



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

#### As Sociedades Anônimas do Futebol (SAF) e o Mercado de Valores Mobiliários.

#### 1. Objeto deste Parecer de Orientação

As Sociedades Anônimas do Futebol (“SAF”) foram introduzidas no sistema jurídico brasileiro pela Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021 (“Lei da SAF”).

A SAF é a companhia cuja atividade principal consiste na prática do futebol, feminino e masculino, em competições profissionais, sendo regida primariamente pela Lei da SAF e, naquilo em que esta for omissa, pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades por Ações”).<sup>1-2</sup>

De modo geral, a Lei da SAF não aborda temas gerais já regulados pela Lei das Sociedades por Ações, resumindo-se ao tratamento de normas específicas de constituição, governança, controle, transparência e meios de financiamento da atividade futebolística desenvolvida pela SAF. Esse arranjo revela que a SAF consiste em um subtipo societário, uma espécie de sociedade anônima organizada sob a estrutura legal da Lei das Sociedades por Ações, o que permite um convívio complementar entre os comandos da Lei da SAF e da Lei das Sociedades por Ações.

A Lei da SAF traz para a indústria do futebol mecanismos para estimular o desenvolvimento da atividade econômica ligada ao futebol por meio de sociedades

---

<sup>1</sup> “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.

<sup>2</sup> A Lei da SAF também estipula a regência subsidiária pela Lei 9.615, de 24 de março de 1998 (“Lei Pelé”), instituidora de normas gerais sobre o desporto, mas que não disciplina temas societários ou do mercado de valores mobiliários, inseridos na esfera de competência e atuação desta Autarquia.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

empresárias<sup>3-4</sup>, sendo que é justamente esta abordagem empresarial que será capaz de permitir que a indústria do futebol tenha acesso à possibilidade de se financiar por meio do mercado de capitais, desde que realizadas as adequações legais e regulatórias necessárias e observadas as exigências aplicáveis.

A aplicação subsidiária da Lei das Sociedades por Ações às SAF não as submete automaticamente ao âmbito de competência da CVM. Nos termos da Lei das Sociedades por Ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei da CVM”), somente estarão sujeitas à regulação e à supervisão do mercado de capitais realizada pela CVM, as SAF que: (i) requeiram seu registro como companhias abertas; ou (ii) acessem o mercado de capitais a fim de financiar, no todo ou em parte, as suas atividades, por meio das diversas modalidades de captação disponíveis nesse mercado.

Não obstante, a Lei da SAF sinaliza pontos de convergência entre as SAF e o mercado de capitais, configurando-se oportuna a manifestação da CVM acerca de alguns aspectos que despertam o interesse das SAF, de agentes de mercado, de operadores do direito e das finanças, bem como de profissionais integrantes da indústria do futebol e da sociedade em geral.

Nesse sentido, este Parecer de Orientação tem o propósito de orientar os investidores e participantes do mercado sobre a utilização de instrumentos viabilizadores do acesso ao

---

<sup>3</sup> O §2º do art. 1º da Lei das SAF prevê expressamente que: “O objeto social da Sociedade Anônima do Futebol poderá compreender as seguintes atividades: I - o fomento e o desenvolvimento de atividades relacionadas com a prática do futebol, obrigatoriamente nas suas modalidades feminino e masculino; II - a formação de atleta profissional de futebol, nas modalidades feminino e masculino, e a obtenção de receitas decorrentes da transação dos seus direitos desportivos; III - a exploração, sob qualquer forma, dos direitos de propriedade intelectual de sua titularidade ou dos quais seja cessionária, incluídos os cedidos pelo clube ou pessoa jurídica original que a constituiu; IV - a exploração de direitos de propriedade intelectual de terceiros, relacionados ao futebol; V - a exploração econômica de ativos, inclusive imobiliários, sobre os quais detenha direitos; VI - quaisquer outras atividades conexas ao futebol e ao patrimônio da Sociedade Anônima do Futebol, incluída a organização de espetáculos esportivos, sociais ou culturais; e VII - a participação em outra sociedade, como sócio ou acionista, no território nacional, cujo objeto seja uma ou mais das atividades mencionadas nos incisos deste parágrafo, com exceção do inciso II.”

<sup>4</sup> O *caput* do Art. 966 do Código Civil estabelece: “Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

mercado de capitais pelas SAF, assim como transmitir a visão da CVM a respeito de como a Lei da SAF, a Lei das Sociedades por Ações e a regulamentação já editada pela Autarquia podem ser integradas harmonicamente.

Este Parecer de Orientação pretende veicular as opiniões da CVM sobre o papel da Autarquia em relação: (i) à disciplina das SAF que sejam companhias abertas e (ii) à interpretação da Lei das Sociedades por Ações e da Lei da CVM em temas envolvendo a Lei da SAF, sempre na perspectiva do mercado de valores mobiliários.

Sendo assim, as opiniões expressas neste Parecer de Orientação devem ser lidas sob a premissa de sua aplicabilidade apenas às SAF que atuem no mercado de capitais, ainda que eventualmente, embora não por força da competência da CVM, possam exprimir interpretação de dispositivos da Lei da SAF aplicáveis a todas as SAF.

### **2. Formação do Capital Social da SAF**

O art. 2º da Lei da SAF lista 3 (três) hipóteses de constituição da SAF, o que se promove mediante: (i) transformação do clube ou pessoa jurídica original em SAF; (ii) cisão do departamento de futebol do clube ou pessoa jurídica original e transferência do seu patrimônio relacionado à atividade futebol; e (iii) iniciativa de pessoa natural ou jurídica ou de fundo de investimento.

Além disso, o art. 3º da mesma Lei prevê a possibilidade de versão de patrimônio de clube ou pessoa jurídica original para uma SAF, da seguinte forma: *“o clube ou pessoa jurídica original poderá integralizar a sua parcela ao capital social na Sociedade Anônima do Futebol por meio da transferência à companhia de seus ativos, tais como, mas não exclusivamente, nome, marca, dísticos, símbolos, propriedades, patrimônio, ativos imobilizados e mobilizados, inclusive registros, licenças, direitos desportivos sobre atletas e sua repercussão econômica”*.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

A formação do capital da SAF, em qualquer das modalidades, deverá atender ao disposto na Lei das Sociedades por Ações, que prevê, em seu art. 7º, a possibilidade de contribuição em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro.

A avaliação de bens, tangíveis ou intangíveis, incluindo-se direitos sobre marca, direito de uso de estádio, arena ou instalações dedicadas à formação de atletas, direitos econômicos que envolvam atletas profissionais, dentre outros, será feita, nos termos do art. 8º da Lei das Sociedades por Ações, por 3 (três) peritos ou por empresa especializada.

Ainda a respeito do art. 8º da Lei das Sociedades por Ações, é importante ressaltar que o dispositivo trata de avaliação para fins de formação do capital social, no contexto em que múltiplos investidores subscrevem ações e aquele que contribui com bens fica sujeito à aprovação da avaliação pela assembleia geral, em deliberação na qual votam somente os demais subscritores (art. 8º, §§3º e 4º). O dispositivo não afasta as regras contábeis referentes ao reconhecimento de ativos, cabendo empregar especial atenção aos de natureza intangível e gerados internamente, bem como a situações em que clube seja o único agente participante da deliberação de criação da SAF e, conseqüentemente, seu único acionista inicial.

