⁸ Anúncio de início disponível em: <[ANÚNCIO DE INÍCIO R\\$ 105.000.000,00](#)>. Acesso em: 20 abr. 2025.

¹¹⁹ Disponível em: <[Junta Comercial do estado de Minas Gerais - JUCEMG](#)>. Acesso em: 30 mai. 2025.

Conforme cláusulas presentes na Escritura de Emissão do Atlético SAF, as debêntures emitidas terão prazo de vigência de três anos, contados a partir da data de sua emissão, observadas as disposições constantes da Escritura de Emissão do Atlético SAF, e seu vencimento ocorrerá em 25 de setembro de 2027. Na data de emissão, cada debênture será representada por valor nominal unitário de mil reais.

A cláusula 4.1 da Escritura de Emissão do Atlético SAF¹²⁰ detalha o objeto social do Atlético Mineiro SAF, que é deliberadamente abrangente, permitindo que a companhia atue de forma verticalizada e diversificada dentro do ecossistema do futebol. As atividades descritas extrapolam a prática desportiva e abrangem, dentre outras: (a) a formação e negociação de atletas (inclusive direitos econômicos/desportivos); (b) a exploração de propriedade intelectual, como marcas, imagem e licenciamento; (c) a gestão de ativos imobiliários e instalações esportivas; (d) a produção e comercialização de conteúdo digital e direitos de mídia; (e) a promoção de eventos culturais e sociais; e (f) a participação societária em empresas correlatas.

Percebe-se que é um modelo de negócio que visa capturar diversas fontes de receita, ancorado em ativos tangíveis, como imóveis e instalações, e intangíveis, a exemplo da marca, da imagem e da fidelização de torcedores. A abrangência do objeto social está plenamente alinhada à proposta da Lei nº 14.193/2021, que incentiva a transformação da atividade futebolística em um negócio empresarial sustentável e profissionalizado.

No que diz respeito às marcas dos clubes, estas se mostram como um grande ativo financeiro:

¹²⁰ 4.1 Objeto Social da Companhia. A Companhia tem por objeto social a prática do futebol feminino e masculino em competição profissional e não profissional, incluindo as seguintes atividades: (i) fomento e o desenvolvimento de atividades relacionadas com a prática do futebol, nas suas modalidades feminino e masculino; (ii) a formação de atleta profissional de futebol, nas modalidades feminino e masculino, e a obtenção de receitas decorrentes da transação dos seus direitos desportivos; (iii) a exploração, sob qualquer forma, dos direitos de propriedade intelectual de sua titularidade ou de terceiros, dos quais seja cessionária ou detenha direitos, relacionados ao futebol; (iv) a exploração econômica de ativos, inclusive imobiliários, sobre os quais detenha direitos, incluindo, mas não se limitando a, gestão de instalações imobiliárias esportivas próprias, alugadas ou de outra forma utilizadas pela Companhia; (v) a transação, negociação e/ou cessão de direitos referentes a atletas profissionais de futebol; (vi) o comércio de materiais esportivos relacionados ao futebol; (vii) a exploração e a comercialização de direitos de imagem e transmissão de eventos esportivos relacionados ao futebol, em quaisquer mídias ou plataformas; (viii) criação e exploração de conteúdos digitais ligados à atividade de futebol, administração de programa de sócio torcedor ou de fidelidade; (ix) a organização, planejamento, produção, realização, gerenciamento, promoção e contratação eventos, espetáculos e atividades esportivos, sociais ou culturais, com ou sem patrocínio; (x) quaisquer outras atividades conexas ao futebol e ao patrimônio da Companhia; e (xi) a participação em outra sociedade, como sócio ou acionista, no território nacional, cujo objeto seja uma ou mais das atividades mencionadas nos incisos desta Cláusula, com exceção do item (ii) acima.

Ao menos na atualidade, esses símbolos se tornam grandes ativos financeiros e a sua utilização pela própria associação, ou por terceiros de outros variados eixos de mercado, impulsionam a sua visibilidade e atacam o seu consumidor, o torcedor, e refletem, como já evidenciado, em uma fonte de receita significativa que envolve desde o licenciamento de marca para a estampa de produtos variados até contratos de patrocínios. Rememora-se: os torcedores “procuram não apenas a camisa do seu clube, mas toda e qualquer espécie de produto, esportivo ou não, que carregue o distintivo de sua equipe do coração.” É esse fanatismo do torcedor que impulsiona a existência de marcas externas ao mundo futebolístico a quererem se associar a determinado clube de futebol. Ou seja, quando se volta para o segmento mercadológico, o futebol atinge os mais variados nichos: farmacêutico, alimentício, financeiro etc. (RODRIGUES, Ingrid Caroline Grandini. **Reflexos da Lei da Sociedade Anônima do Futebol na proteção dos sinais distintivos dos clubes de futebol**. Dissertação (Mestrado) – Instituto Nacional de Propriedade Industrial, Programa de Pós-Graduação em Propriedade Intelectual e Inovação. Rio de Janeiro, 2024. p. 52.)

Já a cláusula 4.2 da Escritura de Emissão do Atlético SAF¹²¹ determina que os possíveis R\$ 105 milhões captados serão integralmente usados para pagamento e reestruturação de passivos (alongamento do perfil da dívida). Além disso, da Escritura de Emissão do Atlético SAF constam duas cláusulas que estabelecem mecanismos rígidos de prestação de contas que englobam declarações formais anuais ao agente fiduciário, com comprovação documental e obrigação de fornecer documentos adicionais mediante solicitação de autoridades reguladoras. Essa vinculação e fiscalização rigorosa da destinação dos recursos está em consonância com o modelo de governança exigido pelo mercado de capitais, reforçando a credibilidade da SAF. O uso para alongamento do perfil da dívida reflete uma medida de saneamento financeiro, essencial para viabilizar a operação futura da sociedade com menor pressão de curto prazo.

Em relação às características da emissão, é a primeira emissão de debêntures por uma SAF, um marco inaugural no mercado de capitais. Além disso, é de série única, o que facilita a gestão e entendimento do título por parte dos investidores e há a possibilidade de distribuição parcial, aumentando a flexibilidade da oferta. Assim, pode-se afirmar que a primeira emissão tem natureza simbólica e estratégica, em que a SAF, ao adentrar no mercado de valores mobiliários, se posiciona como *player* maduro, comprometido com os padrões de transparência, *compliance* e captação profissional de recursos.

¹²¹ 4.2 Destinação dos Recursos. Os recursos líquidos obtidos pela Companhia com a Emissão serão integralmente utilizados para a quitação das dívidas atuais para alongamento do perfil da dívida com essa emissão. [...]

A cláusula 4.6 da Escritura de Emissão do Atlético SAF¹²² apresenta a figura do fiador, o qual se compromete solidariamente com a companhia emissora em caráter irrevogável e irretratável. Essa fiança é robusta, abarcando renúncia expressa a uma série de benefícios, como os de ordem, conforme dispositivos do CC e do CPC, e estabelece o fiador como codevedor principal e solidário, sem necessidade de execução prévia contra a companhia emissora. A inclusão dessa garantia pessoal forte é um diferencial relevante na operação, pois eleva o grau de segurança jurídica da emissão e reduz o risco percebido pelos investidores, influenciando diretamente na atratividade da debênture.

O Atlético Mineiro SAF divulgou em suas redes sociais¹²³ que arrecadou R\$ 60 milhões com a emissão de debêntures e que esse valor será utilizado integralmente para o reperfilamento de dívidas. Conforme visto na Escritura de Emissão do Atlético SAF, o clube tinha a previsão de arrecadar R\$ 105 milhões, porém, os R\$ 60 milhões arrecadados já constavam no balanço financeiro do Atlético divulgado no início de 2025¹²⁴.

3.6 Cuiabá Esporte Clube SAF

O Cuiabá Esporte Clube SAF (“Cuiabá SAF”) denominou sua escritura de emissão de: *“Instrumento Particular de Escritura da 1ª (Primeira) Emissão de Debêntures-Fut Simples, Não Conversíveis em Ações, em 2 (Duas) Séries, da Espécie Quirografária a ser convolada em Espécie Com Garantia Real e Fidejussória Adicionais, para Distribuição Pública, sob o Rito de Registro Automático, da Cuiabá Esporte Clube – Sociedade Anônima do Futebol”*¹²⁵ (“Escritura de Emissão do Cuiabá SAF”).

¹²² 4.6 Garantia Fidejussória e Solidariedade Passiva. O Fiador, neste ato, se obriga, solidariamente com a Companhia, em caráter irrevogável e irretratável, perante os Debenturistas, como fiador, codevedor solidário, principal pagador e solidariamente (com a Companhia) responsável por todas as Obrigações Garantidas, renunciando expressamente aos benefícios de ordem, direitos e faculdades de exoneração de qualquer natureza previstos nos artigos 333, parágrafo único, 364, 366, 368, 821, 827, 830, 834, 835, 837, 838 e 839 do Código Civil, e dos artigos 130 e 794 do Código de Processo Civil, pelo pagamento integral das Obrigações Garantidas, nas datas previstas nesta Escritura de Emissão, independentemente de notificação, judicial ou extrajudicial, ou qualquer outra medida, observado o disposto na Cláusula 5.13 abaixo (“Fiança”).

¹²³ Disponível em: <https://www.linkedin.com/posts/atleticomineiro_jgpfa-debenture-futebol-activity-7317566055617376256-zrs4?utm_source=share&utm_medium=member_ios&rcm=ACoAADfReGsBapdNdx_bWV2wqi8HIySPNtaouQ>. Acesso em: 18 abr. 2025.

¹²⁴ REZENDE, Laura. Atlético-MG arrecada R\$ 60 milhões em operação no mercado financeiro; saiba o que clube fará com dinheiro. **Globo Esporte (GE)**, 2025. Disponível em: <[Atlético-MG arrecada R\\$ 60 milhões em operação no mercado financeiro; saiba o que clube fará com dinheiro](#)>. Acesso em: 18 abr. 2024.

¹²⁵ Disponível em: <[Junta Comercial do Estado de Mato Grosso | JUCEMAT](#)>. Acesso em: 30 mai. 2025.

Na Assembleia Geral Extraordinária, realizada em 18 de fevereiro de 2025, foi aprovada a emissão de 20.000 (vinte mil) debêntures-fut simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00 (mil reais). Nota-se que, diferentemente do Atlético Mineiro SAF, o Cuiabá SAF denominou suas debêntures como “debêntures-fut”, algo, até então, inédito. Assim, pode-se dizer que o Cuiabá SAF é o pioneiro a emitir, propriamente, debêntures-fut no Brasil.

