

SAF, CVM e o Cade: novas interseções?

Autor(a): Amanda Athayde

Publicado em: 05 de dezembro de 2023

Publicação: jota_import

Link JurisTube: <https://juristube.com.br/colunistas/amanda-athayde/saf-cvm-e-o-cade-novas-intersecoes>

Fonte original: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/saf-cvm-e-o-cade-novas-intersecoes>

Identificador citável:

juristube.com.br/colunistas/amanda-athayde/saf-cvm-e-o-cade-novas-intersecoes#ep-c71f0fed

Resumo

Lei da SAF possibilita mecanismos mais sofisticados de capitalização, financiamento e tratamento de dívidas no futebol

Texto integral

As Sociedades Anônimas do Futebol (SAF) foram introduzidas no ordenamento jurídico brasileiro em 2021, com a publicação da Lei 14.193 . Por estarem imersas em ambiente que move paixões e dinheiro, a sua instituição e aplicação prática despertam os interesses de torcedores, investidores, operadores do direito e das finanças, profissionais integrantes da indústria do futebol, agentes de mercado, e das próprias SAF. O advento da SAF viabiliza o acesso ao mercado financeiro e de capitais no Brasil. As formas atuais de financiamento da atividade no país continuaram sendo subsídios estatais e empréstimos com instituições que operam em ambientes estressados, o que, nas palavras de Rodrigo Monteiro de Castro [1] , culminou na “formação de um enorme passivo social e financeiro, contabilizado em dívidas bilionárias, cujo ônus é distribuído, em última análise, aos contribuintes”. Assim, a Lei das SAF passou a possibilitar o acesso aos mecanismos mais sofisticados de capitalização, financiamento e tratamento de dívidas pelo mercado do futebol. Além disso, representou a criação de um mercado com regras claras de governança, controle e transparência. A pergunta deste artigo é a seguinte: há novas interseções das SAF com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), concernente ao mercado de capitais, e com o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), relativa do direito antitruste? É o que se passa a apresentar. Especificamente quanto ao mercado de capitais e à CVM, em 21 de agosto de 2023 a autarquia emitiu o Parecer de Orientação CVM nº 41, que tem por objeto a orientação dos interessados sobre (i) a disciplina das SAF que se constituam como companhias abertas e (ii) a convergência da Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404) e da Lei da CVM (Lei 6.835) com a Lei da SAF. Inicialmente, o Parecer de Orientação expõe o papel da SAF para o desenvolvimento da atividade econômica ligada ao futebol, constituindo poderoso instrumento para o seu financiamento e capitalização por meio do mercado de capitais. Em seguida, destaca algumas inovações da regência da SAF em relação às demais sociedades anônimas abertas. Em primeiro lugar, apresenta a obrigatoriedade, aplicável às SAF, de emissão de ações ordinárias de Classe A, que serão de subscrição exclusiva pelo clube ou pela pessoa jurídica original constituinte. A detenção de tais ações confere ao titular direitos inerentes à condição de clube ou pessoa jurídica originária, como a deliberação sobre a alteração da denominação do time e a modificação dos seus signos identificativos. Assim, a CVM entende que as ações Classe A não poderão ser negociadas em bolsa