A fim de se contribuir para a higidez sistêmica e reforçar os procedimentos verificadores da realidade da contribuição patrimonial realizada pelo titular de direitos à SAF, orienta-se os agentes de mercado que assessorarem a constituição de SAF, que tenha intuito de acessar o mercado de capitais, a observarem normas contábeis aplicáveis ao mercado de valores mobiliários desde a constituição da SAF e a contratarem auditor registrado na CVM para atuar na asseguarção da avaliação dos ativos e passivos transferidos à sociedade.

A atuação de profissionais no tocante à avaliação de ativos e passivos não deve ser confundida e nem dispensa o papel do auditor independente na asseguarção das demonstrações financeiras. Porém, sua manifestação representará mais um elemento relevante que pode contribuir para uma tomada de decisão, devidamente refletida e informada, por parte de possíveis investidores e, em caso de oferta de valores mobiliários da SAF, deve ser apresentada como parte do conjunto de informações disponibilizado ao mercado.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

### 3. Ações de Emissão da SAF

A combinação dos artigos 15, §1º, 16 e 16-A da Lei das Sociedades por Ações resulta na proibição, imposta a companhias abertas, de emissão e manutenção de mais de uma classe de ações ordinárias, ressalvada, apenas, a adoção do voto plural, nos termos do art. 110-A da mesma Lei, consoante alterada pela Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021.

A Lei da SAF oferece uma solução diferente para as SAF (e exclusivamente para essas), que se aplica tanto à SAF constituída por subscrição pública, na forma do art. 82 e seguintes da Lei das Sociedades por Ações, forma de constituição pouco comum, quanto àquela que for constituída por subscrição particular e que, posteriormente, venha a abrir seu capital.

Isto porque a Lei da SAF estabelece, no art. 2º, §2º, VII, que “*a Sociedade Anônima do Futebol emitirá obrigatoriamente ações ordinárias da classe A para subscrição exclusivamente pelo clube ou pessoa jurídica original que a constituiu*”. Trata-se, como apontado, de comando especial, contido expressamente em lei específica, aplicável apenas à SAF, que se sobrepõe à restrição imposta às demais companhias abertas.

A Lei da SAF prevê, assim, uma exceção autorizativa à regra geral, de natureza proibitiva. Desse modo, também a SAF que se registrar na CVM como companhia aberta:

- (i) deverá contar com uma classe específica de ação ordinária, denominada em sua legislação própria de Classe A, para subscrição exclusiva pelo clube ou pessoa jurídica original constituinte (da SAF); e
- (ii) existindo intenção de emitir ações ordinárias para subscrição por qualquer outro tipo de subscritor, poderá criar uma classe de ações ordinárias sem voto plural e, caso entenda conveniente, observadas as disposições da Lei das Sociedades por Ações, outra classe de ações ordinárias com voto plural, ambas distintas da Classe A (a qual está associada à titularidade de prerrogativas especiais, previstas na Lei da SAF).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

O titular da ação Classe A deterá, obrigatoriamente, os direitos previstos nos parágrafos 3º<sup>5</sup> ou 4º<sup>6</sup> do art. 2º da Lei da SAF, observados os percentuais de participação no capital social detidos pelo respectivo clube ou pessoa jurídica titular, na forma da própria Lei da SAF, além de outros direitos previstos no estatuto social da SAF (que não pode dispor contrariamente ao conteúdo da Lei das Sociedades por Ações).

Destaque-se que, previamente (i) a qualquer oferta pública de valores mobiliários ou (ii) à concessão de registro de emissor de valores mobiliários pela Autarquia, a CVM poderá analisar o conteúdo dos eventuais outros direitos previstos no Estatuto Social e, sempre que verificar violação de qualquer natureza à legislação específica e/ou à regulação do mercado de capitais, exigir a respectiva reforma estatutária, como condição para realização da oferta pública ou para concessão de registro de emissor. Tal condição deverá ser atendida previamente à obtenção do registro para realização da pretendida oferta e/ou à concessão do registro de emissor, como etapa preparatória perante a CVM.

A SAF poderá ostentar apenas uma espécie de ação ordinária (a Classe A), caso todas as ações ordinárias sejam subscritas pelo clube ou pela pessoa jurídica original, e as demais ações de emissão da SAF sejam, eventualmente, de espécie preferencial. Destaca-se, ainda, que as ações preferenciais sem direito a voto não podem ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do

---

<sup>5</sup> §3º Enquanto as ações ordinárias da classe A corresponderem a pelo menos 10% (dez por cento) do capital social votante ou do capital social total, o voto afirmativo do seu titular no âmbito da assembleia geral será condição necessária para a Sociedade Anônima do Futebol deliberar sobre: I - alienação, oneração, cessão, conferência, doação ou disposição de qualquer bem imobiliário ou de direito de propriedade intelectual conferido pelo clube ou pessoa jurídica original para formação do capital social; II - qualquer ato de reorganização societária ou empresarial, como fusão, cisão, incorporação de ações, incorporação de outra sociedade ou trespasse; III - dissolução, liquidação e extinção; e IV - participação em competição desportiva sobre a qual dispõe o art. 20 da Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998.

<sup>6</sup> §4º Além de outras matérias previstas no estatuto da Sociedade Anônima do Futebol, depende da concordância do titular das ações ordinárias da classe A, independentemente do percentual da participação no capital votante ou social, a deliberação, em qualquer órgão societário, sobre as seguintes matérias: I - alteração da denominação; II - modificação dos signos identificativos da equipe de futebol profissional, incluídos símbolo, brasão, marca, alcunha, hino e cores; e III - mudança da sede para outro Município.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

total de ações emitidas pela SAF, em respeito ao disposto no § 2º do art. 15 da Lei das Sociedades por Ações.

Não cabe à CVM supervisionar operações privadas com ações. Porém, em relação aos negócios celebrados em mercados regulamentados de valores mobiliários, bem como no que diz respeito a possíveis repercussões sobre a formação da vontade das SAF, a Autarquia partirá do entendimento de que as ações da Classe A não podem ser alienadas a terceiros e, portanto, não estarão admitidas à negociação em bolsa ou mercado de balcão.

Isso porque a ação Classe A foi criada para que o clube ou a pessoa jurídica constituinte exerça os direitos inerentes a esta sua condição – e que são, portanto, personalíssimos –, conforme previsto na Lei da SAF. Sendo assim, previamente a um negócio de venda e compra de ação por estas pessoas, inclusive para os fins e efeitos de sua negociação em mercado secundário, a ação Classe A deverá ser convertida em ação preferencial ou ordinária comum.

O adquirente da ação convertida (ou mesmo que, contrariamente à orientação deste Parecer de Orientação, a ação Classe A seja objeto de negociação direta por seu titular) não adquirirá os direitos previstos nos §§ 3º e 4º do art. 2º da Lei da SAF, atribuídos àquela classe de ação ordinária exclusivamente por força da condição do seu titular originário, de clube ou pessoa jurídica constituinte, prevista na Lei da SAF.

