

O FUTEBOL BRASILEIRO NA BOLSA DE VALORES?

BRAZILIAN FOOTBALL ON STOCK EXCHANGE?

Marcelo Weishaupt Proni*, João Pedro Marchiore Libanio
Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), Campinas, SP, Brasil

Submetido em: 21-06-2016

Aprovado em: 16-11-2016

***Marcelo Weishaupt Proni**

Doutor em Educação Física pela Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Professor livre-docente do Instituto de Economia da Unicamp.

(CEP 13083-857 – Campinas/SP, Brasil).

E-mail: mwproni@gmail.com

Endereço: R. Pitágoras, 353 - Instituto de Economia – Unicamp, Caixa postal 6135 - 13083-857 - Campinas/SP, Brasil.

João Pedro Marchiore Libanio

Economista pela Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), Executivo de Contas na Marsh.

E-mail: joaop.libanio@gmail.com

RESUMO

O futebol é um negócio que envolve vultosas transações comerciais. Num ambiente de elevada competitividade, no qual diferentes modelos de gestão empresarial foram adotados, vários clubes europeus viram, na Bolsa de Valores, uma alternativa para ampliar seu poder econômico. Essa estratégia ainda não foi testada no Brasil, mas o Projeto de Lei n. 5.082/2016 pretende viabilizar a entrada de equipes na BM&FBovespa com a criação da Sociedade Anônima do Futebol. O objetivo do artigo é analisar a viabilidade de abertura de capital para grandes equipes nacionais como fonte de financiamento e estratégia de valorização patrimonial. Constata-se que a alta instabilidade das receitas e a fragilidade financeira das equipes constituem sérios obstáculos. Mesmo clubes com gestão financeira responsável não estão aptos para atender as normas da CVM, devido a questões de natureza jurídica. Para que times brasileiros possam ingressar na Bolsa de Valores são necessárias profundas alterações na estrutura de propriedade e na governança corporativa. E não há garantia de que a conversão do clube em sociedade anônima propicie melhor desempenho econômico.

PALAVRAS-CHAVE: Futebol Empresa; Bolsa de Valores; Governança Corporativa.

ABSTRACT

Football is a business that involves expensive commercial transactions. In a highly competitive ambient in which different models of corporate management were adopted, many European clubs found in the stock market an alternative to enlarge its economic power. This strategy has not been tested in Brazil, but the draft law 5.082/2016 intends to facilitate the entry of teams on the BM&FBovespa with the adoption of a new legal regime for football. The aim of this paper is to analyze the IPO feasibility for the main national teams as a funding source and asset appreciation strategy. It is observed that the high volatility of revenues and the financial fragility of the teams constitute serious obstacles. Even clubs with responsible financial management are not able to meet the demands of the CVM due to legal issues. In order to Brazilian teams enter the stock exchange, profound changes in the ownership structure and corporate governance are required. And there is no guarantee that the conversion of the club in corporate provides better economic performance.

KEYWORDS: Football Business; Stock Exchange; Corporate Governance.

1 INTRODUÇÃO

No último quarto do século XX, o futebol profissional deixou de ser um entretenimento sem fins lucrativos e passou a ser um negócio bastante valorizado, capaz de gerar bilhões de dólares por ano. As equipes e ligas europeias tiveram aumento frequente nas receitas provenientes da transmissão do espetáculo e das ações de marketing. Em 1997, o Manchester United se tornou o primeiro clube a ultrapassar um faturamento anual de € 100 milhões (Deloitte & Touche, 1998).

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 (Sports Business Group, 2012). Em 2014/2015, conforme o Football Money League 2016, os 30 clubes europeus de maior faturamento anual tinham receitas acima de € 125 milhões (desses, 10 clubes tinham faturamento superior a € 320 milhões). A liderança pertencia ao Real Madrid (€ 577 milhões), seguido por Barcelona (€ 561 milhões), Manchester United (€ 520 milhões), Paris Saint-Germain (€ 481 milhões) e Bayern Munich (€ 474 milhões). De acordo com o Annual Review of Football Finance 2016, a soma das receitas anuais das cinco maiores ligas europeias (Inglaterra, Alemanha, Espanha, Itália e França) já havia alcançado € 12 bilhões; considerando o conjunto das ligas de futebol da Europa na temporada 2015/2016, calculava-se um faturamento superior a € 22 bilhões (Sports Business Group, 2016b).