ou em balcão, considerando a impossibilidade de que sejam alienadas a terceiros. Além das ações Classe A, as SAF poderão emitir outro tipo de valor mobiliário próprio, que é a debênture-fut. Trata-se de instrumento específico de financiamento para a SAF, e os recursos dela provenientes serão necessariamente alocados no desenvolvimento de atividades ou no pagamento de despesas relacionadas às atividades típicas de SAF. Nos termos do Parecer de Orientação da CVM, a emissão da debênture-fut não exclui a possibilidade de emissão de debêntures “tradicionais”, ainda que concomitantemente, pela SAF. Outra previsão que se aplica exclusivamente à SAF, e não às outras companhias abertas, é a de que o seu acionista controlador não poderá deter participação, direta ou indireta, em outra SAF. Nos Estados Unidos, vedação similar é prevista na Seção 8 do Clayton Act , que prevê que os interlocking directorates (“diretorias cruzadas” ou “conselhos entrelaçados”) constituem ilícito concorrencial per se . No Brasil, a Lei das SAF é inovadora ao prever a vedação análoga ao interlocking directorate , trazendo ao nosso ordenamento jurídico essa temática que está muito em voga naquele país, tendo sido incluída como prioritária pela Federal Trade Commission – FTC em 2021 [2] . Trata-se de regra que se deve à própria natureza da atividade futebolística, visando coibir abusos tanto em relação à dinâmica do esporte quanto em relação a aspectos concorrenciais. Aqui, é interessante notar que a concorrência entre as SAF’s vai além da tradicional concorrência de mercado, envolvendo aspectos esportivos e emocionais dos torcedores – e potenciais investidores, o que justifica a existência de regras específicas para as empresas atuantes nesse mercado. O Parecer de Orientação da CVM também destaca desafios que poderão ser enfrentados pela SAF que venha a operar no mercado de capitais, como as peculiaridades que advêm do seu dever de informação enquanto sociedade anônima sui generis . A SAF que atue no mercado de capitais reunirá o interesse não só dos típicos investidores em ações, mas também de torcedores que poderão direcionar suas escolhas de investimento não em motivos racionais, mas em paixões inerentes à torcida de futebol. Nesse sentido, a CVM destaca em seu Parecer de Orientação a recomendação de que “as SAF e aqueles que as estejam assessorando em ofertas públicas a dedicarem especial atenção à descrição de fatores de risco das ofertas e dos emissores, bem como ao uso nos documentos da oferta de linguagem clara, concisa, objetiva e balanceada na ênfase a informações positivas e negativas, que auxiliem investidores a formar criteriosamente sua decisão de investimento”. Ainda assim, é certo que o forte viés emocional que poderá direcionar a compra de ações por torcedores de SAF de capital aberto implica consequências no mercado de capitais como um todo. O ambiente da bolsa de valores, que é regido – pelo menos em tese – pela racionalidade da tomada de decisão de investimento, passará a conviver com as paixões típicas do mercado em que a SAF se insere. Para um torcedor, de fato, a escolha pela aquisição de ações de seu time do coração poderá representar mais do que uma opção de investimento, mas uma forma de colaborar para o sucesso de seu clube. Nesse ponto, a CVM destaca em seu Parecer de Orientação que “não obstante esse ser um comportamento legítimo por parte do investidor, os profissionais que atuam na cadeia de distribuição do produto não devem explorar esse lado passional para fins de promoção da oferta pública”. Embora o alerta seja essencial, é provável que o tema venha a despertar questões relacionadas à responsabilidade dos distribuidores de oferta de valores mobiliários e à concorrência no mercado de capitais. Ainda no âmbito da prestação de informações, destaca-se o desafio inerente à SAF no que diz respeito ao dever de divulgações periódicas e eventuais que incumbe a todas as sociedades abertas. Diferentemente de outros tipos de companhias abertas, a SAF, por estarem inseridas no mercado do futebol, está sujeita a intensa divulgação de notícias, verdadeiras e falsas, pelos mais diversos meios de comunicação. Assim, surge a questão relativa à dificuldade de se identificar quais informações são atos e fatos relevantes nesse mercado, devendo ser divulgadas

