



# Texto para discussão

274

**O futebol brasileiro na  
Bolsa de Valores?**

**Marcelo Weishaupt Proni  
João Pedro Marchiore Libanio**

Junho 2016

Instituto de Economia  
UNICAMP



# O futebol brasileiro na Bolsa de Valores?

Marcelo Weishaupt Proni <sup>1</sup>  
João Pedro Marchiore Libanio <sup>2</sup>

## Introdução

No último quarto do século XX, o futebol profissional foi deixando de ser uma atividade de entretenimento sem fins lucrativos e passou a ser um negócio altamente valorizado, capaz de gerar bilhões de dólares por ano. As equipes e ligas europeias apresentaram aumento frequente nas receitas provenientes da transmissão do espetáculo e das ações de marketing. Em 1997, quando se começou a publicar um levantamento das receitas dos principais times de futebol na Europa (*Deloitte Football Money League*), o Manchester United havia se tornado o primeiro a ultrapassar um faturamento anual de € 100 milhões.

No século XXI, os negócios do futebol continuaram prosperando. Na temporada 2011/2012, o Real Madrid foi o primeiro clube a ultrapassar a marca de € 500 milhões. Em 2014/2015, os 30 clubes europeus de maior faturamento anual tinham receitas acima de € 125 milhões; 10 clubes tinham faturamento superior a € 320 milhões; a liderança pertencia ao Real Madrid (€ 577 milhões), seguido pelo Barcelona (€ 560 milhões). De acordo com o *Deloitte Annual Review of Football Finance 2015*, a soma das receitas anuais das cinco maiores ligas europeias (Inglaterra, Alemanha, Espanha, Itália e França) já havia superado € 11 bilhões e projetava-se um faturamento superior a € 25 bilhões para o conjunto dos times de futebol da Europa na temporada 2016/2017 (Sports Business Group, 2015).

A adoção de uma gestão empresarial e a expansão das receitas dos times de futebol facilitaram uma aproximação com o mercado de capitais, que passou a ser visto por alguns clubes como uma alternativa de capitalização e de valorização patrimonial. Em 2014, havia 46 equipes listadas em bolsas de

---

(1) Professor Livre Docente do Instituto de Economia da Unicamp.

(2) Bacharel em Ciências Econômicas pela Unicamp.

valores europeias (conforme acompanhamento do Stoxx Europe Football Index). A maioria do Reino Unido, mas também da Alemanha, Itália, Turquia, Portugal, França, Macedônia, Holanda, Suécia, Polônia e Dinamarca. Na América do Sul, em contraste, só 3 equipes estavam listadas, todas do Chile.

No caso do futebol brasileiro, também houve significativa expansão das receitas dos clubes nas últimas décadas, mas as estruturas gerenciais demoraram a se profissionalizar e o potencial de mercado não foi aproveitado plenamente. O resultado foi uma defasagem em relação a equipes europeias melhor estruturadas administrativa e financeiramente. Em 2011, o Corinthians se tornou o primeiro clube brasileiro a ultrapassar um faturamento anual de € 100 milhões. Estima-se que os 23 clubes de maior torcida tiveram um faturamento bruto de R\$ 2,7 bilhões em 2014, excluindo a negociação de atletas (Itaú-BBA, 2015).

Em abril de 2016, foi apresentado à Câmara dos Deputados um projeto de lei (PL 5.082/2016) que pretende induzir ou viabilizar a entrada de equipes nacionais na bolsa de valores por meio da instituição da Sociedade Anônima do Futebol (SAF). A proposta se baseia no pressuposto de que tal medida poderia solucionar os principais problemas do futebol brasileiro (Monteiro de Castro; Mansur, 2016). Abre-se, assim, mais um capítulo do debate sobre a modernização do futebol, que tem sido recorrente no Brasil.

Na década de 1990, esteve em discussão a possibilidade de clubes brasileiros constituírem sociedades anônimas e optarem pela abertura de capital. Pressionados pela concorrência externa e estimulados pela aprovação da Lei Pelé (1998), os clubes de futebol puderam buscar meios alternativos para transitar para uma gestão empresarial (Proni, 2000). Diferentes esquemas de gestão foram experimentados, mas foi preservada a forma jurídica tradicional, ou seja, não prosperou a constituição de sociedade anônima.

Na época, a maioria dos clubes de futebol no país ainda apresentava um modelo de administração semiprofissional, incapaz de gerar expressivos ganhos financeiros e valorização patrimonial. O Brasil possuía uma inegável vantagem competitiva no ramo futebolístico – enorme capacidade para revelar talentos e amplo mercado potencial de consumidores –, mas que vinha sendo desperdiçada por administrações despreparadas e sem qualificação para conduzir de maneira satisfatória o negócio do futebol (Pozzi, 1998). O foco em

ações de curto prazo, que predominava nos times da elite nacional, era inadequado para a gestão de um clube-empresa e caracterizava um modelo ultrapassado. A fragilidade diante da competição com equipes europeias impunha a adoção de um modelo profissional: a estrutura gerencial deveria ser semelhante à de uma empresa comercial, sem traço de amadorismo; os gestores deveriam ser remunerados e ter dedicação em tempo integral, sendo cobrados tanto pelos resultados financeiros como esportivos (Aidar; Leoncini, 2000).

Desde então, houve avanços importantes no terreno da administração esportiva, apontando para a necessidade da adoção de métodos modernos de governança, mas tais mudanças se concentraram em poucos clubes (Marques; Costa, 2009). A imensa maioria dos times que disputam torneios organizados pela Confederação Brasileira de Futebol (CBF) encontrou dificuldades para adotar uma gestão profissional, cujo primeiro passo seria a contratação de um executivo capaz de executar as políticas definidas pelo corpo diretivo e canalizar esforços para alcançar objetivos previamente traçados (Drummond, 2012).

A maior dificuldade encontrada na gestão financeira de um time de futebol no Brasil continuou sendo a coordenação eficientemente de ativos e passivos, por se tratar de uma atividade de fluxo de caixa irregular, com receitas incertas e custos fixos elevados. Isso provocou um elevado endividamento: em 2014, a soma das dívidas dos 20 clubes de maior torcida ultrapassava R\$ 6 bilhões (Somoggi, 2015).

O futebol apresenta uma exigência adicional que precisa ser considerada pelos gestores: além de gerar superávits, é necessário fazer uma boa campanha nos torneios. Uma gestão só é vista como eficiente se, ao final da temporada, o clube tiver apresentado um bom desempenho técnico e um caixa equilibrado (Leoncini; Silva, 2005).

Embora no Brasil alguns times tenham constituído um departamento para cuidar da gestão financeira – que vai além da publicação de balanços e demonstrativos financeiros –, não há sinais de que a abertura de capital seja um caminho viável ou desejável. Poucos clubes se mostraram dispostos a trilhar esse caminho. As equipes brasileiras que cogitaram a possibilidade de lançar ações na Bolsa de Valores não possuíam um patrimônio considerável e apresentavam uma situação financeira vulnerável. Como será explicado à

frente, tais iniciativas não conseguiram satisfazer as exigências da Comissão de Valores Mobiliários.

Diante das dificuldades de financiar investimentos por meio da abertura de capital, alguns clubes brasileiros buscaram se associar com investidores para a construção de arenas multiuso ou a contratação de atletas renomados. Para contornar o aumento dos custos, muitos procuraram diversificar as fontes de receitas e captar recursos por meio de estratégias de marketing. Foram criados programas de sócio-torcedor, nos quais os associados pagam uma mensalidade em troca de prioridade na compra antecipada de ingressos, descontos na compra de produtos e benefícios exclusivos em promoções. Mas, a maioria dos clubes não conseguiu conter o crescimento exacerbado da folha salarial e de outros custos operacionais.

Em suma, a exigência de gestão financeira responsável encontrou grande dificuldade para vingar no Brasil, ficando claro que não bastava recorrer ao marketing para obter elevação de receitas. Na Europa, os times que participam dos principais torneios nacionais adotaram diferentes modelos de gestão e negócio. Aqueles que se tornaram sociedade anônima e abriram o capital ficaram sujeitos a um controle mais rigoroso de seu balanço patrimonial<sup>3</sup>. Note-se que, do ponto de vista da natureza jurídica, os principais clubes brasileiros são mais parecidos com os espanhóis e se diferenciam bastante dos ingleses. Esse é, provavelmente, um dos motivos para que a entrada na Bolsa de Valores não tenha sido considerada uma estratégia plausível.

Pode-se questionar: os clubes brasileiros com maior faturamento e poder de mercado teriam condições de lançar ações na Bolsa de Valores, se houvesse essa intenção? Em adição: é necessária uma nova legislação para viabilizar esse tipo de negócio?

O presente estudo tem como objetivo responder essas questões, focando a situação financeira de clubes de futebol num ambiente econômico marcado por baixa previsibilidade. Mais especificadamente, busca-se analisar

---

(3) Como a maioria dos times europeus não tem o capital aberto, não havia controles eficazes para impedir um aumento excessivo do grau de endividamento. Diante dos problemas gerados pela crise financeira internacional, a UEFA criou em 2010 uma regra de “fair play financeiro” para impor uma gestão econômica mais responsável.

a viabilidade de abertura de capital para equipes nacionais como fonte alternativa de financiamento e estratégia de valorização patrimonial, que poderia proporcionar uma situação mais vantajosa tanto financeira como esportivamente. Para tal, é preciso entender as exigências para empresas que tenham interesse de buscar na Bolsa de Valores um meio de ampliar seu poder econômico, assim como examinar as dificuldades encontradas por clubes brasileiros e os objetivos do PL 5.082/2016. Mas, antes, convém conhecer melhor os casos de sucesso e de fracasso nesse campo na Europa.