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 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, assim como um distanciamento do mercado de capitais. Em 2011, o Corinthians se tornou o primeiro clube brasileiro a ultrapassar um faturamento anual de € 100 milhões (BDO RCS, 2012). Estima-se que os 24 clubes da elite nacional tiveram um faturamento bruto de R\$ 3,2 bilhões em 2014, excluindo receitas financeiras (BDO RCS, 2015). Porém, as principais equipes nacionais apresentaram um endividamento crescente nesse período. Entre 2010 e 2014, a soma das dívidas totais desses 24 clubes dobrou (em termos nominais), aumentando de R\$ 3,3 bilhões para R\$ 6,6 bilhões (BDO RCS, 2015).

É importante mencionar que o valor de mercado dos grandes clubes brasileiros vem aumentando nos últimos anos. Considerando a capacidade de receita e o tamanho das respectivas torcidas, estima-se que a soma do “valor da marca” de 12 times da elite nacional tenha aumentado de R\$ 4,095 bilhões em 2011 para R\$ 8,682 bilhões em 2015 (mais que dobrou, em termos nominais), sendo que as marcas mais valiosas atualmente pertencem ao Flamengo (R\$ 1,493 bilhão), ao Corinthians (R\$ 1,423 bilhão) e ao Palmeiras (R\$ 1,022 bilhão) (BDO RCS, 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 assegurar uma gestão financeira mais responsável e solucionar os principais problemas administrativos 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, Oliveira, & 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, tais como o Santos F. C. (Marques & Costa, 2009) e o Flamengo (Viana de Freitas & Fontes, 2011), e foram introduzidas de forma parcial ou restrita por causa de fragilidades na matriz organizacional (hierarquia e controle), decorrentes do estatuto do clube (que confere baixa autonomia ao gestor) e dos conflitos entre as esferas de poder, prejudicando as negociações junto a *stakeholders* (Viana de Freitas, 2016). 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). Poucos foram os clubes, tais como o Corinthians, o Flamengo e o Coritiba, que contaram com executivos do mercado financeiro cuidando da gestão financeira (Martins, 2013).

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, provocando elevado endividamento (Itaú-BBA, 2015). Por exemplo, em 2014, a dívida do Botafogo-RJ aumentou 21%, alcançando R\$ 846 milhões; a dívida do Grêmio-RS aumentou 36%, alcançando R\$ 382 milhões; e a dívida do Corinthians cresceu 62%, ultrapassando R\$ 313 milhões. Note-se que, entre os clubes de maior faturamento, apenas o Flamengo conseguiu uma redução da dívida (8%), mas essa ainda era muito elevada em 2014, cerca de R\$ 698 milhões (BDO RCS, 2015).

O futebol apresenta uma exigência adicional que precisa ser considerada pelos gestores: além de manter um caixa equilibrado, é necessário fazer uma boa campanha nos torneios (Leoncini & Silva, 2005). Com o tempo, os critérios para definir uma administração eficiente se tornaram mais exigentes, incluindo a gestão de ativos, a governança do clube e a valorização da marca (Maksen, 2014).

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 (Coritiba, Botafogo e Paraná Clube). 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 (caso da parceria Corinthians-MSI). 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 (o Internacional-RS foi pioneiro), 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 patrimonial¹. 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. Talvez esse seja 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 duas questões, tendo em vista a atual situação financeira dos clubes da elite do futebol nacional² e o ambiente econômico marcado por baixa previsibilidade. Além disso, busca-se analisar a hipótese de que a abertura de capital é uma fonte viável de financiamento para equipes nacionais que buscam uma condição competitiva mais vantajosa e que pode ser considerada uma estratégia eficaz de valorização patrimonial.

2 METODOLOGIA

Este estudo se fundamenta num método de abordagem hipotético-dedutivo para a elaboração de uma reflexão acadêmica a respeito do tema delimitado (Marconi & Lakatos, 2003). Trata-se de um estudo exploratório, ou seja, um tipo de pesquisa direcionada para trazer maior familiaridade com o problema a partir da discussão da hipótese (Gil, 2002).

O procedimento metodológico se baseou em revisão bibliográfica e em levantamento de dados secundários. A revisão da literatura contemplou cinco temas de interesse: a transformação do futebol num negócio rentável e a adoção de diferentes modelos de gestão; as experiências de sucesso e fracasso de clubes europeus que ingressaram na Bolsa de Valores com o propósito de ampliar seu poder econômico; a exigência de adoção de governança corporativa para empresas listadas na BM&FBovespa; a renegociação das dívidas dos clubes brasileiros com o governo federal; e a proposta de criação de uma modalidade de sociedade anônima específica para clubes de futebol.