Importante ressaltar que na cláusula “1. *AUTORIZAÇÕES*”, a redação traz que as condições da oferta pública de distribuição das debêntures-fut, a qual seguiu o rito de registro automático de distribuição, está em conformidade com o art. 59 da Lei nº 6.404/1976 e com o art. 26 da Lei nº 14.193/2021, além de respeitar o disposto na Lei nº 6.385/1976 e na Resolução CVM 160.

Ao passarmos para a cláusula “2. *REQUISITOS*”, há o seguinte item:

2.6.1. Os Investidores Profissionais, ao subscreverem as Debêntures, reconhecem que: (i) foi dispensada divulgação de um prospecto e de lâmina da Oferta, para a realização da Oferta; (ii) a CVM não realizou análise dos documentos da Oferta, nem de seus termos e condições; (iii) existem restrições para a revenda das Debêntures, nos termos desta Escritura e do Capítulo VII da Resolução CVM 160; (iv) efetuaram sua própria análise com relação à qualidade e riscos das Debêntures e capacidade de pagamento da Emissora; (v) optaram por realizar o investimento nas Debêntures exclusivamente com base em informações públicas referentes às Debêntures e a Emissora, conforme o caso e aplicável, incluindo, mas não se limitando, àquelas nesta Escritura; e (vi) têm pleno conhecimento de que não há incorporação por referência nos documentos da Oferta dos fatos relevantes, das demonstrações financeiras e qualquer informação divulgada ao público pela Emissora.

Essa cláusula visa, de certa forma, transferir ao investidor profissional a responsabilidade pela avaliação e decisão do investimento, além de limitar reclamações futuras com base na falta de informações adicionais.

Na parte “3. *CARACTERÍSTICAS GERAIS DA EMISSÃO DAS DEBÊNTURES*”, a cláusula 3.1.1 da Escritura de Emissão do Cuiabá SAF¹²⁶ detalha o objeto social do clube que compreende: (a) preparação de atletas profissionais e amadores, tanto nas modalidades feminina

¹²⁶ 3.1.1. De acordo com o seu Estatuto social, a Emissora tem por objeto social (a) preparação de atletas na modalidade de futebol profissional e amador, feminino e masculino; (b) escolinha de futebol; (c) fomento e desenvolvimento de atividades relacionadas com a prática do futebol, nas modalidades feminino e masculino; (d) organização de espetáculos esportivos, sociais ou culturais; (e) holding de instituições não-financeiras e participação em outra sociedade, como sócia ou acionista, cujo objeto seja conexo ao futebol, nos termos do art. 1º, §2º, da Lei 14.193.

quanto masculina; (b) operação de escolinha de futebol; (c) fomento e desenvolvimento de atividades envolvendo a prática do futebol, nas modalidades feminina e masculina; (d) organização de espetáculos esportivos, sociais ou culturais; e (e) a atuação como holding de instituições não financeiras, bem como a participação, como sócia ou acionista, em outras sociedades cujo objeto social seja conexo ao futebol, nos termos do art. 1º, § 2º da Lei nº 14.193/2021.

Diante disso, percebe-se que, a título de comparação, assim como o Atlético Mineiro SAF, o modelo de negócio do Cuiabá SAF também procura diversificar as fontes de receita. Por outro lado, o Atlético Mineiro SAF deixou de forma expressa em seu objeto social os ativos intangíveis, a exemplo da marca e da imagem.

No que tange à destinação de recursos, a cláusula 3.4.1 da Escritura de Emissão do Cuiabá SAF¹²⁷ dispõe que os recursos líquidos obtidos por meio da emissão das debêntures-fut serão destinados ao desenvolvimento de suas atividades e à quitação de gastos, despesas ou obrigações relacionadas às suas operações típicas, seguindo o que estabelece o art. 26, §1º, da Lei nº 14.193/2021.

Em relação à data de vencimento, as debêntures-fut vencerão em 5 de março de 2027, ou seja, vinte e quatro meses contados da data de emissão, 5 de março de 2025, logo, possuem o prazo de dois anos, em linha com o art. 26, II, da Lei nº 14.193/2021.

Ademais, a cláusula 3.8.3 da Escritura de Emissão do Cuiabá SAF¹²⁸ apresenta a figura do fiador que assume, de forma irrevogável, irretratável e solidária com o Cuiabá SAF, a obrigação de garantir, como fiador e principal pagador, o cumprimento integral das obrigações garantidas, sem benefício de ordem ou divisão, em favor dos debenturistas. Nesse sentido, a fiança, juntamente com o Centro de Treinamento Manoel Dresch, avaliado em R\$ 50

¹²⁷ 3.4.1. Os recursos líquidos captados pela Emissora por meio das Debêntures serão utilizados no desenvolvimento de atividades e no pagamento de gastos, despesas ou dívidas relacionados às atividades típicas da Emissora, em conformidade com o disposto no art. 26, §1º, da Lei no 14.193/21. (“Destinação de Recursos”).

¹²⁸ 3.8.3. O Fiador presta fiança em favor dos Debenturistas, representados pelo Agente Fiduciário, obrigando-se, neste ato, de forma irrevogável, irretratável e solidária, como fiador e principal pagador, sem qualquer divisão, pelo fiel e integral pagamento das Obrigações Garantidas (“Fiança” e, em conjunto com a Alienação Fiduciária, as “Garantias”). O Fiador declara-se, em caráter irrevogável e irretratável, fiador e principal pagador, de forma solidária com a Emissora, das Obrigações Garantidas, independentemente de outras garantias contratuais que possam vir a ser constituídas pela Emissora no âmbito da Emissão.

milhões¹²⁹, compõem as garantias da emissão. Ressalta-se que, de forma semelhante ao que ocorreu com a emissão de Debêntures do Atlético SAF, o fiador renuncia expressamente a uma série de benefícios, como os de ordem, conforme dispositivos do CC e do CPC.

Em linha com o art. 26, IV, da Lei nº 14.193/2021, a remuneração das debêntures-fut será paga mensalmente, conforme dispõem as cláusulas 3.9.2 e 3.9.5 da Escritura de Emissão do Cuiabá SAF:

3.9.2. A Remuneração das Debêntures da 1ª Série será paga mensalmente, sendo o primeiro pagamento devido em 05 de abril de 2025 e o último na Data de Vencimento (cada uma dessas datas, uma “Data de Pagamento de Remuneração – 1ª Série”), e será calculada de forma exponencial e cumulativa *pro rata temporis* por Dias Úteis decorridos, durante o respectivo Período de Capitalização, desde a primeira Data de Integralização – 1ª Série (“Data de Início da Rentabilidade”) ou a Data de Pagamento de Remuneração – 1ª Série imediatamente anterior (inclusive), [...]

3.9.5. Observado o disposto na Cláusula 3.13, a Remuneração das Debêntures da 2ª Série será paga mensalmente, sendo o primeiro pagamento devido em 05 de abril de 2025 e o último na Data de Vencimento (cada uma dessas datas, uma “Data de Pagamento de Remuneração – 2ª Série”) e, em conjunto com Data de Pagamento de Remuneração – 1ª Série, “Datas de Pagamento da Remuneração”), e será calculada de forma exponencial e cumulativa *pro rata temporis* por Dias Úteis decorridos, calculado durante o respectivo Período de Capitalização, desde a Data de Início da Rentabilidade das Debêntures da 2ª Série ou a Data de Pagamento de Remuneração – 2ª Série imediatamente anterior (inclusive), [...]

Diferentemente da Escritura de Emissão do Atlético SAF, faz-se necessário destacar que na Escritura de Emissão do Cuiabá SAF consta o Anexo III, o qual dispõe sobre os fatores de risco relacionados à oferta, conforme cláusula 11 da Escritura de Emissão do Cuiabá SAF:

11. DOS FATORES DE RISCO

11.1. O Investimento nas Debêntures por meio da Oferta envolve uma série de riscos que devem ser previamente avaliados pelos subscritores, dentro os quais se destacam (mas não se limitam) aqueles previstos no Anexo III à presente Escritura de Emissão (Fatores de Risco Relacionados à Oferta e às Debêntures); recomendando-se a leitura cuidadosa dos mesmos antes de subscrever as Debêntures.

Dentre os fatores de risco presentes na Escritura de Emissão do Cuiabá SAF, chamam atenção os seguintes: (a) a área da atuação da companhia; (b) a emissão de debêntures-fut e seu histórico recente; e (c) eventuais matérias vinculadas na mídia com informações equivocadas

¹²⁹ CUIABÁ estrutura debênture de R\$ 20 milhões e se torna segundo clube do Brasil no mercado de capitais. **Globo Esporte (GE)**, 2025. Disponível em: <[Cuiabá estrutura debênture de R\\$ 20 milhões e se torna segundo clube do Brasil no mercado de capitais](#)>. Acesso em: 21 abr. 2025.

ou imprecisas sobre a oferta ou a companhia que poderão suscitar dúvidas por parte de instituições como CVM e B3 e também de investidores.

O primeiro ponto listado na parágrafo anterior dispõe sobre a atuação da companhia, estruturada como SAF:

Área de atuação da Companhia. A Companhia é Sociedade Anônima do Futebol e parte relevante de suas receitas estão diretamente relacionadas ao desempenho desportivo da equipe de futebol profissional. Nesse sentido, um desempenho abaixo do esperado poderá gerar fatores adversos no recebimento de receitas relevantes para as atividades da Companhia, tais como verbas de direitos de transmissão, quotas de participação em campeonatos etc.; afetando diretamente a capacidade da Companhia em honrar com as obrigações aqui assumidas.

Percebe-se que a área de atuação está intrinsecamente vinculada ao desempenho esportivo de sua equipe profissional. Assim, o que fator de risco expõe é que uma performance abaixo do esperado compromete receitas essenciais – como direitos de transmissão e quotas de participação – impactando negativamente sua capacidade de adimplir as obrigações assumidas.

Tal disposição traduz, de forma clara, a natureza volátil e incerta das receitas das SAFs, cuja sustentabilidade está fortemente condicionada à performance em campo. A dependência da performance esportiva para geração de receitas introduz um grau de incerteza próprio do cenário do futebol, sendo que uma sequência de resultados negativos, como a perda de posição em competições relevantes ou, mais drasticamente, o rebaixamento a uma divisão inferior tem efeito direto e imediato sobre a estrutura financeira da SAF. Esse cenário compromete não apenas o fluxo de caixa, mas também sua imagem institucional e capacidade de atrair patrocinadores, investidores e público.