## **1 Equipes de futebol europeias na Bolsa de Valores**

Desde que o futebol passou a ter uma gestão profissional e a diversificar suas fontes de receita, houve uma expressiva expansão dos mercados (PRONI; ZAIA, 2007). A televisão multiplicou o público que se emociona com o espetáculo e valorizou os patrocínios, os torcedores passaram a ser tratados como clientes, os estádios tiveram de oferecer mais conforto e segurança. Essas mudanças exigiram, nesse novo conceito de futebol-empresa, o uso de jargões econômicos, como taxa de retorno de investimento, grau de endividamento, fidelização de clientes, entre outros. O futebol se integrou à nova ordem econômica no ramo de entretenimento. Para atrair investidores, precisou ampliar a capacidade de gerar lucros, valorizar a marca por meio da fidelidade do torcedor, demonstrar gestão financeira saudável e conciliar os interesses dos “stakeholders”. Nesse ramo de negócios (“sistema de produção”) foram desenvolvidos distintos modelos de gestão estratégica (Leoncini; Silva, 2005).

A valorização do negócio foi alavancada pela adoção de estratégias empresariais mais sofisticadas na gestão dos clubes. Na Inglaterra, foi estimulada a transformação dos principais times em sociedades anônimas com o capital aberto na Bolsa de Londres. Posteriormente, o mesmo caminho foi seguido em outros países da Europa. Evidentemente, empresas com capital aberto precisam demonstrar um desempenho financeiro positivo para seus acionistas.

O primeiro time de futebol a listar ações foi o Tottenham, de Londres, que abriu seu capital em 1983 na London Stock Exchange, mas na época o futebol inglês era deficitário. O principal caso de sucesso associado à abertura de capitais por um time é o do Manchester United, que ocorreu em 1991. A

valorização das ações foi espantosa, deixando clara a estreita relação entre o desempenho acionário e o esportivo. O Manchester também foi pioneiro na exploração de fontes adicionais de receita por meio do marketing e do estádio.

É importante esclarecer o contexto histórico em que ocorreu essa transição para um novo modelo de futebol-empresa. No final dos anos 1980, o futebol inglês se encontrava à beira da ruína, sofrendo com a presença de torcedores violentos (*hooligans*), espetáculos de baixo nível técnico e dirigentes amadores incompetentes. Formou-se um consenso de que era necessária uma “revolução” para modificar aquele quadro.

A tragédia de Hillsborough<sup>4</sup> serviu de estopim para uma intervenção governamental. Em 1990, o relatório Taylor, famoso inquérito elaborado pelo governo, instituiu uma nova ordem: modernização de estádios, regulamentação para preços de ingressos, combate aos *hooligans* e maior segurança aos torcedores foram algumas das medidas adotadas. Essa nova configuração permitiu aos clubes a obtenção de maiores rendas nos dias de jogos e induziu uma mudança estrutural na forma como o futebol era gerido, levando à criação em 1992 da Premier League, uma das ligas mais importantes e melhor organizadas da Europa. As equipes renegociaram os direitos de transmissão e passaram a ser geridas como empresas, o que permitiu que algumas se aventurassem no mercado de ações, obtendo dinheiro para melhorarem seus estádios e suas estruturas de treinamento e fisioterapia, assim como investir na aquisição de jogadores para aumentar a competitividade e valorizar o espetáculo.

A Premier League se tornou a liga de futebol mais rica do mundo. Em 2015, seus 20 clubes faturavam anualmente, em média, £ 155 milhões. Estava em vigor um contrato doméstico com as empresas de televisão Sky e BT avaliado em £ 1 bilhão, além de contratos internacionais com 212 países que rendiam £ 733 milhões. Assim, os clubes recebiam entre £ 62 milhões e £ 100 milhões, permitindo contratar jogadores que valorizam o espetáculo.

A maioria das equipes que se lançou na Bolsa de Valores propiciou a seus investidores ganhos extraordinários. O principal caso de sucesso foi o

---

(4) Em 1989, durante uma das semifinais da Taça da Inglaterra, 96 torcedores do Liverpool morreram pisoteados e outros 766 ficaram feridos.

Manchester United, cujas ações valorizaram mais de 500% entre 1991 e 1995. Entre outubro de 1995 e outubro de 1997, foi seguido por outros 16 clubes ingleses. Além de proporcionar uma fonte de financiamento a baixo custo, era um meio de atrair novos investidores, aumentar a lucratividade do negócio e aproveitar as oportunidades comerciais que estavam se abrindo no futebol (Proni, 2000).

Quando essas equipes se tornaram sociedades anônimas com capital aberto, houve profundas mudanças na sua estrutura de comando e na direção dos negócios. A diretoria passou a ser composta por executivos qualificados, que precisavam elaborar o planejamento estratégico e prestar contas para o conselho de administração, ficando legalmente obrigados a preservar os interesses dos acionistas da empresa.

Mas, ao trilharem o caminho da Bolsa de Valores, ficaram sujeitas aos riscos e desafios inerentes às características ímpares de seu ramo de atividades. Resultados ruins no campo podiam ocasionar quedas significativas nos preços das ações negociadas, acarretando perdas patrimoniais imediatas. Por outro lado, a classificação para um torneio internacional podia proporcionar ganhos expressivos, influenciados pela expectativa de ampliação das receitas e elevação da rentabilidade esperada.

Em geral, as empresas que participam do mercado acionário buscam a satisfação de seus acionistas por meio da distribuição de dividendos e valorização do capital investido. Entretanto, os times de futebol apresentam uma característica distinta, uma vez que o retorno financeiro pode ficar em segundo plano para o acionista, colocando-se como prioridade o sucesso no âmbito esportivo, condição para uma valorização posterior desse ativo financeiro (Caiado, 2009).

Aos poucos, outras equipes europeias seguiram o exemplo inglês e buscaram uma inserção na Bolsa de Valores, tais como Juventus, Roma e Lazio (Itália), Porto, Sporting e Benfica (Portugal), Borussia Dortmund (Alemanha), Olympique Lyonnais (França) e Ajax (Holanda). A conversão em empresa com capital aberto provocou a separação entre proprietários e gestores, com a prestação de contas sendo feita para o conselho de administração, que obrigatoriamente tem de proteger os interesses dos acionistas. Os riscos

envolvidos afugentaram a maioria das equipes, mas aquelas que deram o salto adotaram um modelo de governança transparente (Harty, 2014).

A crise financeira de 2008-2009 afetou negativamente o preço das ações das equipes listadas na Bolsa. Carneiro Junior e Bergmann (2013) afirmam que houve significativo aumento (5%) do risco sistêmico nos times de futebol europeus durante a crise do subprime, mas em geral tais ativos são vistos como “investimentos conservadores”<sup>5</sup>. Embora as equipes europeias não estivessem envolvidas com operações de crédito lastreadas na “bolha imobiliária” norte-americana, a crise de liquidez na Europa afetou o preço de suas ações.

O Stoxx Europe Football Index, criado no final de 2002, é o melhor índice para acompanhar o desempenho econômico de clubes de futebol com o capital aberto, abrangendo todos os que estão listados em bolsa de valores na Europa, incluindo Europa Oriental, Turquia e a região da União Europeia alargada. Como pode ser constatado no *website* da Stoxx, empresa independente especializada em índices para orientar investidores no mercado de capitais, o preço médio das ações de clubes de futebol havia aumentado expressivamente entre o começo de 2005 e meados de 2007 (passando de um patamar próximo de € 85,00 para um patamar em torno de € 165,00), depois caiu para menos de € 140,00 no início de 2008, mas voltou a subir e ultrapassou € 170,00 antes da crise financeira que abalou a economia mundial em outubro de 2008. A queda abrupta no preço das ações nas bolsas de valores europeias fez o valor médio das ações dos clubes de futebol cair pela metade: de € 173,88 em 9 de setembro de 2008 para € 88,56 em 19 de março de 2009. Houve uma recuperação precária nos meses seguintes, com oscilações até meados de 2010, quando se observa nova tendência de valorização, ultrapassando o patamar de € 150,00 no início de 2011. Desde então, o aprofundamento da crise econômica na Europa prejudicou bastante o desempenho das bolsas de valores. O preço médio das ações de clubes de futebol caiu para algo próximo de € 80,00 no começo de 2012, teve uma breve recuperação, mas voltou a apresentar queda nos meses seguintes. Desde meados de 2013 até o final de 2015, o Stoxx Europe

---

(5) “O beta médio durante todo período estudado foi de 0,43, implicando que os times são, na média, investimentos conservadores para os investidores de mercado, pois se o S&P 500 cair 1%, tais times poderão ter um declínio nos retornos de -0,43%” (Carneiro Junior; Bergmann, 2013, p. 10).

Football Index apresentou um desempenho irregular (oscilando pouco acima do patamar de € 75,00), indicando um período desfavorável para esse tipo de ativo.

É importante mencionar que o Tottenham, equipe londrina que foi pioneira na Bolsa de Valores, permaneceu listado até 2011, quando exerceu a opção de retirar suas ações do mercado e retornar a uma estrutura de controle privado, devido à *performance* abaixo do esperado. De 26 clubes do Reino Unido listados na Bolsa entre 1991 e 1997, 13 foram obrigados a se retirar entre 2001 e 2007, em razão da desvalorização progressiva no preço de suas ações; outros 11 decidiram deixar o mercado de ações devido ao desempenho ruim após a eclosão da crise financeira, já que muitos tiveram resultados inferiores à média do mercado. Em grande medida, esse insucesso esteve associado à má avaliação de seu valor de mercado, à dificuldade de controlar os gastos com salários de jogadores e a erros da gestão financeira. Também houve falhas relativas à governança corporativa. Em 2016, restavam apenas 4 equipes com o capital aberto no Reino Unido, sendo duas inglesas e duas escocesas (Manchester United, Arsenal, Celtic e Rangers).