O levantamento de dados secundários permitiu ilustrar o aumento das receitas de clubes de futebol na Europa e no Brasil, assim como o processo de endividamento dos clubes da elite nacional. Para a Europa, foram priorizadas as informações contidas nos relatórios publicados pelo Sports Business Group (Deloitte), a saber: Football Money League e Annual Review of Football Finance. Para o Brasil, foram priorizadas as informações produzidas por empresas de consultoria especializada, a

¹ Como a maioria dos times europeus não tem o capital aberto, não haviam 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.

² Estima-se que os 20 clubes que disputavam a Série A do Campeonato Brasileiro, em 2009, eram responsáveis por 67% do produto total do setor futebol no Brasil, o qual englobava 783 times (Blumenschein, 2013).

BDO RCS, que publica regularmente um relatório sobre a situação financeira dos times da elite nacional: *Valor das marcas dos clubes brasileiros*. Em adição, para ambos os levantamentos, foram utilizadas informações complementares publicadas em artigos de jornal ou revista.

Também deve ser mencionado que a evolução do preço médio das ações de clubes em bolsas de valores na Europa, a partir de janeiro de 2007, foi analisada por meio de um índice (Stoxx Europe Football Index) elaborado pela Stoxx, empresa independente especializada em orientação de investidores no mercado de capitais. Essas informações foram obtidas no banco de dados do Financial Times (<http://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/historical?s=FCTL:STX>).

A discussão dos resultados da pesquisa foi dividida em duas partes: as dificuldades encontradas por clubes brasileiros que tentaram ingressar no mercado de capitais; e a proposta do PL 5.082/2016 para acelerar o processo de modernização do futebol brasileiro.

3 REVISÃO DA LITERATURA

3.1 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 e contribuiu para a conquista de vários títulos, 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 Hillsborough³ 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

³ Em 1989, durante uma das semifinais da Taça da Inglaterra, 96 torcedores do Liverpool morreram pisoteados e outros 766 ficaram feridos.

obtenção de maiores rendas com bilheteria 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 adotaram diretrizes de governança corporativa, o que permitiu que algumas se aventurassem no mercado de ações, obtendo dinheiro para melhorar o estádio e a estrutura de treinamento e fisioterapia, assim como investir na aquisição de jogadores para aumentar a competitividade e valorizar o espetáculo⁴.

As equipes que se lançavam na Bolsa de Valores prometiam a seus investidores ganhos elevados, inspiradas no caso de sucesso do Manchester United, cujas ações valorizaram mais de 500% entre 1991 e 1995. Entre outubro de 1995 e outubro de 1997, foi seguido por outros 17 clubes ingleses⁵. 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 e evitar gastos exagerados e endividamento inconsequente (Baur & McKeating, 2011).

Mas, ao trilharem o caminho da Bolsa de Valores, ficaram sujeitas aos riscos e desafios inerentes às características ímpares de seu ramo de atividades (Renneboog & Vanbrabant, 2000). 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), isto é, priorizando o relacionamento com *stakeholders* (acionistas, investidores e patrocinadores) e informando o público sobre as políticas e ações internas e externas adotadas pela instituição.

A crise financeira de 2008-2009 afetou negativamente o preço das ações das equipes listadas na Bolsa. Carneiro e Bergmann (2013) afirmam que houve significativo aumento (5%) do risco sistêmico nos times de futebol europeus em razão da perda de confiança em ativos financeiros, mas

⁴ 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 (Sports Business Group, 2016a).

⁵ Arsenal, Aston Villa, Birmingham, Bolton Wanderers, Charlton Athletic, Chelsea, Leeds, Leicester City, Manchester City, Millwall, Newcastle, Notts Forest, Preston, Sheffield, Southampton, Sunderland e West Brom.

em geral, esses clubes são vistos como “investimento conservador”⁶. 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 na Figura 1, o preço médio das ações de clubes de futebol vinha aumentando consistentemente no período que antecedeu a crise financeira que abalou a economia mundial em outubro de 2008 (alcançou o pico de € 175,68 em 23 de setembro 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 em seis meses (€ 82,02 em 9 de março de 2009). Houve uma recuperação precária nos meses seguintes, com oscilações até meados de 2010, a partir de quando se observa nova tendência de valorização, com o índice se mantendo num patamar elevado nos primeiros meses de 2011 (alcançou € 161,07 em 3 de maio de 2011). Contudo, o aprofundamento da crise econômica na Europa prejudicou bastante o desempenho de muitas empresas nas bolsas de valores, fazendo o preço médio das ações de clubes de futebol cair novamente pela metade (€ 77,53 em 13 de janeiro de 2012). Nos quatro anos seguintes, o Stoxx Europe Football Index apresentou um desempenho decepcionante (baixando para € 57,79 em 14 de dezembro de 2015). Em 2016, o índice voltou ao patamar do começo de 2012 (€ 77,66 em 7 de setembro de 2016).