De outro lado, não se vislumbra impedimento a que o clube ou a pessoa jurídica original titular de ação Classe A adquira ação preferencial ou ordinária comum, aplicando-se, a estas, o disposto na Lei das Sociedades por Ações.

#### **4. Poder de Controle e Governança Corporativa**

A Lei da SAF dedica uma Seção específica ao estabelecimento de regras acerca do controle e da governança corporativa da SAF, cujo teor complementa ou se sobrepõe, conforme o caso, à Lei das Sociedades por Ações.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

A esse respeito, a Lei da SAF disciplina uma estrutura básica de governança, com as características essenciais e os principais elementos que formam o panorama de funcionamento e desenvolvimento de negócios por meio de tais sociedades, sendo facultado que os respectivos estatutos sociais disponham sobre estruturas complementares, desde que respeitando as previsões legais aplicáveis e, no caso das SAF que pretendam acessar o mercado de capitais, observada a regulação da CVM.

De acordo com o art. 4º da Lei da SAF, o acionista controlador de uma SAF não poderá deter participação, direta ou indireta, em outra SAF. A CVM orienta, portanto, que a SAF cujos valores mobiliários sejam admitidos à negociação em mercado adote medidas e controles para dar cumprimento a tal exigência. Nesse sentido, pode mostrar-se conveniente instituir sistemas internos de acompanhamento, incluindo exigências periódicas de declaração de conformidade pelos acionistas.

No caso de acionista que detiver mais de 10% (dez por cento) das ações votantes de emissão de uma SAF e, ao mesmo tempo, for titular de qualquer número de ações de emissão de outra SAF, independentemente da classe de ação, tal acionista não terá direito a voz ou voto nas assembleias gerais de todas essas companhias e, ainda, não poderá participar de suas administrações, na forma do disposto no art. 4º, parágrafo único<sup>7</sup>, da Lei da SAF.

Apesar da proibição de voz e voto, o acionista não estará impedido de comparecer às assembleias, a fim de, por exemplo, acompanhar as discussões, apresentações e deliberações propostas. Registre-se que, em respeito ao parágrafo único do art. 125 da Lei das Sociedades por Ações, os acionistas sem direito de voto podem comparecer à Assembleia Geral.

Titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito podem, nos termos do art. 111, §§ 1º e 2º da Lei das Sociedades por Ações, passar a ter pleno exercício de

---

<sup>7</sup> “Parágrafo único. O acionista que detiver 10% (dez por cento) ou mais do capital votante ou total da Sociedade Anônima do Futebol, sem a controlar, se participar do capital social de outra Sociedade Anônima do Futebol, não terá direito a voz nem a voto nas assembleias gerais, nem poderá participar da administração dessas companhias, diretamente ou por pessoa por ele indicada”.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

tal direito em casos de não pagamento de dividendos fixos ou mínimos. Embora esse dispositivo seja aplicável às SAF, ele não afasta a necessidade de voto afirmativo dos titulares de ações ordinárias da Classe A para determinadas matérias, conforme previsto no art. 2º, §§ 3º e 4º, da Lei da SAF.

Consequentemente, ainda que se esteja diante de hipóteses de pleno exercício de voto por titulares de ações preferenciais (e mesmo que essas representem a maior parte do capital social), as matérias enumeradas no art. 2º, §§ 3º e 4º, da Lei da SAF não poderão ser deliberadas sem manifestação favorável dos titulares de ações ordinárias da Classe A.

Os acionistas sem direito de voz e proibidos de votar em assembleias permanecerão autorizados a exercer seus demais direitos e prerrogativas, como, por exemplo, (i) os direitos essenciais dos acionistas previstos no art. 109 da Lei das Sociedades por Ações; (ii) o direito de se candidatar e/ou ser eleito para Conselho Fiscal; (iii) o direito de requerer a convocação de assembleias, desde que atendidos os pressupostos de legitimação do pedido previstos na Lei das Sociedades por Ações; (iv) o direito de requerer o adiamento de assembleias, desde que atendidos os pressupostos da Lei das Sociedades por Ações; e (v) a propositura de eventuais ações medidas judiciais, inclusive ações de responsabilidade.

Em relação à administração, a proibição envolve participações diretas ou indiretas, incluindo-se a formulação de indicações para composição de qualquer órgão administrativo, o que, nos termos do art. 138 da Lei das Sociedades por Ações, inclui a Diretoria e o Conselho de Administração, mas não o Conselho Fiscal. Caso o próprio acionista enquadrado no parágrafo único do art. 4º ou pessoa por ele indicada venha a ser eleita para o Conselho Fiscal, a CVM recomenda especial atenção às regras que tratam dos requisitos e dos impedimentos aplicáveis na eleição, na investidora ou no exercício das funções do Conselho Fiscal.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

As normas proibitivas devem ser observadas também no âmbito de acordos de acionistas<sup>8</sup>, de modo que esses contratos parassociais não poderão ser entabulados a fim de se tentar esquivar do cumprimento das regras definidas pela Lei da SAF. Tampouco é permitido ao acionista enquadrado no parágrafo único do art. 4º da Lei da SAF contribuir para a formação de quóruns para requisição de voto múltiplo ou de eleição em separado, ainda que pretenda apenas acompanhar os votos de outros acionistas, sem influenciá-los.

Na SAF, o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal são órgãos de existência obrigatória e de funcionamento permanente, diferentemente do que dispõe a Lei das Sociedades por Ações<sup>9-10</sup>. A Lei da SAF não qualifica os membros de tais órgãos, restringindo-se a instituir certas vedações (em função de posições ocupadas por tais pessoas), as quais não conflitam com as regras da Lei das Sociedades por Ações e, portanto, com elas devem ser observadas conjuntamente.

As normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores, conforme previstas nos artigos 145 e seguintes da Lei das Sociedades por Ações, aplicam-se subsidiariamente às SAF.

Desta forma, aplicam-se às SAF que se organizem como companhias abertas: (i) a vedação de acumulação dos cargos de Presidente do Conselho de Administração e de Diretor-Presidente, ressalvada a exceção para companhias de menor porte (art. 138, §§ 3º e 4º, da Lei das Sociedades por Ações) e (ii) a obrigatoriedade de participação no Conselho de Administração de membros independentes (art. 140, § 2º, da Lei das Sociedades por Ações).

O art. 6º da Lei da SAF prevê que a pessoa jurídica que detiver participação igual ou superior a 5% do capital social da SAF deverá informar à própria SAF, assim como à entidade

---

<sup>8</sup> Ferramenta prevista na Seção V do Capítulo X da Lei das Sociedades por Ações.

<sup>9</sup> Nas companhias em geral, o Conselho de Administração é obrigatório nas companhias abertas, nas companhias de capital autorizado e nas sociedades de economia mista, conforme preveem os artigos 138, § 2º, e 239 da Lei das Sociedades por Ações.