O desempenho recente de clubes de futebol no mercado de capitais tem exemplos de sucesso e de fracasso. Em 2013, algumas equipes europeias tiveram resultados muito abaixo do esperado, como é o caso das três principais equipes turcas, Besiktas, Fenerbahce e Galatasaray, cujas ações sofreram desvalorização (respectivamente: -9,3%, -29,5% e -46,9%). Por sua vez, outras equipes europeias obtiveram sucesso, naquele ano, e viram nesse processo um meio de ampliar sua capacidade de financiamento, como a Roma (127,6%) e o Borussia Dortmund (40%) (Cobos, 2013).

Ao ser perguntado, em 2011, sobre os motivos pelos quais alguns clubes não se davam bem na Bolsa de Valores, Dan Jones, chefe de negócios da área de desporto da Deloitte, apontou duas razões (Sousa, 2011). A primeira é que os mercados de capitais impõem regras difíceis de serem cumpridas pelos clubes (por exemplo, quando negocia a transferência de um jogador, o clube quer tratar disso rapidamente, sem ter de comunicar ao mercado o que pretende fazer). A segunda é que muitos não costumam pagar dividendos e não oferecem perspectiva de lucros para os acionistas (em Portugal, por exemplo, Porto, Sporting e Benfica nunca haviam distribuído dividendos e seus próprios

administradores não tinham participação acionária ou detinham participações reduzidas).

Por outro lado, na era do futebol-empresa, outros times europeus têm obtido sucesso (dentro e fora de campo) com a adoção de modelos sofisticados de administração empresarial, *sem* recorrer à abertura do capital. Em 2008, para comprar a totalidade das ações do Manchester City, o Sheik Mansour bin Zayed Al Nahyan gastou £ 210 milhões. Em dezembro de 2015, após investimentos que levaram a equipe para o top 10 no futebol europeu, 13% das ações do clube foram adquiridas por £ 265 milhões por um consórcio de investidores chineses (Jackson, 2015).

Importante registrar que o modelo de gestão empresarial de equipes tradicionais, como o Real Madrid e o Barcelona, não coaduna com a figura de uma sociedade anônima. Nesse caso, a propriedade do clube é de uma coletividade de associados, que elege um conselho representativo, que por sua vez escolhe a diretoria que vai dirigir o clube durante um período. Esse modelo permite a contratação de profissionais capacitados para cuidar de departamentos (financeiro, jurídico e de marketing), sob a supervisão da diretoria. Além disso, também há o conselho de fiscalização, que veta ou aprova projetos e autoriza contratos e parcerias. Em geral, é constituído por ex-presidentes e ex-diretores com mandato vitalício, que tomam decisões com base na ética esportiva e na tradição do clube.

Uma questão frequentemente discutida se refere ao tipo de controle exercido pelos investidores. Por exemplo, em 2003, o milionário norte-americano Malcolm Glazer decidiu ingressar no mercado futebolístico adquirindo ações do Manchester United. Em 2005, apesar da reação contrária de grande parte da torcida, alcançou o controle de 98% da equipe, após investir cerca de £ 790 milhões. Sua intenção era exercer o direito de encerrar a participação do clube na Bolsa de Valores londrina (Harty, 2014). Em 2012, Glazer surpreendeu o mercado ao lançar papéis dos “Red Devils” na bolsa de valores mais renomada do mundo, a New York Stock Exchange (NYSE), por um preço unitário de US\$ 14,00. O Manchester foi avaliado em US\$ 2,3 bilhões e conseguiu arrecadar £ 150 milhões com a oferta pública inicial de 10% de suas ações. Mas, os investidores ficaram com apenas 1,3% das ações com direito de voto (Glazer reteve as ações Classe B, que possuem 10 vezes mais

poder de voto que as Classe A, disponibilizadas para o público). Foi a estratégia mais bem-sucedida de lançamento de ações de um clube de futebol, até então.

Em 2016, o Manchester United estava avaliado em mais de US\$ 3 bilhões (a terceira equipe de futebol mais valiosa do mundo no ranking da *Forbes*), tendo sido a mais rentável na temporada 2014/2015, com lucro operacional de US\$ 190 milhões (Ozanian, 2016).

## **2 Governança corporativa e outras condições para ingresso na Bolsa de Valores**

A decisão de abrir o capital leva em conta a necessidade de capitalização e a estratégia de crescimento da empresa, assim como os requisitos definidos pela Bolsa de Valores. Empresas dos mais diversos setores buscam no mercado de capitais uma forma de captação de recursos sem gerar dívidas, com o propósito de realizar investimentos que possibilitem impulsionar seus negócios e aumentar suas receitas. Para isso, tais empresas são induzidas a adotar modelos transparentes de gestão financeira e boas práticas de governança corporativa (BM&FBovespa, s/d).

De acordo com cartilha elaborada pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários, 2002), “governança corporativa” diz respeito a um conjunto de práticas cuja finalidade é otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas (tais como investidores, empregados e credores), facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve: transparência (assembleias, estrutura acionária e grupo de controle); equidade de tratamento dos acionistas (atribuições do Conselho de Administração e proteção aos acionistas minoritários); e clareza na prestação de contas (auditoria e demonstrações financeiras). Conforme o código elaborado pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009), as melhores práticas de governança corporativa devem contemplar ainda um quarto princípio básico: responsabilidade corporativa (zelo com a sustentabilidade, tanto social como ambiental, congruente com a longevidade da empresa).

Os códigos de governança da CVM buscam propiciar a melhoria do desempenho financeiro da empresa e reduzir a assimetria de informações, dando segurança aos acionistas de que os gestores se empenham em alcançar

uma taxa de retorno competitiva. O objetivo é o aumento do valor da companhia, uma vez que boas práticas de governança corporativa repercutem na redução dos riscos e tornam viável a capitalização no mercado de capitais. A análise das práticas de governança auxilia os investidores na decisão de alocar recursos, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma.

O modelo de governança corporativa que predominava entre as empresas com capital aberto na Bolsa de Valores no Brasil tinha as seguintes características (Carvalho, 2002): i) estrutura de propriedade com alta concentração de ações ordinárias (com direito a voto) e alto índice de emissão de ações preferenciais (sem direito a voto); ii) controle da empresa compartilhado por poucos investidores alinhados por meio de acordo entre acionistas, restando aos acionistas minoritários pouca atuação no Conselho de Administração; iii) pouca clareza na divisão dos papéis do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva.

A adoção da governança corporativa era entendida como necessária para garantir a aderência dos principais atores a códigos de conduta pré-acordados por meio de mecanismos que reduzem ou eliminam os conflitos de interesse e as quebras do dever fiduciário. Ao mesmo tempo, acreditava-se que haveria um impacto da governança corporativa na eficiência econômica, contribuindo para aumentar a rentabilidade das ações (Carvalho, 2002).

Contudo, no final da década de 1990, a ocorrência de prejuízos para os acionistas num ambiente de instabilidade econômica e a subavaliação do preço das ações em relação ao valor intrínseco das companhias, no Brasil, formavam um cenário com poucas vantagens para a abertura de capital e a captação de recursos via novas emissões. Tal distanciamento das empresas com relação ao mercado de capitais representava um baixo incentivo para a adoção de boas práticas de governança corporativa. Para romper esse impasse era preciso criar mecanismos institucionais que aprimorassem a governança corporativa e oferecessem maior proteção aos investidores no mercado de capitais, inclusive por que a estrutura de governança poderia afetar o valor da empresa (Silveira, 2005).

Apesar das diferenças entre os sistemas nacionais de governança corporativa – alguns centrados em bolsas de valores (mercado de ações) e outros em bancos (mercado de crédito) – havia a compreensão de que, no Brasil, a proteção aos direitos dos acionistas era bem menor do que nos EUA e na Inglaterra, e que a proteção aos direitos dos credores era muito baixa (Carvalho, 2002). Como havia empresas com desempenhos muito desiguais, em 2000 a Bovespa criou segmentos diferenciados (Nível 1 e 2 e Novo Mercado), institucionalizando uma segmentação<sup>6</sup> baseada na qualidade da governança corporativa (Lima et al., 2015).

Note-se que essa reestruturação da Bolsa de Valores no Brasil ocorreu na mesma época em que foi aprovada a Lei Pelé e entrou em vigor a exigência de uma gestão empresarial dos clubes de futebol profissional (1998-2001). Evidentemente, não havia expectativa de que um clube-empresa fizesse parte do Novo Mercado, que requer estágio avançado de governança corporativa, mas se cogitava a possibilidade de que equipes nacionais pudessem participar do mercado acionário tradicional (Proni, 2000). Contudo, tal projeção não prosperou. Para compreender por que a abertura de capital não era viável para clubes de futebol, convém inicialmente entender o que motiva e o que é exigido de empresas que adotam esse modelo de negócio no Brasil (Drebes, 2009).