É importante mencionar que essa cláusula também lança luz sobre a dificuldade de aplicação de métricas tradicionais de *valuation* e análise de risco no contexto do futebol. Ao contrário de empresas com receitas previsíveis, as SAFs operam em um ambiente de elevada variabilidade e baixa previsibilidade, o que torna a gestão do risco operacional e financeiro significativamente mais complexa.

O segundo ponto dos fatores de risco que serão abordados no presente trabalho versa sobre a emissão das debêntures-fut e seu histórico recente:

Emissão de Debêntures-Fut e Histórico Recente. A legislação aplicável à emissão das Debêntures é recente e está sujeita a alterações. Tais eventos poderão impactar de maneira adversa o valor das Debêntures. Ademais, a aplicação de leis existentes e a interpretação de novas leis poderão impactar os resultados dos subscritores. Destaca-se, ainda, que se trata de legislação recente e não há conhecimento da Companhia ou do Coordenador Líder de outra emissão e oferta pública de Debêntures-Fut no mercado, havendo maior probabilidade de análise pelos órgãos competentes. Ainda, em razão da gradativa consolidação da legislação aplicável às Sociedades Anônimas do Futebol há pouca previsibilidade quanto à sua aplicação e interpretação ou a eventuais divergências quanto ao disposto na legislação e nos normativos aplicáveis à emissão das debêntures e Oferta Pública de Valores Mobiliários, assim como quanto a suas estruturas pelos Investidores, pelo mercado e pelo Judiciário. Dessa forma, por ser recente no Brasil, ainda não se encontra totalmente regulamentado e com jurisprudência pacífica, podendo ocorrer situações em que ainda não existam regras que o direcionem, gerando assim um risco de insegurança jurídica aos Titulares de Debêntures, uma vez que o Poder Judiciário poderá, ao analisar a Oferta e as Debêntures e interpretar as normas que regem o assunto, proferir decisões desfavoráveis aos interesses dos debenturistas.

Esse fator de risco aponta que a emissão de debêntures-fut é regulada por legislação recente e em constante evolução, o que acarreta incertezas quanto à aplicação e interpretação da norma. A ausência de precedentes consolidados e da jurisprudência pacífica sobre o tema amplifica o risco de insegurança jurídica, podendo resultar em decisões judiciais desfavoráveis aos interesses dos debenturistas. Tal cenário se agrava pela falta de outras ofertas públicas similares no mercado, o que torna a emissão mais suscetível à análise e intervenção de órgãos reguladores.

Essa cláusula espelha com fidelidade o estágio embrionário da regulação das debêntures-fut e das SAFs como um todo. Sua presença não é apenas justificável, mas imprescindível, dada a natureza recente da legislação aplicável às debêntures-fut. Pode-se afirmar que a referida cláusula funciona como uma cláusula de advertência regulatória, explicitando aos investidores os riscos associados à ausência de consolidação legislativa, à imprevisibilidade interpretativa e à carência de precedentes jurisprudenciais no Brasil. A própria cláusula reconhece que a oferta analisada é pioneira no mercado, fato que intensifica a possibilidade de uma fiscalização mais rigorosa pelos órgãos reguladores.

Agora, sobre o terceiro ponto abordado, o caráter público da oferta, a partir do anúncio de seu início, expõe a companhia e a operação a eventuais matérias jornalísticas com informações inexatas:

Eventuais matérias veiculadas na mídia com informações equivocadas ou imprecisas sobre a Oferta ou a Companhia poderão gerar questionamentos por parte da CVM, B3 e de potenciais investidores da Oferta, o que poderá impactar

negativamente a Oferta. A Oferta e suas condições, passarão a ser de conhecimento público após a disponibilização do Anúncio de Início da Oferta. A partir deste momento e até a disponibilização do Anúncio de Encerramento, poderão ser veiculadas matérias contendo informações equivocadas ou imprecisas sobre a Oferta, a Companhia ou o Intermediário Líder e/ou os respectivos representantes de cada uma das entidades mencionadas. Eventuais notícias sobre a Oferta poderão conter informações que não foram fornecidas ou que não contaram com a revisão da Companhia ou dos Coordenadores. Assim, caso haja informações equivocadas ou imprecisas sobre a Oferta divulgadas na mídia ou, ainda, caso sejam veiculadas notícias com dados que não constam da Escritura de Emissão, a CVM, a B3 ou potenciais investidores poderão questionar o conteúdo de tais matérias, o que poderá afetar negativamente a tomada de decisão de investimento pelos potenciais investidores podendo resultar, ainda, a exclusivo critério da CVM, na suspensão da Oferta, com a consequente alteração do seu cronograma, ou no seu cancelamento.

A divulgação de dados não validados poderá suscitar questionamentos por parte da CVM, da B3 ou de investidores, afetando a percepção de risco da operação. Esses fatores podem não apenas influenciar negativamente a decisão de investimento, mas também ensejar, a critério exclusivo da CVM, a suspensão ou até o cancelamento da oferta.

Dessa forma, extrai-se que o contexto descrito acima evidencia a complexidade e os riscos associados à emissão de debêntures-fut, exigindo atenção especial dos investidores quanto à segurança jurídica e à estabilidade normativa do setor. De certa forma, os três fatores de risco analisados cumprem uma função fundamental de transparência e alocação de risco ao explicitar os riscos envolvidos, respeitando o princípio do *full and fair disclosure*¹³⁰ e reforçando a proteção do investidor e a boa-fé na relação entre a emissora e o mercado.

O princípio do *disclosure* está consagrado em diversos dispositivos da Lei nº 6.385/1976, notadamente nos arts. 4º, VI; 8º, III; 19; 20 e 22, § 1º. Esses dispositivos conferem à CVM competência para fiscalizar a divulgação de informações no mercado de capitais e regulamentar aspectos como a periodicidade e o conteúdo das informações prestadas por companhias abertas, os relatórios da administração, os padrões contábeis, os pareceres de auditores independentes e a divulgação de decisões societárias relevantes¹³¹.

¹³⁰ Sobre o *disclosure*: “A filosofia do *disclosure* foi adotada pelos norte-americanos, em 1934, com a criação da *Securities and Exchange Commission* - SEC e a edição do *Securities Act* [...]. Desde então, a filosofia do *disclosure*, de se levar ao conhecimento do público todos os fatos relevantes relacionados aos negócios da empresa, foi se impondo como uma regra fundamental para a segurança e bom funcionamento do mercado de capitais. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 173)”.

¹³¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 623.

Por conseguinte, o princípio do *disclosure* parte da premissa de que, ao receber informações relevantes e adequadas sobre a companhia e seus títulos emitidos, o investidor é capaz de avaliar a qualidade dos papéis e os méritos do empreendimento¹³². Dessa forma, a proteção do investidor no mercado de capitais está diretamente ligada à transparência e à plena divulgação das informações pelas companhias com valores mobiliários negociados publicamente¹³³.

Ao analisar os fatores de risco, surge o questionamento se essas informações apresentadas são claras o suficiente para deixar o investidor mais seguro acerca dos riscos envolvidos. No capítulo abaixo serão abordados mecanismos de proteção ao torcedor-investidor e os desafios enfrentados na tomada de decisão.

¹³² Ibidem.

¹³³ Ibidem.

4 DO TORCEDOR-INVESTIDOR

Neste último capítulo, abordaremos três mecanismos de proteção ao torcedor-investidor: a publicidade da oferta pública de debêntures-fut, as regras de *suitability* e a educação financeira.

4.1 O produto futebol

O futebol deixou de ser uma atividade meramente lúdica e passou a configurar uma indústria robusta, na qual os seus partícipes exercem atividade econômica com foco na distribuição de lucros ou no reinvestimento voltado à prática e à comunidade¹³⁴.

A entrada do fundo Treecorp na SAF do Coritiba, com aquisição de 90% de participação e avaliação em R\$ 1,3 bilhão, e a proposta da Hi.Pe Capital à SAF do América-RN, inserem os clubes na categoria de ativos financeiros negociáveis, ampliando sua atratividade como opção de diversificação de portfólio, contudo, esses investimentos envolvem riscos significativos, como a dependência do desempenho esportivo, altos custos operacionais, dificuldades de reestruturação de passivos e a instabilidade de receitas, agravada por fatores como o risco de rebaixamento e a volatilidade da bilheteria¹³⁵. Esses fatores podem acarretar em descumprimentos contratuais e, em alguns casos, a saída é acionar a Câmara Nacional de Resolução de Disputas (CNRD)¹³⁶.

Nesse contexto, destaca-se a importância de gestores capacitados e experientes para atuar no setor do futebol, o que ainda representa um desafio no cenário brasileiro, dada a falta de renovação nos quadros dirigentes e a escassez de profissionais qualificados, motivos que

¹³⁴ FACHADA, Rafael Terreiro. **O exercício da tutela arbitral pela Câmara Nacional de Resolução de Disputas no futebol associado**. Tese (Doutorado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito. São Paulo, 2023. p. 40.

¹³⁵ GRAFIETTI, Cesar. Torcedor-investidor: uma oportunidade ainda distante. **Inteligência Financeira**, 2023. Disponível em: <[Torcedor-investidor: uma oportunidade ainda distante](#)>. Acesso em: 20 abr. 2025.

¹³⁶ Sobre a CNRD: “Os jurisdicionados da CNRD – federações, ligas, clubes, atletas, treinadores, membros da comissão técnica e intermediários registrados na CBF – ao se vincularem às entidades de administração do desporto, passam a integrar um sistema associativo regido por normas nacionais e internacionais que devem ser respeitadas, conforme estabelece o Art. 1º da Lei nº 9.615/1998. Nessa linha, a CNRD é um órgão previsto no Estatuto da CBF com atribuição para atuar na resolução dos litígios dos entes do futebol brasileiro, inserida nesse âmbito associativo. Por tal razão, uma vez previsto em seu Regulamento, a CNRD pode aplicar sanções aos seus jurisdicionados, respeitando os limites internos desse sistema administrativo. (SILVA, Raquel; BASTOS, Amanda; PENNA, Maria Eduarda. A aplicação de sanções na Câmara Nacional de Resolução de Disputas. *Revista da Sociedade Brasileira de Direito Desportivo*, 2020. p. 61.)”.

dificultam a profissionalização da gestão e tornam o ambiente menos atrativo e mais arriscado para investidores, especialmente aqueles com pouca familiaridade com o setor¹³⁷.