e esclarecidas pela SAF. Certamente será peculiar, no caso da SAF, a identificação de quais atos e fatos são capazes de influir na cotação dos valores mobiliários e na decisão dos seus investidores (art. 2º da Resolução CVM 44), despertando relevantes discussões relacionadas à sua responsabilidade informacional. Ainda, destaca-se do Parecer de Orientação a apresentação do entendimento da CVM de que os fan tokens, usados como instrumento de engajamento dos torcedores e que oferecem em troca prioridades na aquisição de produtos e serviços, não se enquadram como valores mobiliários e, portanto, não estão sob a competência da CVM. Isso porque os ganhos que eles podem gerar para os torcedores não se relacionam com o resultado econômico da atividade da SAF, aspecto essencial à caracterização como valor mobiliário. Da mesma forma, os sites eletrônicos de apostas esportivas, segundo o Parecer de Orientação, não se constituem como valores mobiliários ou sequer como investimentos, e, portanto, as empresas responsáveis por eles não são emissoras de valores mobiliários. Trata-se de esclarecimento importante, especialmente em razão da atualidade do tema das apostas esportivas, trazido à tona pela edição da MP das apostas esportivas, de nº 1.182/2023. Mas para além das repercussões no mercado de capitais, a SAF também despertou a atenção do Cade e do mundo antitruste. Corrobora para isso as recentes discussões sobre o tema pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, que inclusive abordará a intersecção entre direito concorrencial e esporte em um dos painéis do Latin American and Caribbean Competition Forum [3] que ocorreu em setembro deste ano de 2023 no Equador. Isso porque, ao se constituírem como empresas [4], os clubes que adotam a forma de SAF passarão a se submeter, quando verificados determinados requisitos previstos em lei, ao controle de estruturas do Cade. Nesse contexto, em junho de 2022, o Cade notificou os três clubes que, à época, adotavam a forma de SAF – Cruzeiro [5], Botafogo [6] e Vasco [7] – para que prestassem informações sobre a constituição da SAF e a operação envolvendo o ingresso de investidor. A autarquia sinalizou, inicialmente, que tanto a constituição de SAF quanto as respectivas operações (que envolveram, em regra, emissão e subscrição de novas ações) são atos de concentração econômica que poderiam colocar em risco a livre concorrência, e, nessa condição, deveriam ser notificados previamente para aprovação da autarquia. Ao final, embora tenha entendido que os atos de concentração praticados por SAF devem ser notificados previamente ao Cade [8], acabou não aplicando penalidades aos clubes, considerando que (i) os grupos econômicos envolvidos nas operações praticadas pelas SAF do Cruzeiro e do Botafogo [9] não atingiram os critérios mínimos de faturamento estipulados no art. 88 da Lei 12.529/2011 e (ii) o ato de concentração do Vasco ainda não havia sido concretizado. Posteriormente, o Cade também analisou ato de concentração envolvendo a SAF do Atlético Mineiro. Para aprovar a operação, a SG analisou o mercado nacional de direitos de publicidade, patrocínio e marketing de eventos esportivos em geral e o mercado de prática de futebol profissional. Em seu parecer, a unidade observou que, em um cenário nacional, o negócio não implicaria condições para o fechamento de mercados verticalmente relacionados. Em uma dimensão estadual, a presença de outras 40 equipes de futebol no estado de Minas Gerais reforça a improbabilidade de preocupações concorrenciais em uma análise geográfica mais restrita. [10] Diante do exposto, e cientes de que estamos apenas no início desse novo jogo, questões societárias do mercado de capitais e antitruste parecem se encontrar com a emoção do futebol. A acompanhar onde nos levará esse troque de passes! * As opiniões dos autores são pessoais e não necessariamente representam a percepção das instituições às quais estejam vinculados. [1] CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. O futuro do futebol brasileiro e o Estado de Minas Gerais. Migalhas – Meio de Campo. 5/4/2023. Disponível em <https://www.migalhas.com.br/am/p/coluna/meio-de-campo/384305/o-futuro-do-futebol-brasileiro-e-o-estado-de-minas-gerais>. Acesso