A motivação é fácil de compreender (BM&FBovespa, 2012): a abertura de capital na Bolsa de Valores (com oferta pública ou privada de ações) permite a uma sociedade anônima o acesso ao mercado de capitais e a obtenção de recursos (para financiar projetos) com custo financeiro menor do que os juros de mercado, propiciando uma redução do risco de crédito para a empresa<sup>7</sup>. Essa estratégia depende da capacidade de atrair investidores por meio de um plano de negócios viável e rentável. Para preservar os direitos dos acionistas é preciso identificar necessidades imediatas (transparência na gestão, pagamentos de dividendos) e de longo prazo (crescimento sustentável, valorização

---

(6) Em 2005, foi adicionado o Bovespa Mais, segmento de listagem do mercado de balcão organizado destinado a pequenas e médias empresas compromissadas com a boa governança.

(7) O capital dos sócios investidores não tem prazo de amortização ou resgate e sua remuneração não é definida por uma taxa de juro *ex-ante*, dependendo do desempenho econômico da empresa e da avaliação do mercado.

patrimonial). A cotação no mercado acionário indica o valor da empresa e reflete as expectativas quanto a seu desempenho futuro.

Um aspecto essencial a considerar é o perfil da empresa que se candidata a negociar suas ações na Bolsa (BM&FBovespa; PWC, 2011). Toda companhia com capital aberto deve garantir um nível de prestação de informações para o público muito superior ao de uma companhia “fechada”. A empresa “aberta” deve ter uma estrutura organizacional com total transparência, estando preparada para o pronto fornecimento de informações e a prestação de contas, permitindo a qualquer interessado acompanhar e fiscalizar seu desempenho e gestão. São exigências permanentes: conformidade com aspectos regulatórios, eficiência operacional, gestão de risco, emissão de relatórios periódicos e relação com investidores. A imagem passada deve ser a mais favorável e transparente possível, sendo difícil recuperar uma imagem negativa.

Todos os benefícios esperados devem ser comparados com os custos assumidos pela empresa no processo de abertura de capital e no atendimento das obrigações para se manter como companhia aberta. Esse cálculo, associado ao entendimento do correto posicionamento da empresa e dos encargos derivados, é fundamental para que os objetivos sejam alcançados.

A primeira medida que deve ser tomada por uma empresa que tenha interesse em abrir o seu capital no Brasil é entrar com o pedido de registro de Companhia Aberta na CVM, órgão responsável pela regulação e fiscalização do mercado de capitais. Geralmente, junto com esse pedido, ocorre uma solicitação complementar para que seja liberada a realização de venda de ações ao público (a distribuição pública de ações). Essa primeira colocação de ações da empresa é comumente chamada de Oferta Pública Inicial – Initial Public Offering (IPO), em inglês. Trata-se da primeira venda de ações da empresa ao público, o início de negociação de suas ações na Bolsa de Valores. Nesse momento, a empresa amplia o seu quadro de sócios, já que os novos acionistas são proprietários de parte da empresa.

Uma oferta pública inicial implica em gastos com comissões por conta de colocação, coordenação, garantia de liquidez, incentivo e outras operações. Além disso, as despesas do processo de abertura de capital incluem: contratação de auditoria externa (para validação dos demonstrativos apresentados pela

empresa nos últimos três anos), contratação de advogados e consultores, publicidade e registro. O custo total da IPO corresponde, em média, a 4,5% do valor da distribuição, somando os gastos com comissões (3,9%) e outras despesas (0,6%). Mas, no caso do Bovespa Mais, o custo médio da IPO sobe para 7,1% do valor das ações ofertadas, sendo 5,0% para comissões e 2,1% para outras despesas (Deloitte, 2012).

Toda empresa listada na Bolsa de Valores deve regularmente cumprir obrigações legais e exigências institucionais decorrentes da abertura. No caso da BM&FBovespa<sup>8</sup>, para que a empresa mantenha sua condição de companhia aberta é necessário apresentar: Demonstrações Financeiras Padronizadas; Informações e Resultado Trimestral; Informações e Resultado Anual; Relatório da Administração, Demonstrações Financeiras Anuais e respectivos pareceres de Auditoria Independente; Divulgação de Fato Relevante; Proibição de Uso de Informação Privilegiada por parte dos administradores. As demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado seguem padrões internacionais de contabilidade. Disponibilizando estas informações, as empresas listadas permitem aos agentes uma avaliação condizente com a realidade do valor da companhia, proporcionando um ambiente mais confiável para o investidor. O não cumprimento dessas obrigações expõe a empresa a riscos de sanções legais e financeiras, impactando diretamente no seu resultado e no relacionamento com o mercado de capitais.

Apesar do interesse da BM&FBovespa em atrair empresas de menor porte e ampliar o público que investe no mercado de capitais (Coldibeli, 2013), a análise da viabilidade do ingresso na Bolsa não se restringe apenas aos custos relacionados à abertura de capital e à manutenção de uma companhia aberta, ou à avaliação das exigências de transparência da gestão e acesso a informações. Também devem ser ponderados os seguintes aspectos: i) o fato de ser um “caminho sem volta” (fechar o capital de uma empresa listada na Bolsa é um processo difícil e custoso), ii) a preocupação com a perda de flexibilidade no processo de decisão, iii) a pressão constante dos acionistas por desempenho, iv) as restrições à negociação com ações por detentores de informações

---

(8) Em 8 de maio de 2008, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) fundiram-se, dando origem a uma nova instituição, denominada BM&FBovespa.

privilegiadas, e v) a vulnerabilidade de empresas de pequeno porte a tentativas de ofertas hostis (BM&FBovespa; PWC, 2011).

### **3 Dificuldades para o ingresso de clubes brasileiros na Bolsa de Valores**

Apesar de nenhum clube brasileiro ter negociado ações na Bolsa de Valores na década de 2000 e nos anos seguintes, essa ideia foi discutida e até alcançou estágios bem avançados em algumas equipes. Interessa entender os motivos que dificultaram essa iniciativa.

Primeiro, a entrada de agremiações nacionais no mercado de capitais enfrentou um empecilho jurídico: os clubes, em sua grande maioria, são entidades desportivas profissionais, estruturadas como associações de caráter econômico sem fins lucrativos. Embora sejam tributados como pessoas jurídicas, não cumprem o requisito básico para serem registrados na Bolsa de Valores, isto é, ser uma sociedade anônima.

A solução para tentar entrar na BM&FBovespa foi a constituição de uma empresa S.A., na qual o time aporta seus ativos tangíveis e intangíveis (estádio, direitos econômicos etc.), ficando excluída dessa empresa a sede social e qualquer outro patrimônio pertencente aos associados do clube (Silva, 2006). Desse modo, a nova organização passaria a ser a controladora e proprietária somente dos ativos vinculados ao time de futebol. Por sua vez, o clube social seria mantido e não perderia a isenção no pagamento de alguns impostos.

Outra dificuldade diz respeito ao aporte de capital inicial exigido. Tome-se o exemplo do Coritiba, que disputa os principais torneios nacionais e foi pioneiro na tentativa de ingressar no mercado de capitais. Em 2003, a diretoria do clube enviou à CVM um pedido de registro de companhia aberta e distribuição pública de ações em mercado de balcão não organizado. O objetivo era deixar a gestão do clube e do departamento de futebol sob a responsabilidade de uma empresa (a Coritiba Futebol S.A.). No entanto, a autarquia negou esse pedido, alegando irregularidades contábeis nos documentos apresentados, já que dos R\$ 51 milhões declarados como patrimônio da Coritiba S.A., mais de R\$ 50 milhões eram referentes ao direito de uso da marca Coritiba Foot Ball Club, nome oficial do clube. Esse valor foi declarado pela companhia como “patrimônio intangível gerado internamente”

nas demonstrações financeiras, mas a CVM invalidou a contabilização desse tipo de ativo intangível e barrou o negócio, alegando não haver garantias financeiras e que o clube estava supervalorizando sua marca, que representava quase a totalidade dos ativos (Silva, 2006).

Outro exemplo de intenção frustrada: em 2006, o Botafogo Futebol e Regatas reuniu a documentação necessária para a abertura de uma sociedade anônima (Botafogo Futebol S.A.) com o propósito de aproveitar o bom momento da Bolsa de Valores no país por meio de uma operação de debêntures ou emissão de ações. O plano, entretanto, não saiu do papel.

Certamente, uma exigência para qualquer empresa com ações negociadas no mercado de capitais é a transparência de informações ao público investidor. No caso do futebol, na década passada, os balanços patrimoniais e as demonstrações financeiras dos clubes eram pouco detalhados. Além disso, como o mercado acionário é bastante volátil ao noticiário nacional e internacional, oscilando de acordo com as informações divulgadas, havia o receio de uma variação repentina do valor dos papéis em função de ocorrências imprevistas. Ou melhor, havia o receio de que alguns acontecimentos inesperados acarretassem desvalorização das ações: desclassificação prematura num torneio, contusão de um jogador, demissão do treinador, perda de patrocinador, renúncia do diretor de futebol, entre outros<sup>9</sup>.

Apesar da crise financeira internacional, que eclodiu no último trimestre de 2008, continuou sendo defendida a ideia de que a abertura de capital e o consequente aprimoramento gerencial e organizacional do clube-empresa poderiam levar a “indústria do futebol” a um patamar mais alto, potencializando o desempenho financeiro e a valorização patrimonial (Drebes, 2009). Mas, caso algumas equipes de futebol brasileiras quisessem entrar na Bolsa de Valores, não seria suficiente a profissionalização da administração. Além de contratar profissionais qualificados para os cargos executivos, seria

---

(9) Dada a impossibilidade de ingressar na Bolsa de Valores, uma alternativa foi concebida em 2007 por Luiz Gonzaga Belluzzo, então presidente da Sociedade Esportiva Palmeiras, que planejou constituir a Palestra Investimentos Ltda. para capitalizar o clube. A ideia era criar um fundo de investimento baseado em parte dos direitos patrimoniais sobre transferências futuras de uma “cesta de atletas” vinculados ao clube. Contudo, essa iniciativa também não vingou, provavelmente em razão do elevado risco para os investidores e da baixa liquidez.

necessária uma completa mudança organizacional. Uma adequação da legislação relativa ao clube-empresa também ajudaria, assim como incentivos fiscais. Adicionalmente, deveria ser melhorada a imagem institucional e fortalecido o relacionamento com o público (que não se restringe a seus torcedores). O clube precisaria cuidar de sua projeção na mídia e obter reconhecimento de variados públicos. E deveria assegurar transparência não só dos resultados financeiros, como também dos métodos de gestão e controle (governança corporativa), permitindo acompanhamento constante da comunidade financeira (doméstica e internacional).