Assim, decorridos três anos da vigência da Lei nº 14.193/2021, observa-se que o perfil dos investidores envolvidos nas operações com SAFs é heterogêneo, refletindo finalidades distintas¹³⁸. Identificam-se, no mercado de investimentos em futebol, grupos estrangeiros com experiência em esporte e entretenimento que buscam sinergias na gestão de múltiplos clubes internacionais; investidores focados na formação e transferência de talentos; fundos de *private equity* voltados à reestruturação de clubes financeiramente fragilizados com vistas à posterior alienação dos ativos; bem como agentes motivados por razões afetivas, como a paixão clubística, entre outras finalidades específicas¹³⁹.

Independentemente do objetivo que move o investimento, destaca-se como elemento comum a busca pela capacidade de direcionar, de forma estável e permanente, as atividades relacionadas ao futebol, afastando-se das instabilidades típicas das estruturas decisórias associativas, marcadas por frequentes divisões políticas, fator que apresenta relevância singular no planejamento das relações societárias no âmbito das SAFs, dado que investidores e associações podem adotar racionalidades divergentes quanto aos rumos estratégicos e administrativos de um clube de futebol¹⁴⁰.

Os clubes de futebol congregam uma variedade de *stakeholders* – pessoas naturais ou jurídicas detentoras de interesses distintos, muitas vezes conflitantes, em relação à entidade – como: (a) as federações, que buscam o cumprimento das normas e regulamentos; (b) os dirigentes, que almejam prestígio, poder e, quando profissionais, benefícios financeiros; (c) os torcedores, que exigem desempenho esportivo, transparência administrativa e diálogo institucional; (d) os associados, que pleiteiam a manutenção e melhoria da sede social; (e) os empregados – incluindo atletas e comissão técnica –, que esperam salários pontuais e um

¹³⁷ GRAFIETTI, Cesar. Torcedor-investidor: uma oportunidade ainda distante. **Inteligência Financeira**, 2023. Disponível em: <[Torcedor-investidor: uma oportunidade ainda distante](#)>. Acesso em: 20 abr. 2025.

¹³⁸ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; BUTRUCÉ, Vitor; BARBOSA, Matheus Ricardo Gonçalves. A escolha dos meios de solução de disputas na criação das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFS): considerações sobre a evolução dos marcos regulatórios, as racionalidades do clube-associação e do investidor, os limites da jurisdição esportiva e o papel da arbitragem societária. In: SETOGUTI J. PEREIRA, Guilherme; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Direito do futebol: operações, mercado, contencioso e arbitragem**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2025. p. 176.

¹³⁹ Ibidem.

¹⁴⁰ Ibidem.

ambiente de trabalho adequado; (f) os patrocinadores, interessados no retorno de seus investimentos; (g) os fornecedores, que almejam o adimplemento das obrigações contratuais; (h) os investidores, que visam lucro e segurança para o investimento; (i) os credores, que esperam o recebimento da dívida original acrescida de juros; (j) a imprensa, que busca acesso à informação e condições adequadas para o exercício de suas atividades; (k) o governo, que visa a arrecadação tributária, a promoção do emprego e a oferta de entretenimento social; e, por fim, (l) a comunidade, que demanda programas de responsabilidade social, sustentabilidade e envolvimento socioambiental¹⁴¹.

É possível que uma mesma pessoa acumule diferentes funções enquanto *stakeholder* da organização, como ocorre, por exemplo, com dirigentes – geralmente torcedores do clube, sobretudo quando exercem o cargo de forma voluntária – sendo possível ainda a sobreposição de papéis como dirigente e credor, situação em que, embora a concessão de empréstimos ao próprio clube não seja a prática mais recomendável sob a ótica da governança, não se revela incomum¹⁴².

Dessa forma, a gestão dos clubes de futebol é marcada por elevada complexidade, em razão da multiplicidade de interesses envolvidos e da dificuldade de atender simultaneamente às expectativas de torcedores, que podem demandar a contratação de reforços; de acionistas, que eventualmente priorizam a distribuição de dividendos; e da comunidade local, que pode reivindicar investimentos em programas sociais ou infraestrutura, como a construção de estacionamento, de modo que qualquer decisão administrativa tende a gerar críticas por parte do interesse frustrado, tornando essencial o equilíbrio entre desempenho esportivo e solidez financeira, já que, ao contrário de outras atividades econômicas pautadas pela maximização do lucro, o futebol exige a harmonização entre objetivos econômicos, sociais e esportivos¹⁴³.

4.2 O *suitability*

A heterogeneidade entre os investidores – quanto a objetivos, situação financeira, tolerância ao risco e grau de conhecimento – impõe a necessidade de personalização na tomada

¹⁴¹ FILHO, Álvaro Melo; SANTORO, Luiz Felipe. **Direito do Futebol – Marcos Jurídicos e Linhas Mestras**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 96.

¹⁴² Ibidem.

¹⁴³ Ibidem, p. 97.

de decisões financeiras, pois, enquanto alguns priorizam a aposentadoria e outros buscam metas de curto prazo, como viagens ou aquisição de bens, o impacto de um mesmo valor pode variar conforme o patrimônio individual, refletindo-se também na disposição ao risco, com investidores arrojados aceitando maior volatilidade em troca de retornos superiores, ao passo que os conservadores buscam minimizar perdas, além da variação no nível de compreensão sobre os riscos das operações financeiras¹⁴⁴.

Diante desse cenário, torna-se essencial que produtos, serviços e estratégias estejam alinhados ao perfil de cada investidor, entendido de forma abrangente como a combinação de seus objetivos, situação financeira e conhecimento. A inadequação entre perfil e investimento pode comprometer a realização de metas pessoais e gerar perdas desproporcionais à capacidade ou disposição do investidor para assumi-las¹⁴⁵. Esse processo de compatibilização é conhecido como *suitability*.

O *suitability* é a “ideia de que os produtos de investimentos devem estar adequados ao perfil de risco e aos objetivos de cada investidor.”¹⁴⁶. Ademais, o *suitability* pode ser definido também como “o dever, que se aplica a todos os intermediários e aqueles que atuam na cadeia de distribuição de valores mobiliário, de se certificar de que o produto oferecido é adequado ao perfil do investidor”¹⁴⁷.

Nesse sentido, no Parecer nº 41, a CVM faz um adendo:

Conforme exposto anteriormente, a CVM enxerga as SAF como trilha para democratização do mercado de capitais, com aumento do número de investidores, de diferentes perfis. Todavia, a regulamentação da CVM está em constante evolução, inclusive sempre sopesando diversas questões relacionadas: (i) à proteção dos investidores; (ii) à garantia de um mercado equitativo, eficiente e transparente; e (iii) **aos parâmetros de adequação dos produtos ao perfil de risco do investidor (*suitability*)**. (grifos nossos) (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. p. 21. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.)

¹⁴⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Guia CVM Suitability: Dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do investidor**. Rio de Janeiro, 2022. p. 6. Disponível em: <[GUIA CVM SUIABILITY](#)>. Acesso em: 21 abr. 2025.

¹⁴⁵ Ibidem.

¹⁴⁶ ENTENDA o suitability. **Portal do Investidor**, 2022. Disponível em: <[Entenda o suitability - Portal do Investidor](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

¹⁴⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. p. 41. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

No que tange à regulação para a proteção dos investidores, a Resolução CVM 30 é a norma que impõe o dever de verificar a adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, exigindo, para tanto, etapas como a identificação e atualização do perfil, a compatibilização com os produtos oferecidos, a detecção de inconsistências e a adoção das providências necessárias para a correção dessas incongruências.

O art. 2º da Resolução CVM 30 destaca que as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários devem observar o perfil do cliente ao recomendar produtos, realizar operações ou prestar de serviços. Nesse contexto, o “*Guia CVM Suitability: Dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do investidor*”¹⁴⁸ (“Guia”), destaca que a identificação do perfil do investidor constitui a etapa inicial e essencial no processo de verificação da adequação de produtos, serviços e operações ao cliente¹⁴⁹.

Essa análise deve considerar alguns fatores, como o horizonte de investimento pretendido, a tolerância ao risco, os objetivos da aplicação, as receitas regulares e o patrimônio do investidor, bem como sua familiaridade com os produtos financeiros, o histórico de operações no mercado de valores mobiliários, e, no caso de pessoa física, sua formação acadêmica e experiência profissional¹⁵⁰.

Na prática, esse diagnóstico é realizado por meio de preenchimento de um formulário, cujas respostas permitem às instituições classificarem o investidor em categorias de risco predefinidas¹⁵¹. No contexto da autorregulação da ANBIMA, as instituições aderentes devem seguir as diretrizes de seu Código de Distribuição¹⁵², adotando, obrigatoriamente, ao menos três perfis: o conservador, que prioriza liquidez e apresenta baixa tolerância ao risco; o moderado, voltado à preservação do capital no longo prazo com média tolerância ao risco; e o arrojado, que aceita maior exposição ao risco em troca de retornos potencialmente mais elevados¹⁵³.

¹⁴⁸ Disponível em: <[GUIA CVM SUITABILITY](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

¹⁴⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Guia CVM Suitability: Dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do investidor**. Rio de Janeiro, 2022. p. 7. Disponível em: <[GUIA CVM SUITABILITY](#)>. Acesso em: 21 abr. 2025.

¹⁵⁰ Ibidem.

¹⁵¹ Ibidem.

¹⁵² Disponível em <[Distribuição de Produtos de Investimento](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

¹⁵³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Guia CVM Suitability: Dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do investidor**. Rio de Janeiro, 2022. p. 7. Disponível em: <[GUIA CVM SUITABILITY](#)>. Acesso em: 21 abr. 2025.

Ainda, investidores que manifestam aversão ao risco e necessidade de liquidez devem ser enquadrados no perfil mais conservador, independentemente de outras respostas fornecidas, sendo que qualquer recomendação de investimento que desconsidere ou contrarie o perfil identificado pode configurar irregularidade¹⁵⁴.

O Guia orienta que o investidor deve colaborar ativamente no processo, fornecendo informações verdadeiras e completas, sem buscar alterar seu perfil apenas para acessar determinados produtos e, embora não exista impedimento para que um investidor realize operações incompatíveis com seu perfil, o intermediário deve alertá-lo formalmente sobre os riscos envolvidos, exigindo, nesses casos, a assinatura de declaração de ciência e responsabilidade, a fim de resguardar ambas as partes quanto a eventuais prejuízos¹⁵⁵. Dessa forma, a regulação não se restringe às escolhas do investidor, mas exige transparência e responsabilidade na tomada de decisão¹⁵⁶.