<sup>10</sup> Nas companhias em geral, o Conselho Fiscal é órgão de existência obrigatória, mas seu funcionamento é facultativo, nos termos do art. 161 da Lei das Sociedades por Ações.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

nacional de administração do desporto, o nome, a qualificação, o endereço e os dados de contato da pessoa natural que, direta ou indiretamente, exerça o seu controle ou que seja a beneficiária final, sob pena de suspensão dos direitos políticos e retenção dos dividendos, dos juros sobre o capital próprio ou de outra forma de remuneração declarados, até o cumprimento desse dever informacional.

A Lei da SAF não faz distinção, no caso, entre espécies de ações, de modo que a obrigatoriedade de prestação de informação, no âmbito da SAF que seja companhia aberta, deverá ser observada mesmo na hipótese de propriedade de ações sem direito a voto ou com voto restrito, ou cujo percentual seja atingido mediante a soma de ações de distintas espécies e classes.

A obrigação em questão é similar àquela prevista no art. 12 da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (“Resolução CVM 44”), que deve ser cumprida pelos acionistas de companhias abertas. A CVM ressalta que as obrigações são de conteúdos distintos, mas também que não vê óbice a que possam ser simultaneamente cumpridas por um único ato de comunicação do acionista, caso este assim o deseje, desde que na comunicação estejam presentes os requisitos exigidos por ambas as normas.

Além disso, cabe à SAF que seja companhia aberta: (i) prestar a informação do Formulário de Referência, atualizando os dados por ocasião de sua entrega anual e sempre que a companhia for comunicada sobre mudanças; e (ii) promover, de acordo com as normas vigentes, comunicado ao mercado ou aviso de fato relevante, conforme o caso, a respeito dos temas que surgirem sobre a matéria em tela, inclusive na hipótese de retomada de direitos que tiverem sido suspensos.

### **5. Acesso ao Mercado de Capitais**

O mercado de capitais é um importante canal de captação e aplicação de recursos financeiros. A função econômica essencial do mercado de capitais é a de conectar tomadores e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

poupadores de recursos, permitindo que entidades do mercado, mediante emissão pública de seus valores mobiliários, captem recursos disponíveis junto ao público em geral.

Ao viabilizar essa captação e alocação de recursos, o mercado de capitais atende demandas específicas de investidores (poupadores) e emissores (tomadores), gerando benefícios para toda a sociedade e um ciclo de prosperidade para o País. Forma-se a rota virtuosa de estímulo a disponibilidade de capital, liquidez para investidores, empresas e outros emissores, com redução do custo de capital, aquecimento da economia, geração de oportunidades, em ambiente de crescimento econômico, com geração de empregos e de renda.

As SAF, assim como as companhias em geral, dispõem de múltiplos instrumentos no mercado de capitais para permitir a captação de recursos da poupança popular, e com isso concretizar planos de reestruturação de dívidas e de financiamento de projetos de investimento no âmbito da indústria do futebol.

### **5.1. Abertura de Capital e Distribuições Públicas**

Uma das mais tradicionais formas de viabilizar o apelo à poupança popular, por meio do mercado de capitais, é a abertura do capital de companhias<sup>11</sup>, que concomitante ou subsequentemente realizam ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários destinadas ao público investidor em geral.

O aporte de recursos por ocasião da abertura de capital permite às companhias expandirem seus negócios, reduzirem os custos de capital e reestruturarem passivos e perfil de endividamento. Em contrapartida, para as companhias abertas amplia-se o rigor das exigências de transparência, de divulgação de informações e de existência de controles internos e adequada governança corporativa.

---

<sup>11</sup> O pedido de registro do emissor como companhia aberta pode ser submetido independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, nos termos das Resoluções CVM 80 e 160.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

Caso decida realizar uma oferta pública inicial de ações, a SAF estará sujeita ao mesmo arcabouço normativo aplicável às companhias abertas em geral, consubstanciado principalmente nas Resoluções CVM nº 80, de 29 de março de 2022, e CVM nº 160, de 13 de julho de 2022 (“Resolução CVM 80” e “Resolução CVM 160”, respectivamente).

Essas Resoluções disciplinam os regimes de registro de emissor de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários e das ofertas públicas de distribuição primária ou secundária dos referidos valores mobiliários, dentre outros aspectos, especialmente àqueles relacionados à divulgação de informações periódicas e eventuais para o mercado. A obtenção de tais registros, quando aplicável, é condição para que os emissores de valores mobiliários possam, em regra, alcançar investidores não profissionais no esforço de captação de recursos realizado publicamente.

As referidas Resoluções preveem ainda a possibilidade de diversos outros valores mobiliários<sup>12</sup>, além de ações, serem objeto de oferta pública de distribuição. Adicionalmente, a Resolução CVM 80 e a Resolução CVM 160 estipulam exigências a serem observadas, tanto na oferta em si quanto no posterior relacionamento recorrente da companhia aberta com os investidores e a CVM, bem como eventuais restrições na negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados.

A Lei da SAF, inclusive, prevê a possibilidade de emissão de uma espécie particular de debêntures pelas sociedades anônimas de futebol, denominadas “debêntures-fut”, como instrumento específico de financiamento para as SAF. Os recursos captados por meio de

---

<sup>12</sup> Veja-se, a este respeito, o art. 2º da Lei nº 6.385/1976. “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

debêntures-fut deverão ser alocados no desenvolvimento de atividades ou no pagamento de despesas ou dívidas relacionadas às atividades típicas das SAF.

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

Neste caso, em função da não aplicação de regras relacionadas ao registro e à divulgação de informações por parte de tais emissores, os valores mobiliários somente podem ser adquiridos por e negociados entre investidores profissionais, conforme definidos no art. 11 da Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021.

### **5.2. Debêntures-Fut**

O art. 26 da Lei da SAF disciplina a debênture-fut, contendo as especificidades que lhe são próprias, para emissão exclusivamente pela SAF. Portanto, este tipo de valor mobiliário somente poderá ser emitido pela SAF.

A debênture-fut é uma espécie de debênture. Assim, ao emití-las, a SAF deverá observar, em complemento às normas próprias e em relação ao que não estiver previsto na Lei da SAF, as disposições previstas na Lei das Sociedades por Ações. Quando ofertadas publicamente ou admitidas à negociação em mercados de valores mobiliários, a SAF deverá observar, ainda, a regulação desta Autarquia para as debêntures em geral.

Em especial, destacam-se as previsões das Resoluções CVM nº 77 (“Resolução CVM 77”) e nº 81, ambas de 29 de março de 2022, que tratam, respectivamente, de aspectos relacionados a aquisição de debêntures de própria emissão e a assembleias de debenturistas.

Especificamente sobre aquisição de debêntures de própria emissão, o art. 26, III, da Lei da SAF veda a recompra de debêntures-fut pela SAF ou por parte a ela relacionada, a liquidação



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

antecipada por meio de resgate ou o pré-pagamento de debênture-fut pelas SAF, salvo na forma a ser regulamentada pela CVM.