A crise financeira que abalou as principais bolsas de valores do mundo foi superada, no Brasil, no segundo semestre de 2009. Em 2010, o volume total de ações negociadas em ofertas públicas alcançou o recorde de R\$ 74,4 bilhões (BM&FBovespa, 2014). Projetava-se, na época, uma evolução muito positiva do mercado de capitais nos anos seguintes, inclusive por conta do aumento expressivo no número de investidores cadastrados na Bolsa (que quadruplicou entre 2005 e 2010) e do programa de popularização do mercado de ações (Lazarini et al., 2010). Isso poderia atrair algum clube-empresa disposto a abrir o capital.

Em 2013, o Paraná Clube finalizou o processo para se tornar o primeiro clube brasileiro a lançar ações na Bolsa de Valores. Diferentemente do que ocorre no resto do mundo, suas ações não envolveriam patrimônio físico, verba de TV e outras rendas do time, mas somente os direitos econômicos sobre os jogadores vinculados ao clube, por meio da oferta inicial de ações da Atletas Brasileiros S.A., organização fundada em 2010 por um grupo de investidores que tem o Paraná Clube como acionista majoritário. Desse modo, não haveria o risco do controle do clube ser tomado por algum investidor com o interesse de se tornar “dono da equipe”. Esperava-se, na precificação inicial, alcançar o valor de R\$ 63 milhões. O lucro para a equipe ocorreria na venda do jogador, como normalmente ocorre no meio futebolístico, e com a negociação de ações da sociedade anônima. E o interesse do investidor seria o mesmo do torcedor: quanto melhor o desempenho esportivo do time, melhor o desempenho das suas ações. Contudo, três anos depois, a Atletas Brasileiros S.A. permanecia em fase de obtenção do registro na BM&FBovespa, sem autorização da CVM para negociar suas ações.

Embora fosse possível a constituição de uma sociedade anônima de capital aberto desse tipo, persistia a desconfiança, por parte do mercado, quanto à capacidade dos clubes de cumprir as exigências mencionadas, bem como em relação ao sucesso que poderia ser alcançado (Libanio, 2015). De fato, os clubes não possuíam governança estruturada para atender aos padrões de exigência da CVM e sua gestão era parcialmente profissional. Além disso, a grande maioria das equipes de futebol no Brasil não possuía porte econômico mínimo para serem negociadas na Bolsa de Valores (seu tamanho era considerado pequeno frente outras empresas de capital aberto). E a grande maioria não apresentava bons indicadores de liquidez, nem oferecia boas perspectivas de rentabilidade para eventuais acionistas.

É importante frisar: uma das dificuldades encontradas pelas equipes nacionais foi a incerteza em relação às receitas (relacionada, em parte, ao desempenho esportivo), o que afeta a qualidade da gestão e o cálculo econômico de possíveis investidores. A assinatura de contratos de longo prazo para patrocínios e direitos de televisão ajudou a reduzir essa incerteza, mas não foi suficiente para projetar uma boa *performance* na Bolsa de Valores. Os investidores buscam ativos que ofereçam segurança (no caso, uma estrutura gerencial profissional e balanços superavitários), mas também estão atentos às oscilações do ramo de atividade e aos riscos relativos a mudanças institucionais ou outros fatores exógenos.

Por fim, é preciso destacar que o ingresso na Bolsa de Valores encontrou resistências internas nos principais clubes brasileiros, como explica Libanio (2015) ao analisar o caso do São Paulo Futebol Clube. Embora a possibilidade de criação de uma sociedade anônima tenha sido descartada (sequer foi elaborado um estudo jurídico sobre a mudança do estatuto social para ser discutido no Conselho Deliberativo), membros da Diretoria concordavam que o clube poderia se beneficiar das vantagens de listar ações na Bolsa para alavancar seus negócios. Osvaldo Vieira de Abreu, Vice-presidente de Administração e Finanças em 2015, considerava que seria possível atender os requisitos da CVM. Segundo ele, a instituição mudou de porte econômico entre 2004 e 2014 (o faturamento anual passou de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões), o que exigia uma administração mais profissional, imune às divergências internas típicas de clubes sociais (a cada três anos há eleições para

a presidência da Diretoria, gerando conflitos que podem prejudicar o planejamento estratégico e financeiro de longo prazo).

Para evitar a descontinuidade na gestão, foi desenvolvido um projeto pioneiro para aprimorar a governança corporativa, em conjunto com o Instituto Águila, buscando definir metas administrativas, operacionais e financeiras, melhorar os mecanismos de controle pelos respectivos gestores e criar instrumentos de análise de desempenho mais objetivos. A intenção, seguindo o exemplo de grandes equipes europeias, era reduzir o impacto da política interna do clube no processo de tomada de decisão (Libanio, 2015).

O plano de reestruturação administrativa elaborado pelo então CEO do São Paulo FC, Alexandre Bourgeois, previa a criação de um Conselho Gestor e a contratação de executivos para cuidar das áreas estratégicas, tais como finanças e marketing. Porém, como a mudança no organograma daria maior autonomia aos executivos e diminuiria o poder da Diretoria, Bourgeois foi demitido em setembro de 2015 pelo então presidente do clube, Carlos Miguel Aidar (Capelo, 2015).

A estratégia refutada pela direção do clube previa a implantação de um organograma similar ao de grandes corporações e a separação das três unidades de negócios do clube: futebol (base e profissional), estádio e clube social. Na área do marketing, previa a criação de uma área de *branding* para cuidar da valorização da marca e indicava a necessidade de aprimorar a gestão de contratos de licenciamento. Na área das finanças, previa a redução da folha de pagamentos do departamento de futebol reduzindo o teto salarial e usando critérios de remuneração variável. Também previa a reestruturação da elevada dívida bancária do clube, buscando diminuir as taxas de juros e obter um alongamento dos prazos.

Em vez de propor o lançamento de ações na Bolsa de Valores para capitalizar o clube, Bourgeois defendia a criação de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), que seria registrado na CVM. A ideia era vender cotas para investidores, que seriam remuneradas tendo como garantia parte dos direitos econômicos de jogadores que o clube detém. Para que o produto tivesse credibilidade e fosse atraente, era preciso adotar critérios de governança e oferecer contrapartidas, garantindo que o investidor recebesse uma remuneração mínima correspondente a 120% do CDI (taxa básica de juros

de referência em aplicações financeiras). Se não houvesse lucro com a venda de atletas ao longo do período estabelecido, seria como se o clube assumisse uma dívida com juros equivalente a 120% do CDI, menor do que a taxa média paga em empréstimos bancários (200% do CDI). Mas, caso houvesse um lucro extraordinário, os investidores poderiam ganhar um bônus. Contudo, essa proposta concebida para o São Paulo FC também não saiu do papel (Capelo, 2015).

Em suma, pode-se dizer que a adoção de métodos modernos de gestão empresarial passou a ser vista como uma prioridade em clubes de futebol da elite nacional, mas havia resistências à transição para um modelo mais avançado de governança corporativa. Nesse cenário, a opção de listar ações na Bolsa de Valores não se mostrava viável, mesmo naqueles clubes com potencial de mercado e boa situação financeira<sup>10</sup>.

#### **4 O Profut e a proposta de criação da Sociedade Anônima do Futebol**

Após a aprovação da Lei Pelé, o futebol brasileiro se tornou um negócio bilionário. A receita conjunta dos clubes brasileiros passou de R\$ 600 milhões em 2001 para mais de R\$ 3 bilhões em 2013 (Turrer, 2015). Mas, apesar dessa expansão significativa, os gastos com contratações e salários de jogadores (e comissão técnica) continuaram pressionando o orçamento. A gestão financeira da maioria dos clubes permaneceu deficitária, dificultando o pagamento de encargos tributários e trabalhistas e resultando em endividamento crescente, o que em geral causava problemas no âmbito esportivo. Diante de tais desequilíbrios orçamentários, muitos dirigentes foram obrigados a comprometer receitas futuras, na maioria dos casos antecipando o recebimento por direitos de transmissão, e a tomar empréstimos emergenciais, fazendo as dívidas se tornarem quase “impagáveis”.

Em 2014, ano da realização da Copa do Mundo no Brasil, ainda predominava entre os clubes da elite a dificuldade de cumprir o planejamento financeiro. Naquele ano, o endividamento total dos 12 clubes de futebol com

---

(10) O São Paulo, o Corinthians e o Internacional foram considerados os clubes brasileiros melhor estruturados financeiramente, em 2013, segundo o “índice de estrutura financeira” da Pluri Consultoria (2014). O IEF é composto de 3 indicadores: porte financeiro, evolução financeira e saúde financeira.

maior faturamento anual (Flamengo, Corinthians, São Paulo, Cruzeiro, Internacional, Palmeiras, Grêmio, Atlético-MG, Botafogo, Vasco, Santos e Fluminense) ultrapassou R\$ 5,3 bilhões, predominando as dívidas bancárias e trabalhistas. Esses times da elite nacional tiveram déficit operacional (despesas superiores às receitas) em 2014, com exceção do Flamengo<sup>11</sup>. O Botafogo é o caso mais crítico de descontrole financeiro: entre 2011 e 2014, os déficits anuais acumulados somaram R\$ 464,7 milhões, levando a dívida total do clube para R\$ 845,5 milhões (Somoggi, 2015).