Em relação a essa questão, o Guia traz à tona o seguinte caso a ser analisado:

A esse respeito, cabe apresentar um exemplo em que um investidor apresentou reclamação à CVM em face da instituição pela qual operava, alegando que o assessor havia lhe recomendado uma operação para “proteção” de sua carteira de ações, por meio de opções. Com base nas gravações telefônicas e documentos apresentados pela instituição, constatou-se que, de fato, o assessor havia recomendado ao investidor operações estruturadas com opções, e posterior rolagem. Ainda com base nos documentos e informações apresentados pela instituição, constatou-se que o investidor não possuía, à época das recomendações realizadas, perfil de investidor identificado pela instituição que atendesse aos requisitos mínimos exigidos pela regulamentação da CVM. Além disso, foi identificado que no Procedimento de Suitability da instituição, à época, havia permissão para que os clientes que não concordassem com o perfil indicado, pudessem escolher outro, em desacordo com a regulamentação vigente. A CVM então, com o objetivo de preservar a integridade, a transparência e a confiabilidade que devem reger o mercado de valores mobiliários, e independentemente de outras providências eventualmente cabíveis, enviou ofício de alerta à instituição, exigindo a edição de nova versão do Procedimento de Suitability, com as correções necessárias. Em resposta, a instituição encaminhou nova versão de sua Política de Suitability, com as correções implementadas para garantir o pleno atendimento ao exigido na regulamentação. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Guia CVM Suitability: Dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do investidor**. Rio de Janeiro, 2022. p. 8. Disponível em: <[GUIA CVM SUITABILITY](#)>. Acesso em: 21 abr. 2025.)

O caso analisado evidencia a relevância da adequada aplicação das normas de suitability no mercado de capitais, ao relatar a reclamação de um investidor à CVM contra a instituição

¹⁵⁴ Ibidem.

¹⁵⁵ Ibidem, p. 8.

¹⁵⁶ Ibidem, p. 7.

financeira que recomendou, por meio de assessor, uma operação com opções para “proteger” sua carteira de ações, apesar de o cliente não possuir perfil compatível com esse tipo de produto. Verificou-se, ainda, que a instituição permitia a alteração indevida do perfil dos clientes, o que levou a CVM a emitir ofício de alerta e exigir a reformulação do Procedimento de *Suitability*, posteriormente corrigido pela instituição, reforçando o dever de assegurar a coerência entre o perfil do investidor e os produtos oferecidos, como medida essencial à proteção do investidor e à integridade do mercado.

Um estudo¹⁵⁷ elaborado pela Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade da CVM (“ASA”), divulgado em 2025, coletou dados de 2015 a 2022, oriundos da atividade de supervisão e sanção da ANBIMA no que tange ao *suitability*¹⁵⁸. A partir desses dados, extrai-se a tabela contida na figura abaixo:

Figura 3- Percentual de apontamentos referentes a supervisão de *suitability* da ANBIMA, por tema

Tipos de irregularidade	2015-2016	2017-2018	2019-2020	2021-2022
Ausência de formalizações (política)	67%	38%	3%	0%
Falha na aplicação do <i>suitability</i>	1%	38%	97%	59%
Falhas na metodologia	32%	24%	0%	41%

Fonte: ANBIMA; CVM (2025)

A primeira linha da tabela refere-se à ausência de formalização documental, aspecto que, à luz da evolução regulatória recente, deixou de representar uma fonte relevante de ineficácia, enquanto a segunda linha aponta falhas processuais na aplicação da metodologia de *suitability*, que ainda representam causa significativa de ineficiência, como nos casos em que o produto recomendado não é compatível com o perfil de risco do cliente, segundo a política da instituição, ou quando não há coleta da assinatura do Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco¹⁵⁹. Sobre o Termo de Ciência de Desenquadramento e Risco:

¹⁵⁷ Disponível em: <[PROCESSO DE ANÁLISE DO PERFIL DO INVESTIDOR \(SUITABILITY\)](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

¹⁵⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo de análise do perfil do investidor (suitability): Uma análise qualitativa e quantitativa da aplicação da Resolução CVM 30**. p. 66. Disponível em: <[PROCESSO DE ANÁLISE DO PERFIL DO INVESTIDOR \(SUITABILITY\)](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

¹⁵⁹ Ibidem, p. 67.

Se o cliente desejar adquirir um produto que esteja fora do seu perfil de enquadramento, ou seja, caso ele queira assumir risco adicional, o art. 7º da RCVM 30 requer que ele declare expressamente, via Termo de Ciência de Risco, que foi alertado e que está ciente da ausência, desatualização ou inadequação de seu perfil. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo de análise do perfil do investidor (suitability): Uma análise qualitativa e quantitativa da aplicação da Resolução CVM 30.** p. 28. Disponível em: <[PROCESSO DE ANÁLISE DO PERFIL DO INVESTIDOR \(SUITABILITY\)](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.)

A terceira linha agrupa deficiências metodológicas na classificação dos perfis de risco, tanto do cliente quanto dos produtos financeiros, aspecto ainda relevante, embora se preveja redução significativa desse tipo de ineficiência com a implementação das Regras e Procedimentos para Distribuição de Produtos da ANBIMA, em especial, destaca-se a contribuição da padronização das classificações de produtos e da possibilidade de definição de limites de risco por produto ou por carteira, conforme proposto¹⁶⁰. No que tange aos casos analisados na terceira linha, explica-se:

A elevação de casos no biênio 2022-2023, mesmo num momento de maior maturidade regulatória e de supervisão autorreguladora, pode ser explicada por alterações no Código de Distribuição, o qual forneceu possibilidade dos intermediários escolherem adequar as recomendações aos clientes pela lógica de produtos isolados (mais simples, porém mais restritiva para o *suitability*) ou por carteira consolidada (mais complexa, porém menos restritiva no que toca o rol de produtos disponibilizados aos clientes). Verificou-se que as instituições de maior porte optaram por migrar para a metodologia de carteira e, num primeiro período de adaptação, houve um aumento das irregularidades detectadas, devido à maior complexidade de fixar e operar a nova metodologia. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo de análise do perfil do investidor (suitability): Uma análise qualitativa e quantitativa da aplicação da Resolução CVM 30.** p. 67. Disponível em: <[PROCESSO DE ANÁLISE DO PERFIL DO INVESTIDOR \(SUITABILITY\)](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.)

Outros problemas relacionados ao *suitability* foram mapeados pelo estudo da ASA, conforme figura abaixo:

¹⁶⁰ Ibidem.

Figura 4- Irregularidades oriundas dos processos públicos de *enforcement* da autorregulação da ANBIMA

Prática	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (ago)	Total
Falha na Metodologia de Classificação do Perfil de Risco dos Clientes		2	7	3		1	13
Falha na Classificação de Risco dos Produtos			5	2	1		8
Recomendação de produto para cliente em desconformidade com perfil ou desatualizado ou inexistente		2	2	2		1	7
Classificação de produtos diferente da recomendada pela ANBIMA			4	2		1	7
Realização de aplicações de clientes com perfil de <i>suitability</i> desatualizado ou desenquadrado	1		1	1			3
Descumprimento do Código de Distribuição da ANBIMA				1		1	2
Total de irregularidades de <i>suitability</i>	1	4	17	13	1	4	40
Intermediários com registro ativo (base cadastral da CVM)	255	255	259	260	267	265	260 (média)
Irregularidades / cem intermediários	0,39	1,57	6,56	5,0	0,38	1,51	2,56 (média)

Fonte: ANBIMA; CVM (2025)

Assim, percebe-se que as causas mais recorrentes para a celebração de Termos de Compromisso referem-se a falhas na metodologia de classificação do perfil de risco dos investidores; à não observância das classificações de produtos conforme a metodologia recomendada pela ANBIMA; e à realização de operações de distribuição incompatíveis com o perfil do cliente¹⁶¹.

Verifica-se, portanto, que a aplicação do *suitability* ainda possui falhas. A dúvida que surge é se somente a exigência de uma declaração expressa de ciência e responsabilidade é o suficiente para proteger o investidor frente à *debênture-fut*, um produto que se mostra complexo. No cenário de investimentos no futebol, o *suitability* atua não apenas como mera exigência normativa, mas como instrumento de equilíbrio entre o entusiasmo e a racionalidade do torcedor-investidor, promovendo decisões mais informadas, conscientes e alinhadas à estrutura de risco de cada produto ofertado.

A seguir, veremos a importância de uma publicidade clara da oferta e dos alertas pelas instituições e assessores financeiros na tomada de decisão pelo torcedor-investidor ao investir em produtos ofertados pelas SAFs.

¹⁶¹ Ibidem, p. 69-70.

4.3 O torcedor-investidor

Conforme relatado no presente trabalho, atualmente todas as SAFs são companhias fechadas, portanto, não possuem ações listadas na bolsa de valores, o que não impede a emissão de debêntures-fut. O público-alvo das emissões realizadas por Atlético Mineiro SAF e Cuiabá SAF se restringiu aos investidores profissionais, uma vez que ambos os clubes não são registrados como emissores na CVM.

Em matéria publicada em fevereiro de 2023 pelo portal B3 Bora Investir¹⁶², especialistas em negócios na área esportiva afirmaram, de modo geral, que o Brasil é atrativo para investidores, ainda mais porque é um país conhecido por revelar bons atletas, e que existem clubes brasileiros que caminham para um IPO, apesar de ser um procedimento custoso e que exige uma grande cobrança em relação à gestão financeira, governança e transparência da instituição.

Imaginando um cenário futuro, no qual uma SAF se registre na CVM e queira realizar uma oferta pública de debêntures-fut destinada a investidores em geral, não somente a investidores profissionais, surgem questionamentos que envolvem o risco de se fazer esse investimento. Sobre essa possibilidade, Paulo Roberto Bastos Pedro comenta:

Isso [a abertura para pessoas físicas ‘comuns’] é possível de acontecer no futuro. O mercado de capitais representa a captação popular de recursos, hoje temos grandes companhias com 300, 400 mil acionistas. Creio que os clubes podem sim se utilizar dessa possibilidade, mas isso tem que ser bem estruturado. (BOLDRINI, Gustavo. Conheça as debêntures-fut, nova forma de captação de recursos por times de futebol. *InvesTalk*, 2024. Disponível em: <[Conheça as debêntures-fut, nova forma de captação de recursos por times de futebol](#)>. Acesso em: 27 abr. 2025.)