Como as preocupações que pairam sobre recompras das debêntures-fut são semelhantes às que se aplicam a recompras de debêntures em geral, e tendo em vista que essas foram tratadas no âmbito da Resolução CVM 77, a CVM entende que as SAF já estão autorizadas a recomprar as debêntures-fut de própria emissão ofertadas publicamente, desde que cumpram as disposições da referida resolução.

A autorização para recompra das debêntures-fut não se estende às hipóteses de liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, que por ora não contam com disciplina específica na regulamentação de mercado que vá além do regime informacional (*full and fair disclosure*) e, portanto, remanescem vedadas em relação às debêntures-fut. Oportunamente, a depender da experiência acumulada com a observação das práticas de mercado, a Autarquia poderá editar regras específicas para a aquisição de debêntures-fut, assim como disciplinar o afastamento de vedação à liquidação antecipada das debêntures-fut por meio de resgate ou o pré-pagamento de tais títulos.

A SAF, ademais, poderá emitir outros valores mobiliários previstos para emissão por sociedades anônimas, inclusive debênture não prevista na Lei da SAF, desde que cumpra os requisitos legais e normativos aplicáveis. Caso a SAF promova a emissão de debênture regida exclusivamente pela Lei das Sociedades por Ações, não se aplicará ao caso daquela emissão, consequentemente, o conteúdo da debênture-fut, previsto na Lei da SAF.

Nesse sentido, a CVM observa que as razões apresentadas para o veto feito ao art. 27<sup>13</sup> do Projeto de Lei que deu origem à Lei da SAF esclareceram que a preocupação não foi

---

<sup>13</sup> Nos termos do referido Projeto de Lei: “Art. 27. A Sociedade Anônima do Futebol poderá emitir, além da debênture prevista nesta Seção, qualquer outro título ou valor mobiliário, na forma da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ou conforme regulação da Comissão de Valores Mobiliários, criado especificamente para desenvolvimento da atividade futebolística ou não.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

estabelecer que as debêntures-fut seriam as únicas pelas quais as SAF poderiam se financiar via mercado de capitais, mas apenas não dar margem a interpretações equivocadas de que as SAF poderiam ofertar quaisquer valores mobiliários previstos na Lei de Sociedades por Ações ou na regulamentação editada pela CVM independentemente dos requisitos legais e regulamentares aplicáveis a tais valores mobiliários<sup>14</sup>

### 5.3. *Crowdfunding* de Investimento

Outro meio de acesso ao mercado de capitais é o *crowdfunding* de investimento, regulado pela Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022 (“Resolução CVM 88”)<sup>15</sup>.

O *crowdfunding* de investimento consiste na captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada por emissor considerado sociedade empresária de pequeno porte por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo. Nesse caso, tanto a oferta quanto o emissor são dispensados de registro junto à CVM, nos termos da Resolução CVM 160 (para oferta) e da Resolução CVM 80 (para emissor).

A oferta no contexto do *crowdfunding* é realizada por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, permitindo-se acesso ao mercado de capitais com simplificação de responsabilidades e redução de custos, desde que cumpridos requisitos que restringem o risco dessas ofertas para o mercado de capitais.

---

<sup>14</sup> Das razões de veto constaram os seguintes esclarecimentos: “Ocorre que há diversos instrumentos passíveis de emissão no mercado de capitais, muitas vezes sujeitos a regime específicos, que consideram, dentre outros fatores, a natureza do emissor. Alguns exemplos são os títulos que somente podem ser emitidos por instituições financeiras e os títulos ou contratos de investimento coletivo previstos no inciso IX do caput do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Ademais, a menção à competência da Comissão de Valores Mobiliários tampouco seria conveniente sob o ponto de vista do interesse público, haja vista que toda companhia aberta e emissão pública de valores mobiliários já se encontra sob a regulamentação da autarquia, de modo a não ser cabível reafirmá-lo na regra específica de uma determinada atividade econômica, além do fato de que o mandato legal da Comissão de Valores Mobiliários, conforme disposto na Lei nº 6.385, de 1976, não inclui o desenvolvimento da atividade futebolística.”

<sup>15</sup> Consolidada com as alterações introduzidas pela Resolução CVM nº 158, de 28 de junho de 2022.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

Para que possa ser enquadrada como sociedade empresária de pequeno porte para tais fins, a SAF deve auferir receita bruta anual de até R\$ 40.000.000,00 (quarenta milhões de reais) no exercício social anterior ao da oferta. Se superar esse valor, a SAF poderá captar recursos por meio da oferta pública convencional de valores mobiliários.

O *crowdfunding* é geralmente associado a ofertas públicas de títulos de participação (*equity*), mas admite a emissão de qualquer tipo de valor mobiliário. Pode ser utilizado, inclusive, para emissão de títulos representativos de dívida (*debt*), sejam eles conversíveis ou não, bem como de outras modalidades de contratos de investimento coletivo.

A distribuição dos títulos ofertados via *crowdfunding* pode alcançar o público em geral, não só investidores qualificados, mas deve ocorrer exclusivamente por meio da citada plataforma eletrônica de investimento participativo.

A CVM registra e supervisiona essas plataformas que, por se dedicarem apenas ao *crowdfunding*, estão sujeitas a carga regulatória mais branda do que aquela típica de mercados organizados de valores mobiliários (bolsas ou mercados de balcão), em que são usualmente negociados valores mobiliários previamente objeto de ofertas públicas em geral.

As ofertas realizadas por meio do *crowdfunding* devem respeitar limites para o montante máximo de captação e para o investimento de cada investidor. Esses são contornos de segurança em contrapartida aos benefícios da regulação especial (a exemplo da dispensa de análise prévia pela CVM), que não prejudicam as emissões porque são compatíveis com sua dimensão. Vale notar, inclusive, que a limitação de aporte por investidor protege o público em geral do risco usualmente mais elevado dessas emissões.

Nesse sentido, observados os requisitos estabelecidos na Resolução CVM 88, as sociedades empresárias de pequeno porte podem buscar, anualmente, um alvo máximo de captação não superior a R\$15.000.000,00 (quinze milhões de reais). Já o limite por investidor



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

não qualificado em investimentos de *crowdfunding* é de até R\$20.000,00 (vinte mil reais) por ano calendário. Não há limites impostos aos investidores qualificados<sup>16</sup>.

Ainda no contexto de ofertas de *crowdfunding* de investimento, as SAF podem avaliar a conveniência de acessarem o mercado de capitais por meio da emissão de valores mobiliários *tokenizados*, registrados em redes de registro distribuído (*distributed ledger technology*) (“*tokens*”), mantidas as demais regras relacionadas aos limites e condições para acesso pelo mecanismo disciplinado na Resolução CVM 88.

### 5.4. Fundos de Investimento

Os fundos de investimento são veículos de investimento coletivo disciplinados por disposições do Código Civil (Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002) e, atualmente, por diversos normativos editados pela CVM consolidados na Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022 (“Resolução CVM 175”), que entrará em vigor em 2 de outubro de 2023.

O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos<sup>17</sup>, de acordo com a regra específica aplicável a cada categoria de fundo, conforme os Anexos Normativos da própria Resolução CVM 175.