Em fevereiro de 2015, a dívida ativa com a União (que inclui o Imposto de Renda e as contribuições para o INSS e o FGTS) desses 12 clubes de futebol alcançava R\$ 1,59 bilhões, o que representava 40% da dívida fiscal e tributária total do conjunto dos times brasileiros, estimada pela Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional em R\$ 3,7 bilhões (Reis, 2015).

Preocupado com a situação, o governo federal editou, em março de 2015, uma medida provisória para o refinanciamento de dívidas dos clubes com o Fisco Federal e com o FGTS, assim como para induzir uma modernização do futebol (MP 671/15). O texto permitia o pagamento das dívidas em até 20 anos, desde que os clubes cumprissem uma série de contrapartidas para garantir que os desequilíbrios orçamentários não se repetissem no futuro.

Ao anunciar a medida provisória, a Presidente Dilma Rousseff afirmou que a responsabilidade fiscal seria fundamental para que o futebol se tornasse “financeiramente saudável”: “O nosso futebol necessita com urgência de um programa de modernização da gestão e de responsabilidade fiscal. Por isso, acredito sinceramente que o futuro do nosso futebol depende da aprovação desta legislação que temos a honra de submeter ao exame do Congresso Nacional” (Brasil, 2015).

Em agosto de 2015, após ser discutida na Câmara Federal e no Senado, foi sancionada a Lei de Responsabilidade Fiscal do Esporte (Lei 13.155/15), que trata do refinanciamento das dívidas fiscais e trabalhistas dos clubes de futebol profissional. Para conseguir o equacionamento da dívida o clube tem de

---

(11) O Flamengo havia encerrado 2012 com uma dívida total de R\$ 803,7 milhões. Em 2013, uma nova gestão foi implantada, começando um processo de reordenamento financeiro. Em 2014, o clube obteve um superávit de R\$ 64,3 milhões, enquanto a dívida total foi reduzida para R\$ 698 milhões (Somoggi, 2015).

aderir ao Profut (Programa Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro), que prevê parcelamento das dívidas tributárias em até 240 meses (com redução de 70% das multas, 40% dos juros e 100% dos encargos legais) e da dívida com o FGTS em até 180 meses. As principais contrapartidas exigidas são as seguintes: a) pagar em dia as obrigações tributárias, previdenciárias e trabalhistas; b) pagar em dia os salários dos atletas, inclusive o “direito de imagem”; c) gastar, no máximo, 80% da receita bruta com o futebol profissional; d) manter investimento mínimo permanente nas categorias de base e no futebol feminino; e) adotar um cronograma progressivo de redução do déficit orçamentário (não deve ser superior a 5% a partir de 2019); f) publicar demonstrações contábeis padronizadas e auditadas (as quais devem ser submetidas a um conselho fiscal autônomo); g) não antecipar receitas previstas para mandatos futuros, a não ser em situações específicas; h) respeitar o período máximo de quatro anos para o mandato do dirigente esportivo (permitida uma recondução); i) incluir no estatuto o afastamento imediato de dirigente que praticar gestão temerária (e sua inelegibilidade por no mínimo cinco anos). O clube que descumprir essas exigências fica sujeito a perder as condições de refinanciamento de suas dívidas. Por sua vez, as federações estaduais e a CBF ficam obrigadas a penalizar qualquer clube filiado que não possua certidões negativas de débito, podendo inclusive ser rebaixado de divisão no respectivo torneio.

A nova legislação implicou em alterações substanciais em alguns artigos da Lei Pelé (Lei 9.615/98) e do Estatuto do Torcedor (Lei 10.671/03). Mas, foi vetado o capítulo que previa um regime especial de tributação para sociedades empresárias desportivas profissionais – e que incluía artigo propondo medidas para estimular que clubes (mesmo que endividados) pudessem originar sociedades anônimas. Para garantir a efetividade da nova legislação, em janeiro de 2016 foi assinado o decreto que regulamenta a Autoridade Pública de Governança do Futebol (Apfut), instância fiscalizadora do Profut, que contava naquele momento com a adesão de 111 clubes.

Embora seja uma medida necessária, o Profut não é suficiente para resolver os problemas financeiros dos clubes brasileiros. Aproveitando a oportunidade, em abril de 2016 o deputado federal Otavio Leite (PSDB/RJ) apresentou à Câmara dos Deputados um projeto de lei (PL 5.082/16) que

pretende criar a Sociedade Anônima do Futebol (SAF), o que requer que sejam estabelecidos procedimentos de governança e de natureza tributária. A justificativa é simples: seria mais um passo necessário no processo de modernização do futebol brasileiro.

Em adição, tal proposta converge com o interesse da BM&FBovespa de aumentar a popularidade do mercado de ações e pulverizar o número de investidores, abrindo um segmento de mercado específico para essa atividade, que seria regulamentado pela CMV (Monteiro de Castro; Mansur, 2016).

Entre as propostas contidas no PL 5.082/16 devem ser mencionadas:

a) definição de regras específicas para regular a emissão de valores mobiliários por companhias constituídas por clubes de futebol, em complemento à Lei 6.404/1976, que regulamenta as sociedades anônimas e define as atribuições da CVM;

b) exigência de uma estrutura administrativa baseada em modelo corporativo, com conselho de administração e diretoria executiva, além de conselho fiscal independente;

c) adoção de normas que protegem os direitos de propriedade dos acionistas minoritários de uma SAF, assim como aqueles que possuem ações preferenciais sem direito a voto;

d) exigência de que os acionistas diretos da SAF sejam pessoas nascidas e residentes no Brasil, ou grupos econômicos e fundos de investimentos com sede no país;

e) criação de um regime tributário especial (Re-fut) para a SAF;

f) possibilidade de abertura do capital (oferta pública de distribuição de ações ou outro tipo de valor mobiliário conversível), com preferência de compra para os associados do clube;

g) instituição de segmento especial de listagem para SAFs por entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários, prevendo práticas diferenciadas de governança corporativa;

h) possibilidade de emissão de debêntures especiais do futebol e demais valores mobiliários, segundo normas específicas de tributação de rendimento e de remuneração;

i) participação facultativa da SAF em programas de desenvolvimento educacional e social.

Apesar desse projeto de lei ainda ter um longo caminho de discussões no Congresso Nacional até ser arquivado ou aprovado (talvez com modificações substantivas), é uma clara demonstração de que há o interesse de que a modernização do futebol brasileiro seja pautada numa racionalidade estritamente econômica, sendo necessária a adoção de um modelo de negócios semelhante àquele vigente em grandes equipes europeias.

Contudo, existem resistências à aprovação dessa lei no Congresso, seja de grupos que querem a manutenção da atual estrutura de propriedade nos clubes, seja de autoridades governamentais preocupadas em barrar a pressão por regime tributário especial para médias empresas com capital aberto, seja de políticos que entendem o futebol como bem público e são reticentes à sua total conversão em ativo financeiro. Além disso, argumenta-se que tal modelo não é o mais adequado, sequer é predominante na Europa, sendo possível adotar critérios de governança corporativa e explorar o potencial de mercado dos clubes de futebol sem recorrer à conversão em sociedade anônima com o capital aberto. A questão de fundo, que emerge nessa discussão, é bastante óbvia: a quem pertence o controle dos clubes e quem são os maiores beneficiados com sua valorização patrimonial?

### **Considerações finais**

Na era do futebol-empresa, os times de ponta podem adotar diferentes modelos de gestão para alavancar seu negócio. A abertura de capital na Bolsa de Valores é uma estratégia que foi testada em diversos centros futebolísticos, em especial na Europa, mas não é uma tendência inexorável. Alguns casos foram bem-sucedidos, outros fracassaram. Inclusive, há exemplos de clubes listados em Bolsa de Valores que tiveram fraco desempenho financeiro e

esportivo, resultando em desvalorização no preço de suas ações e forçando a saída por meio de oferta pública de aquisição de ações<sup>12</sup>.

No Brasil, mesmo os clubes de futebol com boa gestão financeira não estão preparados para atender as normas da BM&FBovespa, em especial devido à sua natureza jurídica e à alta instabilidade das receitas neste segmento econômico. Embora já seja possível a um clube de futebol criar uma sociedade anônima e abrir o capital na Bolsa, há uma série de razões que desencorajam tal iniciativa. A eventual aprovação do PL 5.082/16 poderia facilitar tal conversão, mas não garantiria o sucesso da iniciativa. De qualquer modo, se houvesse estímulos para avançar nessa direção, algumas grandes equipes brasileiras poderiam utilizar tal estratégia de financiamento para reduzir seu endividamento, investir em infraestrutura e projetar uma valorização patrimonial. Mas, para que isso fosse viável, seria necessária uma profunda reestruturação na forma como são administradas.

Entre os economistas que atuam no mercado de capitais, a entrada de clubes de futebol tradicionais tem sido considerada muito positiva, porque traria novos investidores para a BM&FBovespa, uma vez que torcedores de alta renda se sentiriam atraídos pela possibilidade de possuir uma fração do patrimônio de seu clube. Entre os administradores que atuam com gestão esportiva, o argumento em favor desse movimento também é sedutor: além de garantir maior transparência em função da exigência de governança corporativa, essa injeção de capital poderia ampliar a capacidade de gerar lucros e fortalecer a competitividade internacional de clubes-empresa no Brasil.