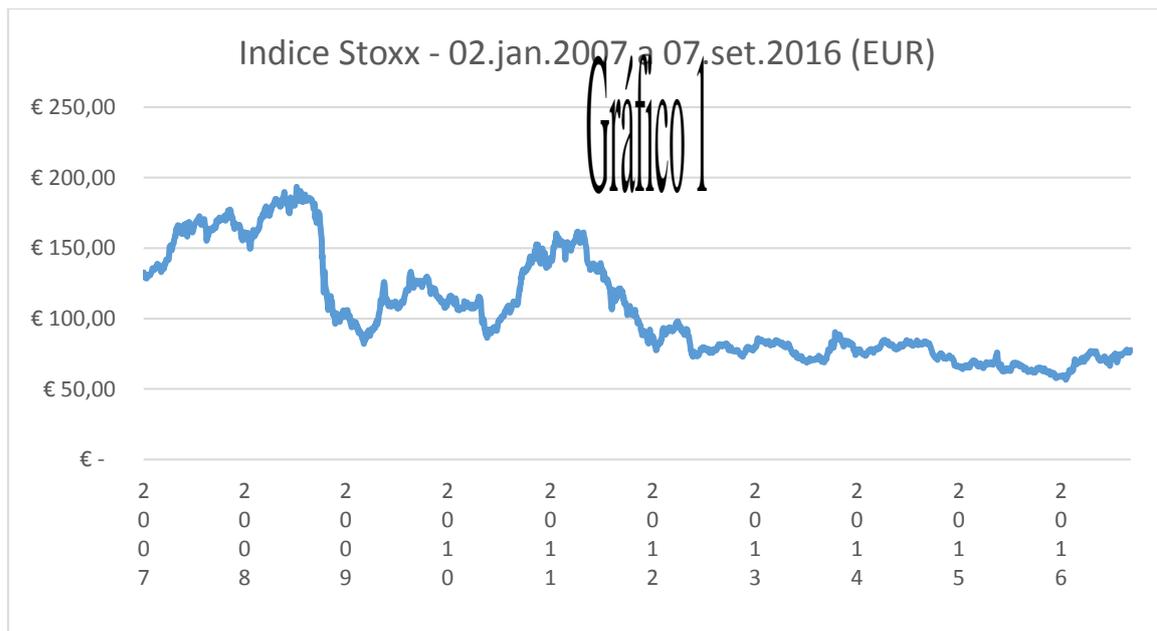


Figura 1 - Preço médio das ações de clubes de futebol
 Fonte: Financial Times (elaboração própria).

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

⁶ 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 & Bergmann, 2013, p. 10).

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 requer a criação de 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 10 de agosto de 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 abaixo do esperado (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. De acordo

com a base de dados do Financial Times, houve uma valorização significativa nos meses seguintes (US\$ 18,82 em 19 de fevereiro de 2013) e desde então esse valor tem oscilado, em geral acima de um patamar de US\$ 16,00 (US\$ 17,31 em 7 de setembro de 2016).

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 (Ozarian, 2016).

3.2 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 CVM⁷ 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 da governança auxilia os investidores na decisão de alocar recursos, pois determina o nível e as formas de atuação que 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

⁷ A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

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 gerava 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 segmentação⁸ baseada na qualidade da governança corporativa (Lima, Oliveira, Cabral, Santos, & Pessoa, 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 empresa⁹. 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 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

⁸ Esses segmentos prezam por regras rígidas de governança corporativa, diferenciando-se do segmento “básico”, no qual as obrigações das companhias se restringem àquelas estabelecidas na Lei das Sociedades por Ações. Tais regras se referem ao percentual mínimo de ações em circulação, à distribuição pública de ações, a disposições estatutárias, à divulgação adicional de informações, ao conselho de administração, entre outras. 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 e que permite IPOs com esforços restritos. Em 2014, foi criado o Bovespa Mais Nível 2.

⁹ 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.

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&FBovespa¹⁰, 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 privilegiadas; e v) a vulnerabilidade de empresas de pequeno porte a tentativas de ofertas hostis (BM&FBovespa & PWC, 2011).