Trata-se de uma estrutura formal de investimento coletivo, em que investidores canalizam seus recursos para investir de forma conjunta no mercado financeiro e de capitais,

---

<sup>16</sup> Art. 12. São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo B da Resolução CVM 30/21; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

<sup>17</sup> Código Civil: Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

com a expertise de administrador, gestor e outros prestadores de serviços e intermediários profissionais.

O funcionamento dos fundos obedece a normas da CVM e a um regulamento próprio de cada fundo, principal documento do fundo, em que são estabelecidas as regras relativas ao objetivo, à política de investimento, aos tipos de ativo negociados, aos riscos envolvidos nas operações, às taxas de administração e outras despesas do fundo, bem como ao seu regime de tributação e outras informações relevantes.

Cumpridos os requisitos normativos aplicáveis, as ações de emissão das SAF companhia aberta e admitidas à negociação em mercado organizado podem ser objeto de investimento por Fundo de Investimento em Ações<sup>18</sup>, que é um dos tipos de Fundos de Investimento Financeiro – FIF regulados pelo Anexo Normativo I da Resolução CVM 175.

Além dos citados FIF, com base na finalidade que se pretenda alcançar no contexto da captação por meio dos fundos de investimento e sem a pretensão de exaurir o tema, cabe mencionar outras categorias de fundos de investimento que podem ser utilizadas pelas SAF, tais como: (i) os Fundos de Investimento em Participações – FIP (Anexo Normativo IV da Resolução CVM 175); (ii) os Fundos de Investimento Imobiliários – FII (Anexo Normativo III da Resolução CVM 175); e (iii) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC (Anexo Normativo II da Resolução CVM 175).

### **5.4.1. Fundos de Investimento em Participações – FIPs**

Os FIPs são os fundos que têm por objetivo investir em empresas, mediante a aquisição de participações societárias, sobretudo em sociedades limitadas e companhias fechadas.

---

<sup>18</sup> Anexo Normativo I – Fundo de Investimento Financeiro. Art. 1º. Este Anexo Normativo I à Resolução nº 175 (“Resolução”) dispõe sobre as regras específicas para os fundos de investimento financeiro – FIF, que, em função da sua política de investimento, podem ser dos seguintes tipos: I – Fundos de Investimento em Ações; II – Fundos de Investimento Cambial; III – Fundos de Investimento Multimercado; e IV – Fundos de Investimento em Renda Fixa.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

Os FIPs atuam no segmento de mercado comumente denominado de *private equity* e de *venture capital*, que se caracteriza – em apertada síntese – pelo investimento em sociedades com o propósito de, ativamente, valorizá-las no médio e longo prazo, por meio da aplicação de uma tese de investimento que envolva alocação de capital, aprimoramento da governança corporativa e da gestão, dentre outros, com vistas à venda com ganho em momento posterior.

Essa alienação da participação do FIP na SAF, que eventualmente pode ocorrer por meio de uma abertura do capital da SAF ao público investidor ou para um investidor estratégico, pode ser modalidade de financiamento especialmente adequada para SAF originária de clubes, que ainda estejam em estágio de pouca profissionalização, mas que tenham desejos de evoluir neste quesito.

Os FIP podem, ainda, ser utilizados como instrumento para concentração e coordenação da participação de investidores em SAF, inclusive sob a tese de investimento de profissionalização da gestão do clube, como dito acima, permitindo, em qualquer cenário, que seus cotistas se tornem investidores indiretos na SAF.

Nessa modalidade de acesso ao mercado de capitais, o FIP deverá obter os registros e autorizações necessárias perante a CVM, mas não a SAF. Essa estrutura pode ser adequada para situações em que a SAF ainda não se encontra preparada para tornar-se uma companhia aberta, mas já se busque permitir que investidores participem no resultado ou gestão da SAF, ainda que indiretamente.

Importante destacar, todavia, que tendo em vista os riscos envolvidos nesse tipo de investimento, nos termos da regulamentação em vigor, por ora somente investidores qualificados podem adquirir as cotas de FIP<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> O art. 4º do Anexo Normativo IV da Resolução 175 assim prevê: “art. 4º Somente podem investir no FIP investidores qualificados.”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

Conforme exposto anteriormente, a CVM enxerga as SAF como trilha para democratização do mercado de capitais, com aumento do número de investidores, de diferentes perfis. Todavia, a regulamentação da CVM está em constante evolução, inclusive sempre sopesando diversas questões relacionadas: (i) à proteção dos investidores; (ii) à garantia de um mercado equitativo, eficiente e transparente; e (iii) aos parâmetros de adequação dos produtos ao perfil de risco do investidor (*suitability*).

### 5.4.2. Fundos de Investimento Imobiliário – FII

Os FII são fundos que têm como objetivo o investimento em empreendimentos imobiliários e, conforme Anexo III da Resolução CVM nº 175, podem investir em sociedades de propósito específico, certificados de recebíveis imobiliários, terrenos, unidades imobiliárias, dentre outras modalidades.

As SAF podem participar da estruturação de operações envolvendo FII, por exemplo, para viabilizar projetos de seu interesse no ramo imobiliário, como a construção ou reforma de estádio ou centro de treinamento, mediante a oferta pública das cotas, com ou sem a aquisição de uma parcela dessas cotas, em conjunto com outros investidores. Nesse modelo, os investidores podem se tornar sócios indiretos do estádio ou centro de treinamento, recebendo desde o aluguel até a bilheteria de jogos e eventos.

Os FII também podem ser utilizados como importante veículo para a aquisição de certificados de recebíveis imobiliários (CRI) lastreados em ativos emitidos pelas SAF, como observado na seção 5.5, que trata da securitização.

### 5.4.3. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC

Os FIDCs são fundos de investimento que investem em direitos creditórios, inclusive, mas não apenas, tendo em vista que são direitos creditórios: (a) direitos e títulos representativos de crédito; (b) valores mobiliários representativos de crédito; (c) certificados de recebíveis e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

outros valores mobiliários representativos de operações de securitização, que não sejam lastreados em direitos creditórios não-padronizados; e (d) por equiparação, cotas de FIDC.

As características desta categoria de fundo de investimento são abordadas na próxima seção juntamente com as operações de securitização.

### 5.5. Securitização

As SAF também podem se valer de operações de securitização, seja estruturada por meio de fundo de investimento ou por emissão de espécie de certificado de recebível, para fins de obtenção de recursos para suas atividades.

Em tais operações, as sociedades e mesmo os clubes podem antecipar o recebimento de direitos creditórios de sua titularidade por meio de sua cessão (com desconto) para fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC e companhias securitizadoras.

Os fundos emitem cotas e as securitizadoras emitem certificados de recebíveis cujos lastros são compostos pelos direitos creditórios cedidos pela SAF; e essas cotas ou certificados são distribuídos junto a investidores no mercado de capitais. Nesse contexto, pode-se antecipar o recebimento de valores relacionados aos mais diferentes ativos e atividades da SAF como, por exemplo, recebíveis decorrentes de verbas de publicidade, receitas de transmissões em televisão e canais de *streaming*, premiações ou outras participações em resultados de eventual liga, aluguel de imóveis, *naming rights*, receita futura de bilheteria ou, até mesmo, negociação de jogadores.