Paulo ainda afirma que “o fato de a debênture-fut ter como base mínima o rendimento da poupança mostra que se trata de um título que é destinado ‘a quem ama o clube e quer investir’, sem ser necessariamente um investimento buscando obter altos retornos”¹⁶³.

¹⁶² SANTOS, João Paulo. Times de futebol em bolsa: como é o setor e perspectivas para o Brasil? *Bora Investir*, 2023. Disponível em: <[Times de Futebol Brasileiros na Bolsa de Valores | B3](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

¹⁶³ BOLDRINI, Gustavo. Conheça as debêntures-fut, nova forma de captação de recursos por times de futebol. *InvesTalk*, 2024. Disponível em: <[Conheça as debêntures-fut, nova forma de captação de recursos por times de futebol](#)>. Acesso em: 27 abr. 2025.

Ademais, a emissão de debêntures-fut destinada a pessoas físicas, de acordo com Pedro Felipe de Matos Moraes, “tem um ônus burocrático, e é um processo demorado porque pode haver impacto popular, muita gente pode investir e tem risco de gerar uma crise. Além disso tem os custos desse processo de registro, que são altos”¹⁶⁴.

Nessa seara, nasce o seguinte questionamento: caso o torcedor se depare com a oportunidade de investir em produtos emitidos por seu clube, a exemplo das debêntures-fut, ele tentará “ajudar” o clube que necessita de recursos para manter suas atividades e honrar com seus compromissos ou agirá racionalmente fazendo uma análise criteriosa acerca do investimento? Em relação à primeira parte, tal postura pode levá-lo a subestimar os riscos envolvidos, a superestimar os retornos esperados ou, ainda, a ignorar sinais de inadimplência, instabilidade administrativa ou fragilidade financeira.

Diferentemente do investidor profissional, o investidor individual que integra o público em geral, tende a possuir menor familiaridade com as dinâmicas econômicas e jurídicas que envolvem o mercado dos investimentos. Nessa linha, olhando o futebol como um produto, indivíduos movidos por afinidade emocional com o clube emissor podem suprimir a racionalidade econômica da decisão do investimento e deixar aflorar o lado passional.

É nesse campo que surge a figura do torcedor-investidor, o qual se vê num desafio peculiar à lógica tradicional do mercado de capitais: a coexistência de motivações emocionais, ou anímicas, com os critério técnico-financeiros, ou racionais, que usualmente orientam decisões de investimento.

O torcedor, por natureza, estabelece com seu clube de coração uma relação identitária e afetiva que, muitas vezes, é passada de geração em geração e que extrapola os critérios econômicos e frequentemente envolve sentimentos de pertencimento, lealdade e orgulho:

Os torcedores de futebol também são diferentes dos "clientes" regulares em vários sentidos. Em primeiro lugar, eles nutrem um sentimento afetivo por seus clubes. Essa paixão torna tudo diferente quando o futebol é analisado como negócio. Se um cliente não estiver satisfeito com determinado produto ou serviço, simplesmente trocará de marca ou de fornecedor. No futebol isso não acontece. Os torcedores são leais a seus clubes em qualquer circunstância, representando um verdadeiro mercado cativo, que faz com que os clubes não precisem disputar torcedores entre si. Sob o prisma da atividade econômica é um mercado completamente *sui generis*, pois, uma vez

¹⁶⁴ Ibidem.

escolhido o clube, nada irá influenciar o consumo do torcedor a ponto de direcioná-lo a outro clube. Às vezes uma administração desastrosa ou um período de insucesso esportivo podem afastar uma parcela dos torcedores de um clube, mas isso não fará com que estes passem a torcer por (ou consumir produtos de) outra equipe. (FILHO, Álvaro Melo; SANTORO, Luiz Felipe. **Direito do Futebol – Marcos Jurídicos e Linhas Mestras**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 97.)

Um exemplo concreto dessa lealdade do torcedor com seu clube do coração é a “vaquinha” do Corinthians. Lançada em novembro do ano passado, a campanha de doação organizada por torcedores do Corinthians objetiva quitar uma dívida de R\$ 700 milhões junto a um banco estatal, contraída para as obras do estádio do Corinthians iniciadas em 2014¹⁶⁵. A meta inicial era arrecadar R\$ 700 milhões até maio deste ano, o que não será possível atingir pelo andar das doações, porém, o fato de ter arrecadado R\$ 40 milhões até o final de abril¹⁶⁶ não deixa de ser expressivo, haja vista se tratarem de doações.

Assim, diante da paixão nutrida pelo torcedor para com seu clube, pode-se afirmar que a aplicação do princípio do *suitability* adquire uma nova roupagem no contexto da emissão de valores mobiliários ligados ao setor esportivo, especialmente quando destinados ao público em geral. Com o crescente interesse em instrumentos financeiros lastreados em ativos do futebol, a exemplo das debêntures-fut emitidas pelas SAFs, torna-se imperativo assegurar que tais produtos sejam compatíveis com o perfil dos investidores que os adquirem.

A avaliação do perfil deve considerar não apenas a capacidade financeira e a tolerância ao risco, mas também o grau de conhecimento do investidor sobre os riscos específicos da indústria do futebol. Trata-se de um setor com características próprias, como elevada volatilidade de receitas, dependência de desempenho esportivo, riscos reputacionais e instabilidade na gestão. A negligência desses fatores pode resultar em perdas significativas para investidores que, embora bem intencionados, não detêm os elementos necessários para avaliar adequadamente os riscos assumidos.

Assim, considerando o cenário no qual o grande público tenha acesso a valores mobiliários emitidos por SAFs, impõe-se às instituições financeiras e intermediários o dever de

¹⁶⁵ VAQUINHA do Corinthians chega a R\$ 40 milhões em doações; veja quanto falta. **Lance**, 2025. Disponível: <<https://www.msn.com/pt-br/esportes/futebol/vaquinha-do-corinthians-chega-a-r-40-milh%C3%B5es-em-doa%C3%A7%C3%B5es-veja-quanto-falta/ar-AA1DpuHb>>. Acesso em: 2 mai. 2025.

¹⁶⁶ XAVIER, Guilherme. Campanha para quitar estádio do Corinthians atinge valor milionário; veja. **CNN Brasil**, 2025. Disponível em: <[Campanha para quitar estádio do Corinthians atinge valor milionário; veja | CNN Brasil](#)>. Acesso em: 2 mai. 2025.

realizar uma análise diligente do perfil de cada investidor, classificando-o adequadamente e oferecendo apenas os produtos compatíveis com suas características. Caso o investidor opte por adquirir títulos incompatíveis com seu perfil, será necessário alertá-lo formalmente quanto aos riscos envolvidos. Sobre a relação entre SAF e o *suitability*, o Parecer nº 41 destaca:

No contexto de ofertas de produtos e serviços no mercado de capitais que envolvam as SAF, **o investidor que seja torcedor do time de futebol que se associa àquela SAF, apresenta uma tendência mais favorável a aderir à oferta**, pois deseja contribuir de alguma forma para o crescimento e sucesso do seu time. Não obstante esse ser um comportamento legítimo por parte do investidor, **os profissionais que atuam na cadeia de distribuição do produto não devem explorar esse lado passional** para fins de promoção da oferta pública. Ao contrário, **a CVM reforça a necessidade de observância de linguagem serena e moderada nos esforços de distribuição e recomenda que nesses casos a cautela com a linguagem promocional seja redobrada**. Por fim, os distribuidores devem, no contato direto com os investidores, **alertar sobre os riscos do investimento, buscando explicar as suas principais características, em especial destacando os riscos diretamente relacionados ao perfil do emissor ou à estrutura da operação**. (grifos nossos) (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. p. 25. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.)

De fato, conforme aponta a CVM, a publicidade e o alerta por parte das instituições financeiras são cruciais no contexto de ofertas de produtos e serviços no mercado de capitais que envolvam as SAFs e se mostram um desafio. Ainda sobre a divulgação de informação no contexto das ofertas, a CVM elucida:

Independentemente do mecanismo utilizado pela SAF para apelo à poupança popular, um aspecto a ser ressaltado em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários por ela emitidos é seu potencial único de, a um só tempo, reunir o interesse de (i) investidores do mercado de capitais com diferentes perfis e níveis de conhecimento e (ii) torcedores, que eventualmente poderão deixar-se influenciar pela paixão por seu time de coração – afastando a racionalidade da tomada de decisão de investimento. Em função disso, **orienta-se as SAF e aqueles que as estejam assessorando em ofertas públicas a dedicarem especial atenção à descrição de fatores de risco das ofertas e dos emissores, bem como ao uso nos documentos da oferta de linguagem clara, concisa, objetiva e balanceada na ênfase a informações positivas e negativas, que auxiliem investidores a formar criteriosamente sua decisão de investimento**. Alertas dedicados a reduzir o viés emocional do torcedor são recomendáveis e podem ser especialmente úteis na formação consciente e informada da decisão de investimento, que não deve ser orientada por aspectos não racionais de heurística relacionada aos sentimentos existentes entre os torcedores e seus respectivos times de futebol. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. p. 24. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.)

Diante das considerações apresentadas, é possível depreender que, mesmo com as indicações dos fatores de risco na escritura de emissão de debêntures-fut, será preciso um reforço no esclarecimento da complexidade desse tipo de investimento, principalmente nos

materiais de publicidade da oferta, a exemplo do material publicitário da SAF emissora, um importante documento da oferta pública previsto na Resolução CVM 160. Além disso, será de suma importância o respeito às regras de *suitability* e a assessoria correta da instituição financeira para com o seu cliente. Esses reforços podem ser um escudo capaz de proteger o investidor de possíveis emoções que possam interferir ao realizar o investimento, além de uma fonte crucial de informação que possibilite ao torcedor-credor analisar a viabilidade do negócio.

Nessa seara, a linguagem clara e acessível para que todos tenham a condição de avaliar a debênture-fut nas páginas de fatores de risco e nos materiais publicitários somada à exposição transparente de dados concretos e robustos da SAF – a exemplo de demonstrações financeiras, destinação de recursos, metas e objetivos esportivos do clube ao longo da temporada e relatório da gestão – ajudam a viabilizar a democratização do mercado de capitais.