em 29/8/2023. [2] MEDRADO, Renê Guilherme S., ATHAYDE, Amanda, CORDÃO, Catarina Lobo. Interlocking derectorates e as novas perspectivas do direito concorrencial. Jota – Concorrência. 2/6/2023. Disponível em https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/interlocking-directorates-e-as-novas-perspectivas-do-direito-concorrencial-02062023#_ftnref3 . Acesso em 29/8/2023. [3] A seção 3 do evento, que ocorrerá em 29/9/2023, explorará aspectos concorrenciais centrais sobre a indústria esportiva, incluindo concorrência na organização das ligas esportivas, direitos de transmissão de esportes, venda de ingressos para eventos esportivos e mercado de trabalho esportivo. Agenda disponível no link: <https://www.oecd.org/competition/latinamerica/LACCF2023-agenda-en.pdf> . Documentos sobre o tema e bibliografia sugerida pela OCDE pode ser acessada no link: <https://www.oecd.org/competition/latinamerica/2023forum/>. [4] Lei nº 14.193/2021. Art. 1º Constitui Sociedade Anônima do Futebol a companhia cuja atividade principal consiste na prática do futebol, feminino e masculino, em competição profissional, sujeita às regras específicas desta Lei e, subsidiariamente, às disposições da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998. [5] Processo nº 08700.003312/2022-11 CADE (Cruzeiro SAF e Tara Sports). [6] Processo nº 08700.003313/2022-58 CADE (Botafogo SAF e Eagle Holding). [7] Como a venda do Vasco ao grupo 777 Partners não havia sido concluída, o CADE apenas enviou ofício a esse clube com pedido de informações, sem a instauração de processo. [8] Nesse sentido, o seguinte trecho da Nota Técnica nº 14/2022/SG-TRIAGEM AC/SGA1/SG/CADE, proferida no processo instaurado em face do Botafogo SAF: “Cabe ao CADE, portanto, após a promulgação da Lei nº 14.193/2021, avaliar a obrigatoriedade da notificação das operações que envolvam alterações nas relações societárias das Sociedades Anônimas do Futebol. Grupos que atinjam os critérios de notificação são obrigados a notificar a operação ao CADE antes de sua devida implementação. De modo semelhante, cabe ao CADE avaliar os impactos concorrenciais causados por operações envolvendo SAF. Por mais que a Lei nº 14.193/2021 tenha previsto dispositivo que restrinja o controle de mais de uma SAF por um mesmo grupo econômico (art. 4º), tais operações ainda podem gerar efeitos em outros mercados relacionados ou não à atividade de futebol profissional, fundamentando o controle preventivo de operações.” Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?HJ7F4wnIPj2Y8B7Bj80h1lSkjh7ohC8yMfhLoDBLddaEJqmjcnY5NkcBjqR_xlegEjQy6p3F5KQZ5LxaPDjArkbo8Cjz2g3Y4ALS5DB_WQwLZwc_nJWsOwp08PN7FoKZ . Acesso em 29/8/2023. [9] O CADE entendeu que ambas as operações se caracterizaram como atos de concentração, nos termos do inciso II do art. 90 da Lei nº 12.529/2011. Por outro lado, entendeu, nos dois casos, que “Os grupos econômicos das partes envolvidas na Operação, por sua vez, não atingiram os critérios mínimos de faturamento estipulados no artigo 88 da Lei 12.529/2011”, de modo que os atos de concentração não são de notificação obrigatória. Cade. Nota Técnica nº 14/2022/SG-TRIAGEM AC/SGA1/SG/CADE (Botafogo SAF). Disponível em https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?HJ7F4wnIPj2Y8B7Bj80h1lSkjh7ohC8yMfhLoDBLddaEJqmjcnY5NkcBjqR_xlegEjQy6p3F5KQZ5LxaPDjArkbo8Cjz2g3Y4ALS5DB_WQwLZwc_nJWsOwp08PN7FoKZ . Acesso em 29/8/2023. Cade. Nota Técnica nº 13/2022/SG-TRIAGEM AC/SGA1/SG/CADE (Cruzeiro SAF). Disponível em https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?HJ7F4wnIPj2Y8B7Bj80h1lSkjh7ohC8yMfhLoDBLdda2pqKElt6BxU-IYQvohUkl4xU65qyx9HeTOGNwzQXx8GmLvY41litofTHSYCY3zPhloQmiKZXi6_EQmNpLxLNO . Acesso em 29/8/2023. [10] Cade. Ato de Concentração 08700.006273/2023-87.

Como citar este documento

As citações abaixo seguem os padrões ABNT NBR 6023:2018, APA 7ª edição, Chicago Author-Date (17ª ed.) e BibTeX (LaTeX). Copie o formato exigido pelo periódico ou gerenciador bibliográfico (Zotero, Mendeley, EndNote).

ABNT (NBR 6023:2018)

ATHAYDE, Amanda. SAF, CVM e o Cade: novas interseções?. *jota_import*, 5 dez. 2023. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/saf-cvm-e-o-cade-novas-intersecoes>. Acesso via: JurisTube — Acervo Digital de Direito. Disponível em: <https://juristube.com.br/colunistas/amanda-athayde/saf-cvm-e-o-cade-novas-intersecoes>. Acesso em: 27 ago. 2026.

APA 7ª edição

Athayde, A. (2023, December 5). SAF, CVM e o Cade: novas interseções?. **jota_import**. <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/saf-cvm-e-o-cade-novas-intersecoes>

Chicago Author-Date (17ª ed.)

ATHAYDE, Amanda. 2023. "SAF, CVM e o Cade: novas interseções?." **jota_import**, December 05. <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/saf-cvm-e-o-cade-novas-intersecoes>

BibTeX

```
@article{amanda-athayde-saf-cvm-e-o-cade-novas-interse-es-2023,  
author = {Athayde, Amanda},  
title = {SAF, CVM e o Cade: novas interseções?},  
journal = {jota_import},  
year = {2023},  
url = {https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/saf-cvm-e-o-cade-novas-intersecoes},  
urldate = {2023-12-05}  
}
```



Licença de Uso — CC BY-NC-SA 4.0

Este conteúdo está licenciado sob a licença Creative Commons Atribuição-NãoComercial-Compartilhalgal 4.0 Internacional (CC BY-NC-SA 4.0). O uso para fins acadêmicos e educacionais é permitido, desde que citada a fonte original (JurisTube) conforme as normas técnicas indicadas neste documento.

Termos completos:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/deed.pt-br>