¹⁰ 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.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 DIFICULDADES PARA O INGRESSO DE CLUBES BRASILEIROS NA BOLSA DE VALORES

Apesar de nenhum clube brasileiro ter negociado ações na Bolsa de Valores até o presente (2016), essa ideia foi cogitada em algumas equipes, mas poucas chegaram a apresentar proposta à CVM, como será visto a seguir. 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 (Silva, 2006).

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.

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 desse ativo financeiro.

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 conseqüente 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 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, Queiroz, F., Queiroz, J., Veloso, & Hékis, 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 de o 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 poucos clubes que cogitaram esse caminho não possuíam governança estruturada para atender aos padrões de exigência da CVM e sua gestão era parcialmente profissional. A inviabilidade do ingresso na Bolsa não decorria dos custos relacionados à abertura de capital (e à sua manutenção), mas da dificuldade de assegurar transparência da gestão (e acesso a informações) e de restringir a negociação das ações por detentores de informações privilegiadas, assim como da vulnerabilidade desses ativos a tentativas de ofertas hostis. Mesmo que algumas equipes de futebol da elite nacional tivessem porte econômico mínimo para serem negociadas na Bolsa de Valores, não apresentavam bons indicadores de liquidez, nem ofereciam 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.

Também é preciso destacar que o ingresso na Bolsa de Valores encontrou resistências internas nos principais clubes brasileiros, as quais se baseiam no fato de ser visto como uma mudança irreversível, que acarretaria a perda de flexibilidade no processo de decisão e poderia causar tensões em razão da pressão constante dos acionistas por desempenho financeiro. Tais resistências não significavam uma aversão à modernização da gestão, mas a subordinação do modelo administrativo à preservação do poder dos grupos dominantes na política interna do clube.

O caso do São Paulo Futebol Clube ilustra bem esse ponto (Libanio, 2015). 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 financeira¹¹.

4.2 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, a soma do endividamento líquido dos 12 clubes de futebol com 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 (BDO RCS, 2015). Esses times da elite nacional tiveram déficit operacional (despesas superiores às receitas) em 2014, com exceção do Flamengo¹². 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.

¹¹ 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.

¹² 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).

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. Câmara dos Deputados, 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 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 n. 9.615/1998) e do Estatuto do Torcedor (Lei n. 10.671/2003). 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.

A criação da SAF é entendida como o instrumento necessário para a formação de um novo ambiente de negócios, que possibilita uma gestão financeira mais eficiente e propicia maior independência em relação à política interna dos clubes. A abertura do capital é facultativa, sendo necessário verificar se é vantajosa e viável em cada caso particular. 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 o futebol, regulamentado pela CVM (Monteiro de Castro & Mansur, 2016).

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

- a) Definição de regras específicas para regular emissão de valores mobiliários por companhias constituídas por clubes de futebol, em complemento à Lei n. 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) Criação de segmento especial de listagem para SAF por entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários com 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 de não se saber, no momento em que este artigo está sendo redigido, se esse projeto de lei será arquivado ou aprovado (talvez com modificações substantivas) pelo Congresso Nacional, 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, deve-se ponderar: o que força os clubes de futebol em direção à gestão profissional não é a existência de imposição legal, mas a dinâmica da concorrência nesse mercado (Aidar & Faulin, 2014).

Certamente, existem resistências à aprovação dessa lei, 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 empresas de médio porte com capital aberto, seja de políticos que entendem o futebol como bem público e são reticentes à sua total conversão em ativo financeiro.

Por outro lado, há um conjunto de atores políticos convencidos de que a indução (não a obrigação) para a conversão de clubes em sociedade anônima (e a adoção de critérios de governança corporativa) é o melhor caminho para instituir uma gestão mais responsável nos clubes de futebol da elite nacional e potencializar a exploração do seu potencial de mercado. Prova disso é que, em 2016, a Comissão Especial sobre a Reformulação da Legislação do Esporte da Câmara dos Deputados vem fazendo audiências públicas para discutir um anteprojeto de lei que estabelece a “Lei Geral do Futebol Brasileiro”, reintroduzindo um capítulo que institui um regime especial de tributação para o desporto profissional e outro que cria uma regulamentação jurídica especial para “sociedades anônimas desportivas” (Sades), em moldes parecidos ao que existe na Espanha e em Portugal. O anteprojeto faculta às entidades desportivas se constituírem como “associação”, “sociedade empresária” ou “sociedade anônima desportiva” e universaliza critérios estabelecidos pelo Profut para coibir uma gestão temerária e garantir uma gestão transparente e financeiramente responsável para todas as entidades que participam de torneios profissionais. Embora a Sades reproduza uma concepção geral semelhante à SAF (prevista no PL 5.082/16), há pontos de divergência a respeito das normas mais adequadas para proteger os interesses do clube social e confusão entre o que é tema de direito societário ou de direito esportivo, demonstrando não haver consenso nesse tópico da legislação.

