

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
- ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO -

FELIPE STECHMAN DREBES

ABERTURA DE CAPITAL
DE CLUBES DE FUTEBOL

Porto Alegre
Março de 2009

FELIPE STECHMAN DREBES

**ABERTURA DE CAPITAL
DE CLUBES DE FUTEBOL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito para conclusão do curso de pós-graduação em Mercado de Capitais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre
Março de 2009

*Ao meu avô Carlos Stechman que representou
uma nova era na gestão de clubes de futebol.*

*Aos meus pais, Silvio e Sandra, e minha
namorada Débora, pelo incentivo e apoio
durante a elaboração deste trabalho.*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
1 ABERTURA DE CAPITAL	9
1.1 MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	9
1.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	11
1.2.1 Novo Mercado	12
1.3 DECISÃO SOBRE ABERTURA DE CAPITAL	12
1.3.1 Vantagens e Desvantagens da Abertura de Capital	14
1.4 PROCEDIMENTOS PARA ABERTURA DE CAPITAL	14
1.4.1 Custos para Abertura de Capital.....	16
1.4.2 Contratação da Instituição Financeira	19
1.4.3 Definição de Preço, Volume e demais Características	22
1.4.4 Processo de Obtenção de Registros Junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ..	25
1.4.5 Registro em Bolsas de Valores ou Mercado de Balcão.....	29
1.4.6 Formação do <i>Pool</i> de Distribuição	29
1.5 MARKETING DA OPERAÇÃO E DISCLOSURE DA COMPANHIA.....	31
1.6 ANÚNCIO DE INÍCIO DA DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA.....	31
1.7 SUBSCRIÇÃO E LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA	32
1.8 ANÚNCIO DE ENCERRAMENTO DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA.....	32
1.9 MANUTENÇÃO DA CONDIÇÃO DE COMPANHIA ABERTA	33
2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	35
2.1 MÉTODOS DE PESQUISA	35
2.2 MÉTODO ADOTADO	36
2.3 PÚBLICO-ALVO.....	36
2.4 INSTRUMENTOS UTILIZADOS PARA COLETA DE DADOS	37
2.5 DO PROCESSAMENTO DOS DADOS COLETADOS	38
3 ABERTURA DE CAPITAL PARA CLUBES DE FUTEBOL	39
3.1 ANÁLISE DE CASES	39
3.2 ESTRUTURAS PARA ABERTURA DE CAPITAL.....	42
3.2.1 Modelos de Gestão	43
3.2.2 Aspectos Contábeis	46

3.2.3 Legislação.....	48
3.3 VANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL.....	50
3.4 USO DOS RECURSOS PROVENIENTES DO MERCADO DE CAPITAIS.....	52
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	53
APÊNDICES.....	59
APÊNDICE A – Roteiro para Entrevistas.....	60
APÊNDICE B – Transcrição das Entrevistas.....	62

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	14
Figura 2 -	17
Figura 3 -	23
Figura 4 -	25
Figura 5 -	26
Figura 6 -	27
Figura 7 -	30
Figura 8 -	37
Figura 9 -	41
Figura 10 -	42
Figura 11 -	44
Figura 12 -	45
Figura 13 -	46
Figura 14 -	50

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo analisar a viabilidade de abertura de capital para clubes brasileiros de futebol. Para isso traçou-se um plano inicial de trabalho, no qual foram avaliadas as características do mercado de capitais brasileiro, legislação e análise do negócio futebol. Através da análise de *cases* de clubes com capital aberto e entrevistas com pessoas especializadas, foi possível vincular a teoria com a prática de tema pouco abordado até então. Acredita-se que a abertura de capital pode ser o caminho para uma maior profissionalização do negócio futebol no Brasil, tornando-o rentável, explorando assim, ao máximo o potencial de um mercado pouco explorado financeiramente.

Sendo assim, o presente trabalho visa responder a seguinte questão: "**A abertura de capital para clubes brasileiros de futebol é viável?**".

Palavras-Chave: Abertura de Capital. Clubes de Futebol.

INTRODUÇÃO

Com a popularização do mercado de capitais no Brasil, as empresas dos mais variados setores passaram a adotar novos modelos de gestão financeira, aderindo assim, ao mercado de capitais para adquirir recursos de longo prazo com reduzido custo.

Neste processo a empresa vende parte de seu capital social a investidores através da Bolsa de Valores, com isso, a empresa passa a contar com novos acionistas que podem ser pessoas físicas, pessoas jurídicas, estrangeiros, fundos, clubes de investimento, instituições financeiras ou fundos de pensão. Através da injeção de recursos na empresa, esta então poderá aperfeiçoar seu negócio, pagar dívidas e fazer novos investimentos, a fim de aumentar sua receita.

Em outro patamar evolutivo de gestão, o negócio futebol gira milhões de dólares todos os anos, enquanto os clubes brasileiros de futebol, em grande maioria, são entidades que geram receitas consideráveis, porém com administrações não profissionalizadas e que nem sempre buscam o máximo de eficiência financeira possível.

Surge a partir disso o tema de pesquisa, a abertura de capital para clubes de futebol. Pode ser a alternativa não só para a busca de recursos para essas instituições, mas também como uma forma de profissionalizar a gestão das mesmas. Quando as empresas optam por ter capital aberto devem adotar vários procedimentos, políticas e práticas antes não exigíveis, tornando assim a gestão profissionalizada.