A capitalização inicial provavelmente não seria suficiente para sanar as dívidas bancárias e trabalhistas, mas contribuiria para que os clubes investissem na modernização de seus estádios e de seus centros de treinamento e de fisioterapia, aumentando assim seu potencial de receitas futuras e melhorando as condições de trabalho para atletas e comissão técnica. A expectativa é alcançar o sucesso do Manchester United e de outras equipes que ingressaram na Bolsa de Valores. Mas, também existe o receio de que os ganhos prometidos

---

(12) Em maio de 2016, o número de equipes listadas em bolsas de valores europeias que fazem parte do Stoxx Europe Football Index havia se reduzido para 22 (1 do Reino Unido [Celtic], 3 da Itália, 1 da Alemanha, 1 da França, 3 de Portugal, 4 da Turquia, 5 da Dinamarca, 1 da Holanda, 1 da Suécia, 1 da Polônia e 1 da Macedônia).

sejam apenas uma miragem e que tal iniciativa possa causar altos prejuízos aos aventureiros.

A BM&FBovespa oferece um instrumento de capitalização que não tem sido utilizado pela maioria das empresas brasileiras de médio porte, que não estão dispostas a se submeter aos controles e exigências da CMV<sup>13</sup>. Além disso, para que uma ação seja considerada atrativa, o negócio deve ser capaz de gerar lucros para os investidores e transmitir confiança para o mercado acionário. Esta é uma condição difícil de ser cumprida no futebol nacional. Ou seja, listar ações na Bolsa de Valores é uma operação de risco, que implica baixo custo inicial<sup>14</sup>, mas pode acarretar prejuízos elevados se o desempenho das ações for decepcionante.

Uma possibilidade de contornar os obstáculos jurídicos e a resistência interna nos clubes, como explicado, seria a criação de um fundo de investimento em direitos creditórios. Embora a necessidade de oferecer garantia de rentabilidade para os investidores também possa ocasionar algum prejuízo ao clube, poderia ser uma alternativa de financiamento mais barato. Mas, nesse caso, seria mais interessante reivindicar a abertura de uma linha especial de financiamento do BNDES para os clubes que tivessem condições de expandir seus negócios.

Se o PL 5.082/16 for aprovado na íntegra, o que poderia mudar nesse quadro aqui apresentado? Os clubes brasileiros com maior faturamento e poder de mercado teriam interesse de lançar ações na Bolsa de Valores, apesar das dificuldades que podem surgir para manter o clube listado? Basta uma nova legislação para viabilizar esse tipo de negócio? As respostas a essas perguntas, por enquanto, ainda são meramente especulativas.

---

(13) Em outubro de 2014, a CVM autorizou ofertas públicas de ações com esforços restritos (estabelecendo uma procura mínima de apenas 75 investidores qualificados e aceitando que apenas 50 adquiram os valores ofertados), com o objetivo de facilitar IPOs de empresas de médio porte. Por sua vez, a BM&FBovespa anunciou a criação do segmento Bovespa Mais Nível 2 (permitindo a emissão de ações preferenciais, sem direito a voto), também buscando atrair companhias de médio porte.

(14) Note-se que, quando o valor total de uma oferta pública na BM&FBovespa se situa abaixo de R\$ 500 milhões, o custo médio da operação corresponde a 5,5% do valor da emissão (Deloitte, 2012). O custo da captação, portanto, é significativamente inferior às taxas de juros cobradas no mercado de crédito nacional.

A instabilidade das receitas, a falta de boa governança e a dificuldade de cortar gastos afugentam os investidores sérios. Os acionistas identificados com o clube – uma elite de torcedores de alta renda – poderiam compensar essa desconfiança. Entretanto, o clube não se sustentaria listado na Bolsa somente com base na fidelidade desses torcedores. Sem um planejamento estratégico de longo prazo e transparência na gestão financeira não se consegue transmitir confiança para os acionistas. A administração de um clube popular que se transforma em clube-empresa não pode ser baseada na paixão.

Aqueles clubes da elite nacional que conseguissem ingressar na Bolsa passariam por uma mudança radical no processo de tomada de decisões. Em outras palavras, seus dirigentes teriam de abrir mão de parte de seu poder e prestígio. E não se sabe o que poderia acontecer se um grupo econômico adquirisse a maioria das ações ordinárias e controlasse o clube.

Parece evidente que poucos clubes nacionais poderiam alcançar sucesso na estratégia de constituir uma sociedade anônima e abrir o capital no mercado acionário. Portanto, é provável que as atuais desigualdades verificadas no desempenho financeiro dos times mais populares do país se amplificariam, o que desequilibraria ainda mais as disputas no campo esportivo. Para evitar que isso acontecesse, uma alternativa seria a criação de uma Liga Nacional com estrutura jurídica adequada e porte econômico razoável para negociar ações na Bolsa. Nesse caso, o patrimônio inicial da empresa seria avaliado de acordo com os direitos econômicos relativos à transmissão dos torneios e a contratos de marketing da Liga.

Entretanto, o atual ambiente econômico do país não é favorável ao ingresso na Bolsa. Desde 2014, o mercado de capitais ficou mais seletivo e despencou a propensão a fazer oferta pública inicial na BM&FBovespa. A deterioração do cenário macroeconômico em 2015 afetou ainda mais o segmento Bovespa, levando à redução do valor de mercado das companhias listadas e, conseqüentemente, dos volumes negociados. Inclusive, muitas companhias decidiram sair da Bolsa (Ribeiro, 2015).

De qualquer modo, mesmo que não pretendam a conversão em sociedade anônima e a abertura do capital na Bolsa de Valores, os clubes brasileiros que possuem um volume relativamente elevado de receitas precisam aprimorar a governança corporativa, adotar métodos avançados de gestão

financeira e explorar com eficiência seu potencial de mercado, buscando assim alcançar um patamar mais elevado de competitividade esportiva.

### Referências bibliográficas

AIDAR, A. C. K.; OLIVEIRA, J. J.; LEONCINI, M. P. *A nova gestão do futebol*. Rio de Janeiro, RJ: Editora FGV, 2000.

BAUR, D. Do football clubs benefit from Initial Public Offerings? *Football Perspectives*, Sidney, Australia, 31 August 2012. Available in: <http://footballperspectives.org/do-football-clubs-benefit-initial-public-offerings>. Acesso em: 9 abr. 2014.

BM&FBOVESPA. *Diretrizes de governança corporativa*. São Paulo, s.d. Disponível em: [http://ri.bmfbovespa.com.br/fck\\_temp/26\\_2/Diretrizes de Governanca Corporativa da BMFBOVESPA.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/fck_temp/26_2/Diretrizes_de_Governanca_Corporativa_da_BMFBOVESPA.pdf). Acesso em: 10 nov. 2015.

BM&FBOVESPA. *Ser companhia aberta é poder contar com o mercado de capitais para crescer*. São Paulo, out. 2012. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/abmfbovespa/download/comoeporqueinternet.pdf>. Acesso em: 5 jan. 2015.

BM&FBOVESPA. *Demonstrações financeiras de 2013*. São Paulo, fev. 2014. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1990/DFBVMF2013Completo.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2015.

BM&FBOVESPA; PWC. *Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO)*. São Paulo: BM&FBovespa; Pricewaterhouse Coopers; Brain, 2011. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/BMFBOVESPA-Comoe-por-que-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>. Acesso em: 9 abr. 2014.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Governo edita MP sobre renegociação de dívidas dos clubes de futebol. *Câmara Notícias*, Brasília, 19 mar. 2015. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/camaranoticias/noticias/ESPORTES/483984-GOVERNO-EDITA-MP-SOBRE-RENEGOCIACAO-DE-DIVIDAS-DOS-CLUBES-DE-FUTEBOL.html>. Acesso em: 7 maio 2016.

CAIADO, J. *Sporting, financial and stock market performance in English football: an empirical analysis of structural relationships*. Lisboa, Portugal:

Centre for Applied Mathematics and Economics (Cemapre), School of Economics and Management (ISEG), Technical University of Lisbon, 2009.

CAPELO, R. Ex-CEO do São Paulo revela plano ignorado por clube para evitar prejuízo de R\$ 136 mi. *Revista Época* (On Line), Época Esporte Clube, 19 set. 2015. Disponível em: <http://epoca.globo.com/vida/esporte/noticia/2015/09/ex-ceo-do-sao-paulo-revela-plano-ignorado-por-aidar-para-evitar-prejuizo-de-r-136-mi.html>. Acesso em: 10 maio 2016.

CARNEIRO JUNIOR, E. da S.; BERGMANN, D. R. Queda no preço das ações dos times de futebol europeus durante a crise do subprime. In: SIMPÓSIO INTERNACIONAL DE GESTÃO DE PROJETOS (II SINGEP), 2, São Paulo, 7-8 nov. 2013. *Anais eletrônicos...* São Paulo: Uninove, 2013. Disponível em: <https://repositorio.uninove.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/513/627-1143-1-RV%20-%20queda%20no%20preco%20das%20acoes.pdf?sequence=1>. Acesso em: 11 nov. 2014.