A realização de operações envolvendo a cessão da carteira de recebíveis para FIDCs ou a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI ou Certificados de Recebíveis – CR, podem ser alternativas de financiamento oportunas para as SAF.

Um exemplo pode ser a emissão de dívida pela SAF para lastrear a emissão de CRI em que a SAF se compromete, por meio dos documentos da oferta, a utilizar os recursos captados na reforma, aquisição ou construção de imóveis (estádio, centro de treinamento, alojamentos,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

dentre outros). Há ainda a possibilidade de que os recursos captados na emissão de CRI sejam utilizados para pagamento de aluguéis futuros ou quitados nos últimos 24 meses ou mesmo para o reembolso de despesas com a construção, reforma ou aquisição de imóveis em até 24 meses antes da emissão.

Por meio da realização de operações de securitização, em última análise, o público investidor financia a SAF, antecipando a entrada de recursos em seu fluxo de caixa.

Embora essa modalidade de operação não seja de uso exclusivo de sociedades, já tendo inclusive sido utilizada por clubes de futebol e outros agentes ligados a essa indústria, é razoável esperar que sua utilização a partir da originação de créditos por parte das SAF seja mais comum e atraente ao público investidor.

Os fundos e os certificados geralmente contam com classes seniores e subordinadas, sendo as seniores ofertadas aos investidores em geral e as subordinadas reservadas para o cedente ou terceiros que aceitem uma relação risco/retorno mais elevada.

As cotas ou certificados seniores usualmente conferem expectativa de rentabilidade aos seus titulares (“*benchmark*”) e os subordinados são aqueles que se subordinam aos demais para efeitos de amortização ou resgate sem uma remuneração predeterminada.

As cotas ou certificados subordinados são retornados ao seu titular no vencimento da emissão e com o excesso de remuneração dos ativos que compõem o lastro em relação ao *benchmark* oferecido aos investidores seniores (“*spread*”). Ainda, em caso de perdas decorrentes de inadimplência, por exemplo, as emissões subordinadas são as primeiras a absorvê-las.

Assim, na securitização, a SAF pode se colocar como “patrocinadora” de determinada iniciativa, ao adquirir, por exemplo, cotas ou certificados subordinados de uma emissão, assumindo uma coobrigação. Isso significa que a SAF confere segurança para os investidores



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

que adquirirem as cotas ou certificados seniores ao reter parcial ou substancialmente os riscos e benefícios da emissão.

O nível ideal de retenção de riscos e benefícios deve ser observado pela SAF, haja vista as possíveis implicações da necessidade de consolidação da transação em seu balanço.

### **5.6. Divulgação de informações no contexto das ofertas**

Independentemente do mecanismo utilizado pela SAF para apelo à poupança popular, um aspecto a ser ressaltado em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários por ela emitidos é seu potencial único de, a um só tempo, reunir o interesse de (i) investidores do mercado de capitais com diferentes perfis e níveis de conhecimento e (ii) torcedores, que eventualmente poderão deixar-se influenciar pela paixão por seu time de coração – afastando a racionalidade da tomada de decisão de investimento.

Em função disso, orienta-se as SAF e aqueles que as estejam assessorando em ofertas públicas a dedicarem especial atenção à descrição de fatores de risco das ofertas e dos emissores, bem como ao uso nos documentos da oferta de linguagem clara, concisa, objetiva e balanceada na ênfase a informações positivas e negativas, que auxiliem investidores a formar criteriosamente sua decisão de investimento. Alertas dedicados a reduzir o viés emocional do torcedor são recomendáveis e podem ser especialmente úteis na formação consciente e informada da decisão de investimento, que não deve ser orientada por aspectos não racionais de heurística relacionada aos sentimentos existentes entre os torcedores e seus respectivos times de futebol.

### **5.7. Suitability**

O *suitability* é o dever, que se aplica a todos os intermediários e aqueles que atuam na cadeia de distribuição de valores mobiliário, de se certificar de que o produto oferecido é adequado ao perfil do investidor. Nesse sentido, de acordo com a Resolução CVM nº 30, de 2021, os distribuidores devem observar, para além da situação financeira e dos objetivos de





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

investimento do cliente, o seu conhecimento acerca do valor mobiliário oferecido, em especial os seus riscos.

No contexto de ofertas de produtos e serviços no mercado de capitais que envolvam as SAF, o investidor que seja torcedor do time de futebol que se associa àquela SAF, apresenta uma tendência mais favorável a aderir à oferta, pois deseja contribuir de alguma forma para o crescimento e sucesso do seu time.

Não obstante esse ser um comportamento legítimo por parte do investidor, os profissionais que atuam na cadeia de distribuição do produto não devem explorar esse lado passional para fins de promoção da oferta pública. Ao contrário, a CVM reforça a necessidade de observância de linguagem serena e moderada nos esforços de distribuição e recomenda que nesses casos a cautela com a linguagem promocional seja redobrada.

Por fim, os distribuidores devem, no contato direto com os investidores, alertar sobre os riscos do investimento, buscando explicar as suas principais características, em especial destacando os riscos diretamente relacionados ao perfil do emissor ou à estrutura da operação.

### **6. Publicações e Transparência**

O cuidado da SAF na comunicação com o público deve estar presente também em suas divulgações periódicas e eventuais, fora do contexto de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Tratando-se de subtipo de companhia, as normas vigentes aplicáveis às companhias abertas também deverão ser observadas pela SAF que seja companhia aberta.

As normas específicas, contidas na Lei da SAF, não afastam qualquer norma prevista na regulação da CVM ou na Lei das Sociedades por Ações, exceto naquilo que for expressamente previsto e aplicável apenas à SAF (como a possibilidade de a SAF que tiver receita bruta anual de até R\$78.000.000,00 realizar todas as publicações obrigatórias por lei de forma eletrônica, incluídas as convocações, atas e demonstrações financeiras).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

Em especial, ressalta-se que, nos termos do art. 7º da Lei da SAF, as SAF são obrigadas a manter determinadas informações em sua página na rede mundial de computadores, obrigação similar à imposta às companhias de capital aberto por força do art. 14 da Resolução CVM 80. Tais obrigações não se confundem, mas a CVM considera que elas possam ser simultaneamente cumpridas por meio da disponibilização de informações em um único local e forma, desde que atendidas as exigências de ambas as normas.

### **7. Comunicados ao Mercado e Fatos Relevantes**

A Autarquia reconhece o desafio que se enfrentará, no tocante à definição, no âmbito da SAF, das informações que devam ser objeto de divulgação ao mercado.

Isso porque, de um lado, aplicam-se à SAF que seja companhia aberta as disposições normativas atualmente contidas na Resolução CVM 44. Neste sentido, a SAF, seu Diretor de Relação com Investidores, os acionistas controladores, e demais diretores, membros do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, bem como qualquer outra pessoa ou entidade a que a Resolução 44 atribua algum dever ou obrigação, devem observar, em sua integralidade, o disposto na Resolução 44.