No item abaixo, serão abordados o autocontrole e a educação financeira, fatores que fornecerão ainda mais subsídios ao investidor-torcedor na tomada do investimento.

4.4 O autocontrole e a educação financeira

Na oitava edição do “Raio X do Investidor Brasileiro” divulgado em 29 de abril de 2025 pela ANBIMA (“Raio X”)¹⁶⁷, extrai-se que 37% da população brasileira investe em produtos financeiros, sendo que a maior parte desse público concentra-se na classe C, tem renda familiar mensal média de R\$ 6.299,00, ensino médio completo e reside na Região Sudeste.

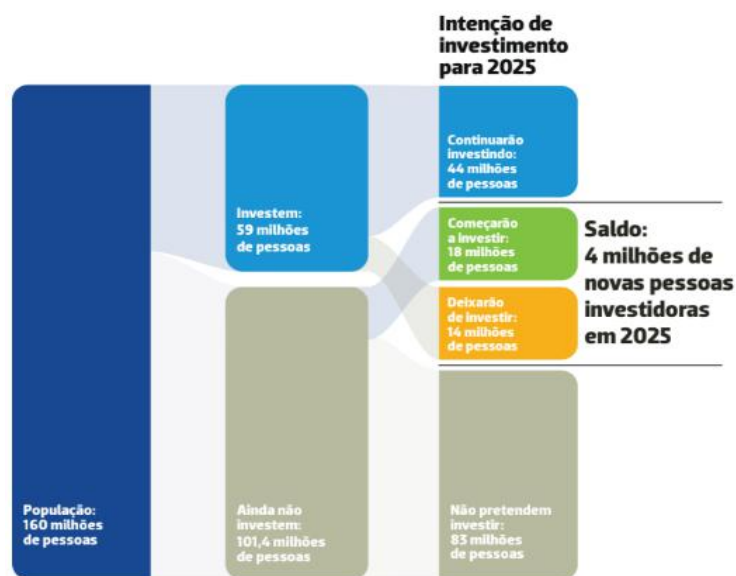
De acordo com o Raio X, as economias realizadas foram destinadas a diferentes fins: manter o valor guardado em conta-corrente ou equivalente (21%), aquisição de imóvel (8%), reforma ou construção de residência (6%), compra de veículo (6%), viagens e passeios (4%), abertura ou manutenção de negócio próprio (4%) e cuidados com a saúde (4%).

Enquanto 50% das pessoas das classes A/B afirmam aplicar os recursos economizados em produtos de investimento, esse comportamento é observado em 34% da classe C e em 23% das classes D/E. Destaca-se que a classe D/E apresenta maior incidência no uso das economias

¹⁶⁷ ANBIMA. **Raio X do Investidor Brasileiro**. 8 ed. 2025. Disponível em: <[Raio X do Investidor Brasileiro chega à oitava edição com novos índices de estresse financeiro e de tendência ao vício em apostas – ANBIMA](#)>. Acesso em: 1 mai. 2025.

para reforma de imóveis (11%) e despesas com saúde (7%), em comparação com as demais faixas de renda. O Raio X mostra que o total de investidores pode aumentar em quatro milhões de pessoas, de acordo com a figura abaixo:

Figura 5- Perspectiva de novos investidores em 2025



Fonte: ANBIMA (2025)

Diante da expectativa de aumento do número de investidores no Brasil e da heterogeneidade de pessoas que integram o universo do futebol, faz-se necessário pontuar a importância do autocontrole e da educação financeira. Nesse sentido, ressalta-se que a economia comportamental tem se dedicado à análise da relação entre autocontrole, educação financeira e bem-estar econômico, considerando que o comportamento financeiro não se pauta exclusivamente em decisões racionais, mas é fortemente influenciado por fatores emocionais, heurísticas e vieses cognitivos que afetam a gestão dos recursos pessoais¹⁶⁸.

Ademais, a teoria econômica do autocontrole propõe a coexistência de um planejador racional e outro impulsivo, cujo conflito pode levar a decisões financeiras ineficazes, como gastos por impulso e falta de planejamento, sendo que a educação financeira atua como moderador desse embate ao oferecer instrumentos cognitivos e comportamentais que orientam escolhas mais alinhadas a objetivos de longo prazo, de modo que, nesse contexto, pesquisas

¹⁶⁸ SOUZA, Ronaldo. **O Impacto do Autocontrole e da Educação Financeira no Bem-Estar Econômico**. Portal do Investidor, 2025. Disponível em: <[O Impacto do Autocontrole e da Educação Financeira no Bem-Estar Econômico](#)>. Acesso em: 21 abr. 2025.

indicam que indivíduos com maior domínio de conceitos financeiros tendem a exercer maior autocontrole, evitando consumo excessivo e endividamento¹⁶⁹.

Segundo o Raio X, 58% da população indica ter autocontrole em relação ao dinheiro. Os participantes foram questionados se prefeririam receber determinado valor imediatamente – ajustado conforme a renda familiar informada – ou aguardar até o mês seguinte para obter um acréscimo de 15%. A maioria (58%) optou por esperar, demonstrando autocontrole financeiro, por outro lado, cerca de 40% preferiram o recebimento imediato, enquanto 3% não souberam responder. Observou-se ainda que indivíduos que se autodeclaram com elevado nível de estresse apresentam maior tendência ao imediatismo em decisões financeiras. Entre os que optaram pelo recebimento imediato, 56% relataram percepção de alto estresse financeiro.

Vieses cognitivos, especialmente o “viés do viés” – tendência de subestimar a própria suscetibilidade a distorções – afetam diretamente a percepção de risco e a qualidade das decisões financeiras, sendo recomendável a adoção de estratégias estruturadas, como metas claras e regras pré-definidas de poupança e investimento, para promover hábitos mais sustentáveis¹⁷⁰. Além disso, emoções como medo, euforia e ansiedade influenciam negativamente o autocontrole, favorecendo decisões impulsivas, de modo que a combinação entre educação financeira e competências emocionais se mostra eficaz para reforçar a racionalidade e mitigar os efeitos de decisões motivadas por estados emocionais transitórios¹⁷¹.

Fatores socioculturais, como o consumo ostentatório motivado pela busca por *status*, impactam negativamente o comportamento financeiro, o que reforça a importância da educação financeira como instrumento de autoconhecimento e alinhamento das decisões aos objetivos de longo prazo, sendo que, embora a tecnologia amplie o acesso a ferramentas de planejamento, sua eficácia depende de conhecimento prévio, já que o ambiente digital pode estimular impulsividade, de modo que o bem-estar financeiro resulta da interação entre autocontrole, conhecimento e estratégia, com a educação financeira ocupando papel central na promoção de decisões mais conscientes e autônomas¹⁷².

¹⁶⁹ Ibidem.

¹⁷⁰ Ibidem.

¹⁷¹ Ibidem.

¹⁷² Ibidem.

Diante do exposto acima, percebe-se que o bem-estar financeiro resulta da interação entre autocontrole, conhecimento financeiro e estratégias comportamentais voltadas à redução de vieses e impulsividade. A educação financeira, nesse cenário, destaca-se como instrumento indispensável para a construção de uma mentalidade financeira saudável, contribuindo para a autonomia econômica do indivíduo e para uma sociedade mais preparada diante dos desafios financeiros contemporâneos.

Assim, diante da possibilidade de emissão de valores mobiliários emitidos por SAFs, como a debênture-fut, a educação financeira torna-se mais um artifício essencial no entendimento, por parte do investidor, desses produtos do futebol que se mostram tão complexos.

Por fim, enfatiza-se que uma exploração eficaz das redes sociais e de plataformas digitais gratuitas que forneçam dicas, alertas e cursos de educação financeira básica, a exemplo da plataforma educacional da ANBIMA e do Blog Penso, logo invisto?, da CVM, podem impulsionar o trabalho conjunto das entidades reguladores do mercado de capitais em fornecer um conteúdo educacional de qualidade ao público investidor e, portanto, surgem como alternativas frente a um mercado que se encontra aberto à democratização.

CONCLUSÃO

A possibilidade de emissão de debêntures-fut por SAFs representa um marco regulatório relevante e pode ser um instrumento de democratização do mercado de capitais. Trata-se de inovação que viabiliza à SAF a captação de recursos de forma ágil e direcionada, contribuindo para a sustentabilidade financeira e o desenvolvimento esportivo do clube. No entanto, a complexidade intrínseca a esse tipo de instrumento impõe desafios consideráveis à proteção do investidor, especialmente do torcedor-investidor, cuja decisão de aplicação pode ser influenciada por vínculos emocionais com o clube.

Considerando o cenário em que as SAFs se registrem na CVM e, consequentemente, possam realizar ofertas destinadas ao público em geral, ou seja, ao investidor de varejo, e diante da expectativa do aumento do número de SAFs e de investidores, o instituto do *suitability* assume um papel central: não apenas como exigência regulatória, mas como mecanismo capaz de promover o equilíbrio entre emoção e racionalidade. A eficácia dessa ferramenta, contudo, ainda encontra limitações práticas, a exemplo de classificações imprecisas de perfil de risco e falhas no cumprimento das exigências formais, como a obtenção da ciência expressa do investidor acerca do desenquadramento. A mera declaração de responsabilidade, isoladamente, não se mostra suficiente para garantir a proteção do aplicador diante da sofisticação e dos riscos do produto.

Nesse sentido, o detalhamento dos fatores de risco presentes nas escrituras de emissão de debêntures-fut, um material publicitário robusto e o respeito às regras do *suitability* surgem como fatores determinantes para contornar o “clubismo” do investidor, já que os torcedores terão uma propensão maior a aderir à oferta. Como bem destaca o Parecer nº 41, o público pertencente ao universo do futebol é diverso e heterogêneo, logo, cabe às SAFs e aos profissionais que atuam na distribuição dos produtos adotarem formas de neutralizar o lado passional.

Uma remuneração por taxa de juros não inferior ao rendimento atualizado da caderneta de poupança, conforme prevê a Lei nº 14.193/2021, pode, a princípio, não parecer um investimento que salte aos olhos para quem quer fazer uma renda extra. Porém, para aquele torcedor que deseja ajudar o seu time de coração pode ser um investimento significativo, independentemente do rendimento do produto. Feita essa reflexão, pode-se afirmar que a

qualidade desse investimento está ligada aos objetivos individuais de cada investidor ou perfil de investidor. Ocorre que, em ambos os casos, a publicidade e a divulgação são cruciais e devem oferecer informações transparentes acerca da oferta.