CARVALHO, A. G. de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

COBOS, P. United, Arsenal, Juve, Dortmund, Ajax? Não, para ganhar dinheiro, o melhor clube de 2013 foi o Sporting. *ESPN*, 31 dez. 2013. Disponível em: [http://espn.uol.com.br/noticia/379166\\_united-arsenal-juve-dortmund-ajax-nao-paraganhos-dinheiro-o-melhor-clube-de-2013-foi-o-sporting](http://espn.uol.com.br/noticia/379166_united-arsenal-juve-dortmund-ajax-nao-paraganhos-dinheiro-o-melhor-clube-de-2013-foi-o-sporting). Acesso em: 26 out. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Rio de Janeiro, jun. 2002. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/rede-de-blogs/investidor-em-acao/files/2011/04/cartilha-CVM-Governan%C3%A7a-Corporativa.pdf>. Acesso em: 1 out. 2015.

COLDIBELI, L. Empresas de menor porte também podem ir à Bolsa. *UOL*, Economia, 8 jan. 2013. Disponível em: <http://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2013/01/08/empresas-de-menor-porte-tambem-podem-ir-a-bolsa-saiba-como.htm>. Acesso em: 10 out. 2015.

DELOITTE. *Custos para abertura de capital no Brasil: uma análise sobre as ofertas entre 2005 e 2011*. São Paulo: GIOS-Deloitte, 2012. Disponível em:

<http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/audit/custos-abertura-capital.pdf>. Acesso em: 7 maio 2016.

DRUMMOND, N. A. *Futebol: a gestão além do coração*. ABEX Futebol (Associação Brasileira dos Executivos de Futebol), 2 out. 2012. Disponível em: <http://www.abexfutebol.com.br/2012/10/futebol-a-gestao-alem-do-coracao/>. Acesso em: 29 maio 2014.

DREBES, F. S. *Abertura de capital de clubes de futebol*. Monografia (Especialização em Administração)– Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

HARRIS, N. Premier league wages dwarf those around Europe with top-flight players in England earning an average of \$2.3million a year... almost 60 per cent more than in Germany. *Daily Mail*, Football, 14 Nov. 2014. Disponível em: <http://www.dailymail.co.uk/sport/football/article-2833020/Premier-League-wages-dwarf-Europe-flight-players-England-earning-average-2-3million-year.html>. Acesso em: 16 nov. 2014.

HARTY, C. Five football clubs listed on the stock exchange. *The Richest*, 3 Aug. 2014. Disponível em: <http://www.therichest.com/sports/soccer-sports/5-footballclubs-listed-on-the-stock-exchange/>. Acesso em: 9 abr. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

ITAÚ-BBA. *Análise econômico-financeira dos clubes de futebol brasileiros de 2015*. Disponível em: <http://download.uol.com.br/esporte/analise-economico-financeira-dos-clubes-de-futebol-brasileiros-de-2015.pdf>. Acesso em: 17 abr. 2016.

JACKSON, J. Manchester City owners announce £265m deal with Chinese investors. *The Guardian*, Football, 1 Dec. 2015. Disponível em: <https://www.theguardian.com/football/2015/dec/01/manchester-city-265m-deal-chinese-investment-group>. Acesso em: 13 maio 2016.

LAZARINI, J.; QUEIROZ, F.; QUEIROZ, J.; VELOSO, N.; HÉKIS, H. O processo de desconcentração e pulverização dos investimentos e a

popularização do mercado de ações brasileiro pós 2001. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, Florianópolis, v. 9, n. 26, p. 45-61, abr./jul. 2010.

LEONCINI, M. P.; SILVA, M. T. Entendendo o futebol como um negócio: um estudo exploratório. *Gestão e Produção*, v. 12, n. 1, p. 11-23, jan./abr. 2005.

LIBANIO, J. P. M. *A Bolsa de Valores como fonte de financiamento e estratégia de valorização patrimonial de clubes de futebol no Brasil*. Monografia (Ciências Econômicas)–Unicamp, Campinas, 2015.

LIMA, S.; OLIVEIRA, F.; CABRAL, A.; SANTOS, S. dos; PESSOA, M. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. *REGE*, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015.

MAKSEN, C.; TREVISAN, E. N. *Índice de Desenvolvimento Esportivo (IDE) 2014*. São Paulo: Maksen Consulting; Trevisan Escola de Negócios, 2014.

MARQUES, D. S. P.; COSTA, A. Governança em clubes de futebol: um estudo comparativo de três agremiações no estado de São Paulo. *Revista de Administração*, USP, São Paulo, v. 44, n. 2, p.118-130, abr./jun. 2009.

MARTINS, O. Futebol e Bolsa de Valores. *Informação Contábil*, 5 set. 2013. Disponível em: <http://informacaocontabil.blogspot.com.br/2013/09/futebol-e-bolsa-de-valores.html>. Acesso em: 2 jun. 2014.

MONTEIRO DE CASTRO, R.; MANSUR, J. F. *Futebol, estado e mercado*. Projeto de recuperação, estabilização e desenvolvimento sustentável do futebol brasileiro: estrutura, governo e financiamento. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

OZANIAN, M. The world's most valuable soccer teams 2016. *Forbes* (On Line), 11 maio 2016. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/mikeozanian/2016/05/11/the-worlds-most-valuable-soccer-teams-2016/#5d7f96152d04>. Acesso em: 13 maio 2016.

PLURI CONSULTORIA. Ranking dos clubes brasileiros por estrutura financeira. (Ressonância Financeira Pluri). São Paulo, 23 dez. 2014. Disponível em: <http://www.pluriconsultoria.com.br/uploads/relatorios/Ressonancia%20financeira%20-%20clubes%20com%20melhor%20estrut%20financ%202014.pdf>. Acesso em: 9 maio 2016.

POZZI, L. F. *A grande jogada: a teoria e prática de marketing esportivo*. São Paulo, SP: Globo, 1998.

PRICEWATERHOUSE COOPERS. *Qual mercado? Um guia para empresas que consideram uma abertura de capital em Nova York, Londres, Hong Kong ou São Paulo*. São Paulo: PwC Brasil, 2011. Disponível em: [https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/wich\\_mark\\_port.pdf](https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/wich_mark_port.pdf). Acesso em: 26 jan. 2015.

PRONI, M. W. *A metamorfose do futebol*. Campinas, SP: Unicamp.IE, 2000.

PRONI, M. W.; ZAIA, F. H. Gestão empresarial do futebol num mundo globalizado. In: RIBEIRO, L. (Org.). *Futebol e globalização*. Jundiaí, SP: Fontoura, 2007.

PRONI, M. W. Economia do esporte: um campo de estudo em expansão. In: TURTELLI, S. R. (Org.). *Esporte em foco*. São Paulo, SP: Cultura Acadêmica, 2010.

RENNEBOOG, L.; VANBRABANT, P. *Share price reactions to sporty performances of soccer clubs listed on the London Stock Exchange and the AIM*. Tilburg, Netherlands: Tilburg University, 2000.

REIS, R. Maiores clubes do Brasil devem mais de R\$ 1,5 bilhão para União. *Folha de São Paulo* 21 jan. 2015. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/esporte/2015/01/1577960-dividas-de-12-grandes-do-futebol-brasileiro-com-a-uniao-passa-de-r-15-bilhao.shtml>. Acesso em: 22 fev. 2015.

RIBEIRO, A. P. Com a Bolsa em queda, 12 empresas já pediram para fechar capital este ano. *O Globo*, Economia, 29 set. 2015. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/negocios/com-bolsa-em-queda-12-empresas-ja-pediram-para-fechar-capital-este-ano-17634553>. Acesso em: 28 maio 2016.

SÃO PAULO FUTEBOL CLUBE. *Balanco patrimonial 2013*. Disponível em: <http://www.saopaulofc.net/o-clube/balanco/>. Acesso em: 9 abr. 2014.

SILVA, A. S. Muito longe da trave. *Capital Aberto*, ed. 33, 1 maio 2006.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul, 2005.

SOMOGGI, A. *Finanças dos clubes brasileiros em 2014*. Brasília, 5 maio 2015. (Apresentação preparada para audiência pública no Congresso Nacional)

SOUSA, H. D. Bolsa, o jogo que os clubes de futebol estão a perder. *Público*, Portugal, 6 dez. 2011. Disponível em: <http://static.publico.pt/noticia/bolsa-o-jogo-que-os-clubes-de-futebol-estao-a-perder-1523948/>. Acesso em: 20 abr. 2016.

SPORTS BUSINESS GROUP. *Deloitte Annual Review of Football Finance 2015*. Edited by Dan Jones. London, United Kingdom: Deloitte, Jun. 2015.

SPORTS BUSINESS GROUP. *Football Money League 2016*. Edited by Dan Jones. London, United Kingdom: Deloitte, Jan. 2016.

SPORT CLUBE CORINTHIANS PAULISTA. *Balanço patrimonial 2013*. Disponível em: <http://www.corinthians.com.br/site/clube/?c=Transpar%C3%Aancia>. Acesso em: 9 abr. 2014.

STOXX. *Stoxx Europe Football*. Disponível em: <http://www.stoxx.com/>. Acesso em: 29 nov. 2014.

TURRER, R. Dá para o futebol brasileiro sair do buraco? *Época*, 02.abr.2015. Disponível em: <http://epoca.globo.com/ideias/noticia/2015/04/da-para-o-futebolbrasileiro-sair-do-buraco-financeiro.html>. Acesso em: 1 maio 2015.

VALENTE, R.; SERAFIM, M. C. Gestão esportiva: novos rumos para o futebol brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, v. 46, n. 3, p. 131-136, jul./set. 2006.

VARIAN, H. R. *Microeconomia: princípios básicos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

WILTGEN, J. Os riscos de investir nas empresas médias do Bovespa Mais. *Exame*, 14 fev. 2014. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/osriscos-de-investir-nas-empresas-medias-do-bovespa-mais>. Acesso em: 1 mar. 2015.