Por outro lado, também não se pode ignorar que a atividade do futebol se sujeita, não apenas no País, a intenso acompanhamento de jornalistas, influenciadores digitais, torcedores e outros agentes que geram, diariamente, uma quantidade significativa de informações, notícias, reportagens, relatos e boatos, com propósitos variados.

Companhias listadas em outras jurisdições, dedicadas à atividade do futebol, passam pela mesma situação e, nem por isso verifica-se, em suas práticas, divulgações cotidianas ou reações a qualquer matéria ou notícia envolvendo seus interesses.

Do mesmo modo, no Brasil, a CVM não tem a expectativa de que a SAF e seus administradores se manifestem em reação a qualquer notícia ou boato, sobretudo as produzidas



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

no contexto nitidamente esportivo, mas nem por isso deixará de exigir que sejam cuidadosamente avaliados os atos e fatos que tenham o condão de gerar os efeitos previstos no art. 2º da Resolução CVM 44 e, quando aplicável, promover as devidas manifestações.

### 8. Perímetro Regulatório da CVM

A possibilidade de constituição das SAF é recente e suas possíveis ramificações para o mercado de capitais foram exploradas neste Parecer de Orientação até aqui. Contudo, há algumas modalidades de emissões de ativos que já são realizadas por clubes de futebol e que, com as suas características de momento, não são consideradas valores mobiliários, remanescendo, assim, fora do âmbito de competência da CVM.

#### 8.1. Fan Tokens

Nos últimos anos, têm sido comuns as emissões de *fan tokens* por clubes de futebol em todo mundo. Esse tipo de *token*, em regra, não se enquadra no conceito de valor mobiliário e serve exclusivamente como instrumento de engajamento entre seus torcedores ou de *marketing*, promovendo interações, oferecendo prioridades na aquisição de produtos e serviços, e gerando outros tipos de benefícios não relacionados ao resultado econômico da atividade.

Dessa forma, na falta de uma vinculação com a distribuição de resultados e participação em determinado negócio, os *fan tokens* são considerados *tokens* de utilidade (*utility tokens*), e, portanto, não se enquadram no conceito de valores mobiliários e estão fora o perímetro regulatório da CVM. Conseqüentemente, não é possível realizar a sua oferta pública por meio de algum mecanismo regulado pela CVM, exceto quando o mesmo *token* também tenha características que o enquadrem como valor mobiliário.

#### 8.2. Apostas Esportivas

Os sites de apostas esportivas têm se multiplicado, no Brasil e no mundo, e cada vez é maior a proximidade deste universo com o mundo do futebol, em especial na forma de patrocínio aos clubes. Apesar de, em sua maioria, se localizarem em outros países, os sites de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

apostas são capazes de alcançar os cidadãos brasileiros por meio da internet e é cada vez mais comum a adesão e o sucesso deles por aqui.

É importante ressaltar que as apostas esportivas não são investimentos e não apresentam características que possam enquadrar as inúmeras possibilidades de apostas como valores mobiliários, ou as empresas responsáveis pelos seus sites como emissores de valores mobiliários.

Assim, a CVM reforça que não tem qualquer competência sobre a atividade dos sites de apostas esportivas e que: (i) não há formalização de investimento quando um cidadão decide realizar uma aposta esportiva; (ii) as diferentes chances de resultado não decorrem de um mercado regulamentado pela CVM; e (iii) não há registro da aposta feita em qualquer entidade registradora autorizada pela CVM ou pelo Banco Central do Brasil.

### **9. Programa de Desenvolvimento Educacional e Social (PDE)**

A Lei da SAF institui, nos artigos 28 e 29, o Programa de Desenvolvimento Educacional e Social (PDE), consistente em convênio obrigatório, a ser celebrado com instituição pública de ensino, para promover medidas em prol do desenvolvimento da educação, por meio do futebol, e do futebol, por meio da educação.

Como os recursos destinados ao convênio poderão provocar efeitos econômico-financeiros sobre as SAF – e, ainda, considerando que a Lei da SAF não institui parâmetros objetivos sobre o montante que a SAF poderá destinar ao convênio, orienta-se a SAF que acesse o mercado de capitais a zelar pela transparência ao mercado em torno dos compromissos assumidos e executados em relação ao convênio.

Nesse sentido, em primeiro lugar, é importante que haja divulgação tempestiva, por meio de comunicado ao mercado ou aviso de fato relevante, conforme o caso, dos convênios celebrados, indicando, pelo menos, a entidade beneficiária, os motivos da escolha da entidade



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

beneficiária, o prazo do convênio, o volume de recursos que será destinado à beneficiária, o prazo de desembolso e as datas projetadas de desembolso.

Em segundo lugar, orienta-se as SAF que sejam companhias abertas a estipular internamente montantes máximos anuais a serem empregados no âmbito do convênio e a reportar esses montantes, bem como os valores efetivamente despendidos, acompanhados das considerações a respeito da pertinência, da forma permitir o acompanhamento do uso dos recursos e dos resultados sociais do convênio. O formulário de referência e o relatório da administração (na forma do art. 133 da Lei das Sociedades por Ações) são canais apropriados para a veiculação de tais informações.

Por fim, vale notar que os instrumentos oferecidos pelo mercado de capitais, já exemplificados na Seção 5, também podem servir para financiamento de Programas de Desenvolvimento Educacional e Social. A CVM reconhece, inclusive, que eventuais aportes poderão ser entendidos como investimento de impacto social ou investimento categorizado como “ASG” (em referência a fatores ambientais, sociais e de governança) ou ainda quaisquer outros termos correlatos às chamadas “finanças sustentáveis”, caso tenham destinação específica a determinado objetivo social e observadas as demais características de tais investimentos.

Nesse caso, a divulgação da oportunidade de investimento, além de cumprir os requisitos informacionais previstos pelas Resoluções CVM nº 60, 80, 160 e 175, conforme o caso, deverá descrever o benefício social esperado e como será originado, inclusive com detalhamento de metodologia, princípios e diretrizes seguidas para seu atingimento.

### **10. Considerações Finais**

A Lei da SAF tem potencial para criar um conjunto de novas demandas e ofertas de produtos, relacionadas à atividade futebolística, no âmbito do mercado de capitais, não exploradas ou imaginadas até a sua concepção. Por isso, a CVM edita este Parecer de Orientação com o propósito de oferecer certas orientações iniciais aos agentes em geral.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 41, DE 21 DE AGOSTO DE 2023

Paralelamente, a Autarquia, como de costume, continuará a estudar não apenas as experiências realizadas no País, como situações envolvendo outros mercados, de modo a intensificar sua compreensão sobre a matéria e, se vier a entender necessário, emitir novas manifestações ou até mesmo propor regulação específica para os emissores do novo mercado do futebol, observado o âmbito de suas competências.

Por fim, reitera-se que as orientações contidas neste Parecer de Orientação se destinam a consolidar entendimentos, mas não esgotam os debates em relação ao tema, uma vez que este ainda se encontra em fase de construção, após o advento da Lei da SAF.

Aprovado na Reunião do Colegiado do dia 15 de agosto de 2023.

*Assinado eletronicamente por*

**JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO**  
**Presidente**