Uma consideração adicional deve ser feita. É possível que a transformação do clube em SAF ou Sades seja compatível com a adoção de um modelo antiquado de governança corporativa, ou seja, uma sociedade anônima pode ser administrada sem transparência e priorizando os interesses de um grupo restrito de acionistas. E, mesmo no caso daqueles clubes que constituírem uma empresa com o capital aberto, não há garantia de que serão evitados problemas comuns no Brasil (mencionados

anteriormente): 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; e iii) pouca clareza na divisão dos papéis do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva.

5 CONCLUSÃO

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 na Bolsa 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 ações¹³.

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.

A entrada de clubes de futebol tradicionais no mercado de capitais 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. Do ponto de vista de especialistas em 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 todas 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 um sucesso similar ao de algumas equipes europeias que ingressaram na Bolsa de Valores. Mas, também existe o receio de que os ganhos prometidos sejam apenas uma miragem e que tal iniciativa possa causar altos prejuízos aos aventureiros. Para contornar parcialmente esse receio, uma proteção a acionistas minoritários poderia ser assegurada por meio da concessão de *tag along* (isto é, caso o controle da companhia seja adquirido por um novo investidor, os acionistas minoritários com direito a voto têm a opção de vender suas ações por um valor previamente estipulado).

A BM&FBovespa oferece um instrumento de capitalização que não tem sido utilizado pela maioria das sociedades anônimas brasileiras de médio porte, porque não estão dispostas a se submeter aos controles e exigências da CVM¹⁴. Além disso, para que uma ação seja considerada atrativa, o negócio

¹³ 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).

¹⁴ 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

deve transmitir confiança para o mercado acionário baseada na expectativa de rentabilidade e de liquidez dos ativos. 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 inicial¹⁵, 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 Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) para os clubes que tivessem condições de expandir seus negócios.

Se o PL 5.082/16 (ou a nova Lei Geral do Futebol Brasileiro) fosse aprovado na íntegra, provavelmente não poderia mudar significativamente o quadro aqui apresentado. Os clubes brasileiros com maior faturamento e poder de mercado talvez não tivessem interesse de lançar ações na Bolsa de Valores em razão das dificuldades que podem surgir para manter o clube listado. Em outras palavras, não basta a aprovação de uma nova legislação para viabilizar esse tipo de negócio.

Não há garantia de que a conversão do clube em sociedade anônima possa propiciar, de forma automática, um melhor desempenho econômico. Além disso, 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 – podem compensar essa desconfiança. Entretanto, o clube não pode se sustentar listado na Bolsa somente com base na fidelidade de pequena parcela de seus torcedores. Sem um planejamento estratégico de longo prazo e transparência na gestão financeira não se consegue transmitir confiança para os acionistas.

Além disso, 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 (BM&FBovespa, 2016). A deterioração do cenário macroeconômico a partir de 2015 e o aumento da volatilidade dos ativos afetaram a confiança dos investidores, levando à redução do valor de mercado das companhias listadas e dos volumes negociados. Inclusive, muitas companhias decidiram sair da Bolsa, tais como Objetivo, Souza Cruz, Vigor e Estrela (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 eficiência econômica e aumentar sua competitividade esportiva.

6 LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES PARA NOVOS ESTUDOS

As respostas para as perguntas que motivaram o presente estudo não podem ser conclusivas, havendo ainda muitas incertezas sobre os desdobramentos da discussão proposta. A questão de fundo, que emerge no debate sobre a mudança na legislação e na análise das resistências internas à mudança da estrutura de comando nos negócios do futebol (ilustradas com o exemplo do São Paulo FC), mas não poderia ser tratada aqui, é bastante óbvia: a quem pertence o controle dos clubes e quem são os maiores beneficiados com sua valorização patrimonial?

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.

¹⁵ 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.

Outros temas adjacentes poderiam ser objeto de futuras análises. Por exemplo, os clubes da elite nacional que conseguissem ingressar na Bolsa passariam por uma mudança radical no processo de tomada de decisões. É importante examinar a hipótese de que os dirigentes atuais teriam de abrir mão de parte de seu poder e prestígio. Por outro lado, é importante considerar o que poderia acontecer se um grupo econômico adquirisse a maioria das ações ordinárias e controlasse o clube-empresa.