Assim, torna-se imperativo que as informações constantes dos fatores de risco e dos materiais publicitários sejam redigidas com linguagem clara, acessível e direta. A transparência quanto aos dados financeiros, objetivos estratégicos e metas esportivas da SAF é essencial para qualificar a tomada de decisão do investidor, aproximando o produto da lógica de racionalidade exigida pelo mercado. A publicidade deve ser não apenas informativa, mas educativa, respeitando a complexidade do título ofertado e o perfil do público-alvo.

Por fim, a educação financeira consolida-se como um eixo fundamental para o fortalecimento da autonomia do investidor, sobretudo quando combinada com estratégias comportamentais que fomentem o autocontrole e a consciência sobre riscos e oportunidades. A atuação ativa das entidades reguladoras em plataformas digitais educativas e redes sociais pode contribuir decisivamente para transformar o entusiasmo do torcedor em decisões de investimento mais responsáveis, sustentáveis e alinhadas com a realidade econômico-financeira do mercado esportivo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMARAL, Francisco. **Direito Civil Introdução**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 290.

AMARAL, José Garcia do. **Regime Jurídico das Debêntures**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016.

ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) - O que é, significado e definição. **B3 Bora Investir**, 2024. Disponível em: <[ANBIMA \(Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais\) - o que é, significado e definição | Bora Investir](#)>. Acesso em: 4 mai. 2025.

ANBIMA. **Raio X do Investidor Brasileiro**. 8 ed. 2025. Disponível em: <[Raio X do Investidor Brasileiro chega à oitava edição com novos índices de estresse financeiro e de tendência ao vício em apostas – ANBIMA](#)>. Acesso em: 1 mai. 2025

ANJOS, Jéssica. Veja lista de 10 grandes clubes de futebol listados na bolsa de valores. **e|investidor Estadão**, 2024. Disponível em: <[Veja lista de 10 grandes clubes de futebol listados na bolsa de valores](#)>. Acesso em: 4 mar. 2025.

BOLDRINI, Gustavo. Conheça as debêntures-fut, nova forma de captação de recursos por times de futebol. **InvesTalk**, 2024. Disponível em: <[Conheça as debêntures-fut, nova forma de captação de recursos por times de futebol](#)>. Acesso em: 27 abr. 2025.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Presidência da República, 1976. Disponível em: <[L6404consol](#)>. Acesso em: 20 abr. 2025.

BRASIL. **Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021**. Presidência da República, 2021. Disponível em: <[L14193](#)>. Acesso em: 4 mar. 2025.

CARREIRA, João Paulo. As debêntures-fut no âmbito da Lei nº 14.193/21. In: SOUZA, Gustavo Lopes Pires de; RAMALHO, Carlos Santiago da (Org.). **Sociedade Anônima do Futebol: Primeiras Linhas**. Belo Horizonte: Expert, 2022.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. **As 4 vias de constituição da Sociedade Anônima do Futebol (SAF)**. Migalhas, 2021. Disponível em: <[As 4 vias de constituição da Sociedade Anônima do Futebol \(SAF\) - Migalhas](#)>. Acesso em: 4 jul. 2024.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Comentários à Lei da Sociedade Anônima do Futebol**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Primeira atualização do mapa da SAF no Brasil. **Migalhas**, 2025. Disponível em: <[Primeira atualização do mapa da SAF no Brasil e a evolução no tempo - Migalhas](#)>. Acesso em: 4 mar. 2025.

COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das sociedades anônimas comentada**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Guia CVM Suitability: Dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do investidor**. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <[GUIA CVM SUITABILITY](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. Disponível em: <[Parecer de Orientação CVM 41](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo de análise do perfil do investidor (suitability): Uma análise qualitativa e quantitativa da aplicação da Resolução CVM 30**. Disponível em: <[PROCESSO DE ANÁLISE DO PERFIL DO INVESTIDOR \(SUITABILITY\)](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM 160**. Disponível em: <[Resolução CVM 160](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM 30**. Disponível em: <[Resolução CVM 30](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

COUTINHO FILHO, José Eduardo. **Futebol globalizado: paixão de bilhões, mercado de trilhões**. 1. ed. Belo Horizonte, São Paulo: D'Plácido, 2021.

CUIABÁ estrutura debênture de R\$ 20 milhões e se torna segundo clube do Brasil no mercado de capitais. **Globo Esporte (GE)**, 2025. Disponível em: <[Cuiabá estrutura debênture de R\\$ 20 milhões e se torna segundo clube do Brasil no mercado de capitais](#)>. Acesso em: 21 abr. 2025.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada – Volume I**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

ENTENDA o suitability. **Portal do Investidor**, 2022. Disponível em: <[Entenda o suitability - Portal do Investidor](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

FACHADA, Rafael Terreiro. **O exercício da tutela arbitral pela Câmara Nacional de Resolução de Disputas no futebol associado**. Tese (Doutorado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito. São Paulo, 2023.

FILHO, Álvaro Melo; SANTORO, Luiz Felipe. **Direito do Futebol – Marcos Jurídicos e Linhas Mestras**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

GRAFIETTI, Cesar. Torcedor-investidor: uma oportunidade ainda distante. **Inteligência Financeira**, 2023. Disponível em: <[Torcedor-investidor: uma oportunidade ainda distante](#)>. Acesso em: 20 abr. 2025.

JANSON, Nair Veras Saldanha; MALUF, Luiz Rafael de Vargas. Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do mercado de valores mobiliários**. 2. ed. Rio de Janeiro, 2022.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MAMEDE, Gladston. **Manual de direito empresarial**. 16. ed. Barueri: Atlas, 2022.

MERCADO de capitais encerra 2024 com emissão de R\$ 783,4 bilhões. **ANBIMA**, 2025. Disponível em: <[Mercado de capitais encerra 2024 com emissão de R\\$ 783,4 bilhões](#)>. Acesso em: 30 mar. 2025.

MERCADO de capitais registra captação de R\$ 43,1 bilhões em janeiro. **ANBIMA**, 2025. Disponível em: <[ANBIMA Data - Publicações](#)>. Acesso em: 30 mar. 2025.

OFERTAS de debêntures com benefício fiscal dobra volume em relação ao ano anterior. **ANBIMA**, 2025. Disponível em: <[Ofertas de debêntures com benefício fiscal dobra volume em relação ao ano anterior](#)>. Acesso em: 30 mar. 2025.

OLIVEIRA, Élidea. Conheça 11 tipos de debêntures no mercado para quem quer investir. **B3 Bora Investir**, 2024. Disponível em: <[Conheça 11 tipos de debêntures no mercado para quem quer investir](#)>. Acesso em: 2 out. 2024.

QUAIS as diferenças entre renda fixa e variável? Entenda. **B3 Bora Investir**, 2022. Disponível em: <[Diferenças entre renda fixa e variável](#)>. Acesso em: 2 out. 2024.

REIS, Tiago. Debêntures: veja o que são e como funciona esse ativo de Renda Fixa. **Suno**, 2024. Disponível em: <[Debêntures: veja o que são e como funciona esse ativo de Renda Fixa](#)>. Acesso em: 28 ago. 2024.

RELATÓRIO Convocados. **Galápagos Capital**, 2025. Disponível em: <[A Indústria do Futebol Brasileiro](#)>. Acesso em: 30 mai. 2025.

REZENDE, Laura. Atlético-MG arrecada R\$ 60 milhões em operação no mercado financeiro; saiba o que clube fará com dinheiro. **Globo Esporte (GE)**, 2025. Disponível em: <[Atlético-MG arrecada R\\$ 60 milhões em operação no mercado financeiro; saiba o que clube fará com dinheiro](#)>. Acesso em: 18 abr. 2024.

RODRIGUES, Ingrid Caroline Grandini. **Reflexos da Lei da Sociedade Anônima do Futebol na proteção dos sinais distintivos dos clubes de futebol**. Dissertação (Mestrado) – Instituto Nacional de Propriedade Industrial, Programa de Pós-Graduação em Propriedade Intelectual e Inovação. Rio de Janeiro, 2024.

SANTOS, João Paulo. Times de futebol em bolsa: como é o setor e perspectivas para o Brasil? **B3 Bora Investir**, 2023. Disponível em: <[Times de Futebol Brasileiros na Bolsa de Valores | B3](#)>. Acesso em: 29 mar. 2025.

SILVA, Raquel; BASTOS, Amanda; PENNA, Maria Eduarda. A aplicação de sanções na Câmara Nacional de Resolução de Disputas. **Revista da Sociedade Brasileira de Direito Desportivo**, 2020.

SETOGUTI J. PEREIRA, Guilherme; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Direito do futebol: operações, mercado, contencioso e arbitragem**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2025.

SOUZA, Ronaldo. O Impacto do Autocontrole e da Educação Financeira no Bem-Estar Econômico. **Portal do Investidor**, 2025. Disponível em: <[O Impacto do Autocontrole e da Educação Financeira no Bem-Estar Econômico. — Portal do Investidor](#)>. Acesso em: 21 abr. 2025.

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

TOM Brady x Deadpool na 3ª divisão: por que cada vez mais astros são donos de times esportivos? **ESPN**, 2024. Disponível em: <[Tom Brady x Deadpool na 3ª divisão: por que cada vez mais astros são donos de times esportivos?](#)>. Acesso em: 16 set. 2024.

VAQUINHA do Corinthians chega a R\$ 40 milhões em doações; veja quanto falta. **Lance**, 2025. Disponível: <<https://www.msn.com/pt-br/esportes/futebol/vaquinha-do-corinthians-chega-a-r-40-milh%C3%B5es-em-doa%C3%A7%C3%B5es-veja-quanto-falta/ar-AA1DpuHb>>. Acesso em: 2 mai. 2025.

VEJA as diferenças entre as debêntures regidas pelas leis 12.431 e 14.801. **ANBIMA**, 2024. Disponível em: <[Veja as diferenças entre as debêntures regidas pelas leis 12.431 e 14.801 – ANBIMA](#)>. Acesso em: 2 out. 2024.

VOLUME recorde na emissão de debêntures em outubro. **ANBIMA**, 2024. Disponível em: <[Volume recorde na emissão de debêntures em outubro](#)>. Acesso em: 30 mar. 2025.

XAVIER, Guilherme. Campanha para quitar estádio do Corinthians atinge valor milionário; veja. **CNN Brasil**, 2025. Disponível em: <[Campanha para quitar estádio do Corinthians atinge valor milionário; veja | CNN Brasil](#)>. Acesso em: 2 mai. 2025.