Também poderiam ser analisadas as mudanças no padrão de concorrência e seu impacto sobre o sistema federativo. 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. Contudo, esse tipo de solução não foi experimentado em outros países, não havendo motivos para supor que pudesse vingar no Brasil.

Por fim, deve ser melhor considerada a possibilidade de modernização da gestão do futebol sem a necessidade de conversão dos clubes em S.A., mas com a adoção de práticas eficazes de governança e planejamento estratégico, como ocorre em clubes como Real Madrid e Barcelona. Essa possibilidade talvez seja mais condizente com a preservação de aspectos sociais e culturais do futebol no país.

REFERÊNCIAS

- Aidar, A. C. K., & Faulin, E. J. (2014). O negócio do futebol. *Cadernos FGV Projetos*, Rio de Janeiro, 8(22), 46-60.
- Aidar, A. C. K., Oliveira, J. J., & Leoncini, M. P. (2000). *A nova gestão do futebol*. Rio de Janeiro: Editora FGV.
- Baur, D., & McKeating, C. (2011). Do football clubs benefit from Initial Public Offerings? *International Journal of Sport Finance*, 6, 40-59.
- BDO RCS. (2012). *Valor das marcas dos clubes brasileiros* (5th ed.). São Paulo: BDO Publicações.
- BDO RCS. (2015). *Valor das marcas dos clubes brasileiros* (8th ed.). São Paulo: BDO Publicações.
- Blumenschein, F. (2013). A cadeia produtiva do futebol no Brasil. *Cadernos FGV Projetos*, Rio de Janeiro, 8(22), 78-84.
- BM&FBovespa (s/d). *Diretrizes de governança corporativa*. São Paulo.
- BM&FBovespa (2012). *Ser companhia aberta é poder contar com o mercado de capitais para crescer*. São Paulo, outubro.
- BM&FBovespa (2016). *Demonstrações financeiras de 2015*. São Paulo, fevereiro.
- BM&FBovespa, & PWC (2011). *Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO)*. São Paulo: BM&FBovespa; Pricewaterhouse Coopers; Brain.

- Brasil. Câmara dos Deputados. (2015, março 19). Governo edita MP sobre renegociação de dívidas dos clubes de futebol. *Câmara Notícias*, Brasília.
- Caiado, J. (2009). *Sporting, financial and stock market performance in English football: An empirical analysis of structural relationships*. Lisboa, Portugal: Centre for Applied Mathematics and Economics, School of Economics and Management, Technical University of Lisbon.
- Capelo, R. (2015, setembro 19). Ex-CEO do São Paulo revela plano ignorado por clube para evitar prejuízo de R\$ 136 mi. *Revista Época* (On-Line).
- Carneiro, E. da S. Jr.; & Bergmann, D. R. (2013). Queda no preço das ações dos times de futebol europeus durante a crise do subprime. In *Anais... do II Simpósio Internacional de Gestão de Projetos (II SINGEP)*, São Paulo, Uninove.
- Carvalho, A. G. de. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, 37(3), 19-32.
- Cobos, P. (2013, dezembro 31). United, Arsenal, Juve, Dortmund, Ajax? Não, para ganhar dinheiro, o melhor clube de 2013 foi o Sporting. *ESPN* (On-Line).
- Comissão de Valores Mobiliários (2002). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Rio de Janeiro, junho.
- Coldibeli, L. (2013, janeiro 8). Empresas de menor porte também podem ir à Bolsa. *UOL* (On-Line).
- Deloitte. (2012). *Custos para abertura de capital no Brasil: Uma análise sobre as ofertas entre 2005 e 2011*. São Paulo: GIOS-Deloitte.
- Deloitte & Touche. (1998). *Annual Review of Football Finance*. Edited by Gerry Boon et al. Manchester, UK: Deloitte & Touche.
- Drebes, F. S. (2009). *Abertura de capital de clubes de futebol*. Porto Alegre: UFRGS.
- Drummond, N. A. (2012, outubro). *Futebol: A gestão além do coração*. Rio de Janeiro, ABEX Futebol (Associação Brasileira dos Executivos de Futebol).
- Gil, A. C. (2002). *Como elaborar um projeto de pesquisa* (4th ed.). São Paulo: Atlas.
- Harty, C. (2014, August 3). Five football clubs listed on the stock exchange. *The Richest* (On Line).
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (4th ed.). São Paulo: IBGC.
- Itaú-BBA. (2015). *Análise econômico-financeira dos clubes de futebol brasileiros de 2015*.
- Jackson, J. (2015, December 1). Manchester City owners announce £265m deal with Chinese investors. *The Guardian* (On-Line).

- Lazarini, J., Queiroz, F., Queiroz, J., Veloso, N., & Hékis, H. (2010). O processo de desconcentração e pulverização dos investimentos e a popularização do mercado de ações brasileiro pós 2001. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 9(26), 45-61.
- Leoncini, M. P., & Silva, M. T. (2005). Entendendo o futebol como um negócio: Um estudo exploratório. *Gestão e Produção*, 12(1), 11-23.
- Libanio, J. P. M. (2015). *A Bolsa de Valores como fonte de financiamento e estratégia de valorização patrimonial de clubes de futebol no Brasil*. Campinas: Unicamp.
- Lima, S., Oliveira, F., Cabral, A., Santos, S. dos, & Pessoa, M. (2015). Governança corporativa e desempenho econômico: Uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. *REGE*, 22(2), 187-204.
- Maksen. (2014) *Índice de desenvolvimento esportivo (IDE) 2014*. Clubes de futebol. São Paulo: Maksen Consulting; Trevisan Escola de Negócios.
- Marconi, M. A., & Lakatos, E. M. (2003). *Fundamentos de metodologia científica* (5th ed.). São Paulo: Atlas.
- Marques, D. S. P., & Costa, A. (2009). Governança em clubes de futebol: Um estudo comparativo de três agremiações no estado de São Paulo. *Revista de Administração, USP*, 44(2), 118-130.
- Martins, O. (2013, setembro 5). Futebol e Bolsa de Valores. *Informação Contábil*. Recuperado de <http://informacaocontabil.blogspot.com.br/2013/09/futebol-e-bolsa-de-valores.html>
- Monteiro de Castro, R., & Mansur, J. F. (2016). *Futebol, estado e mercado*. Projeto de recuperação, estabilização e desenvolvimento sustentável do futebol brasileiro: Estrutura, governo e financiamento. São Paulo: Quartier Latin.
- Ozanian, M. (2016, May 11). The world's most valuable soccer teams 2016. *Forbes* (On Line).
- Pluri Consultoria. (2014, dezembro 23). *Ranking dos clubes brasileiros por estrutura financeira (Ressonância Financeira Pluri)*. São Paulo.
- Pozzi, L. F. (1998). *A grande jogada: A teoria e prática de marketing esportivo*. São Paulo: Globo.
- Proni, M. W. (2000). *A metamorfose do futebol*. Campinas, SP: Unicamp.IE.
- Proni, M. W., & Zaia, F. H. (2007). Gestão empresarial do futebol num mundo globalizado. In L. Ribeiro (Org.). *Futebol e globalização*. Jundiaí, SP: Fontoura.
- Renneboog, L., & Vanbrabant, P. (2000) Share price reactions to sporty performances of soccer clubs listed on the London Stock Exchange and the AIM. *CentER Discussion Paper*, (19), Tilburg University, Netherlands.
- Reis, R. (2015, janeiro 21). Maiores clubes do Brasil devem mais de R\$ 1,5 bilhão para União. *Folha de São Paulo* (On-Line).

- Ribeiro, A. P. (2015, setembro 29). Com a Bolsa em queda, 12 empresas já pediram para fechar capital este ano. *O Globo* (On-Line).
- Silva, A. S. (2006, maio 1). Muito longe da trave. *Capital Aberto*, 33.
- Silveira, A. D. M. (2005). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul.
- Somoggi, A. (2015, maio 5). *Finanças dos clubes brasileiros em 2014*. Brasília, Congresso Nacional.
- Sousa, H. D. (2011, dezembro 6). Bolsa, o jogo que os clubes de futebol estão a perder. *Público* (On-Line).
- Sports Business Group. (2012). *Football Money League 2012*. Edited by Dan Jones. London, UK: Deloitte, January.
- Sports Business Group. (2016a). *Football Money League 2016*. Edited by Dan Jones. London, UK: Deloitte, January.
- Sports Business Group. (2016b). *Annual Review of Football Finance 2016*. Edited by Dan Jones. London, UK: Deloitte.
- Turrer, R. (2015, abril 2). Dá para o futebol brasileiro sair do buraco? *Época* (On-Line).
- Viana de Freitas, H., & Fontes, J. R. Filho. (2011). A governança corporativa nos clubes de futebol: um estudo de caso sobre o Clube de Regatas do Flamengo. *Revista ADM.MADE*, 15(3), 39-60.
- Viana de Freitas, H. (2016). *Governança corporativa em clubes de futebol: As estruturas e as práticas de governança nos principais clubes cariocas*. Saarbrücken: Novas Edições Acadêmicas.