Sendo assim, o presente trabalho visa a responder a seguinte questão: "**A abertura de capital para clubes brasileiros de futebol é viável?**".

Além disso, o trabalho se propõe a avaliar se a abertura de capital dos clubes de futebol pode auxiliar na profissionalização da gestão dessas instituições, além de gerar a possível capitalização do clube com maior geração de receitas.

Este estudo é de fundamental importância para um setor até hoje com administração amadora no país, e que encara concorrência mundial de clubes com gestão profissional. A evolução do negócio futebol no Brasil depende em grande parte da exploração desse tema,

visto que em outros países já existem clubes de capital aberto, o que os torna mais capitalizados e muitas vezes mais competitivos.

Constam como demais objetivos, identificar junto à bibliografia especializada os procedimentos para abertura de capital, estudar o desenvolvimento do processo, entender os motivos pelos quais as empresas optam pela abertura de capital, e quais são as vantagens e desvantagens.

A busca de alternativas para tornar o futebol um negócio rentável no Brasil, com maior profissionalização e exploração correta de um mercado com grande potencial também será analisada neste trabalho.

Com isso, o trabalho aborda todos os pontos relevantes para abertura de capital. As questões jurídicas envolvidas na atividade de um clube de futebol, seguida pela análise de *cases* de clubes com capital aberto em outros países, pontos de vista de pessoas ligadas ao futebol e ao mercado de capitais, para então concluir se é viável um clube brasileiro acessar o mercado de capitais.

No capítulo seguinte, intitulado “Abertura de Capital” é apresentado o referencial teórico, onde se mostram todos os conceitos e as teorias abrangidas pelo assunto estudado. Neste capítulo o estudo teórico é abordado de maneira mais aprofundada e detalhado, para o completo entendimento e embasamento do estudo.

Posteriormente, em Procedimentos Metodológicos, é apresentada a metodologia utilizada para o desenvolvimento do projeto. Nesse capítulo, citam-se o método de pesquisa, as técnicas de coleta das informações e como será feita a análise dos resultados.

A análise de resultados objetiva, através de pesquisa bibliográfica, a busca de *cases* de clubes que optaram pela abertura de capital em outros países, relatos retirados das entrevistas com profissionais de mercado de capitais e pessoas ligadas ao futebol. Além disso, busca-se interpretar e discutir os dados coletados, abordando toda complexidade existente no tema escolhido, e as reais possibilidades de abertura de capital para um clube de futebol brasileiro.

Finalizando, em Considerações Finais, buscou-se na análise de resultados a abordagem prática que, adicionada as categorias teóricas, formula o resultado da pesquisa.

Sendo assim, este estudo levou em consideração novos valores na gestão de clubes de futebol e um novo mercado de empresas com potencial para capital negociado na bolsa de valores. É importante salientar que se trata de linhas gerais, requerendo adaptações a outras realidades.

1 ABERTURA DE CAPITAL

Por tratar-se de um trabalho com tema específico, ligado a abertura de capital de clubes de futebol, setor até hoje inexplorado no mercado de capitais brasileiro, dividiu-se conceitualmente o trabalho, com a finalidade de construir suporte teórico adequado à pesquisa.

Portanto, este capítulo apresenta a fundamentação teórica adotada para subsidiar a investigação proposta, conceitos de autores relacionados com o mercado de capitais, servindo para orientar a coleta e análise de dados sobre o processo de abertura de capital no Brasil.

Através deste referencial, será possível estruturar a coleta de dados para identificar a possibilidade de abertura de capital de um clube brasileiro de futebol.

1.1 MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

De acordo com Assaf Neto (2001), o Mercado de Capitais é o municiador de recursos permanentes para a economia, devido a sua ligação entre os que têm capacidade de poupança (investidores), e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, empresas que, provavelmente, apresentem *déficit* de investimento.

Conforme Casagrande (2000), historiadores identificam o Banco de São Jorge, fundado em Gênova, em 1407, como a primeira organização a apresentar os principais elementos que caracterizam uma sociedade por ações. Esse banco era uma corporação de credores da República Genovesa que transformou seus títulos de renda em ações nominativas do banco estatal, que eram inscritas num registro e negociadas livremente no mercado, de acordo com suas cotações.

No Brasil o processo de evolução das sociedades anônimas começa em 1808, quando D. João VI constituía o Banco do Brasil e oferecia à subscrição o capital deste. Embora a emissão tenha sido fracassada por falta de demanda, ainda outras tentativas fizeram-se pela

iniciativa privada desta vez, como a criação do novo Banco do Brasil, pelo Visconde de Mauá. Em princípio causou enorme repercussão nos meios financeiros nacionais, entretanto, por uma série de fatores econômicos adversos, sucumbiram, mirando ainda mais a credibilidade do recém iniciado mercado de capitais.

Entre 1964 e 1967, o mercado financeiro nacional passou por uma profunda reestruturação, destacando-se a criação do Banco Central e Conselho Monetário Nacional. Em 1976 surgiu a Lei nº 6.404, que dispõe sobre as sociedades por ações. Inspirada no direito europeu e norte-americano, essa lei representou grandes avanços em termos de legislação, porém trouxe consigo alguns pontos polêmicos.

Através da história é possível verificar, portanto, que o Mercado de Capitais no Brasil apresentou, em certos momentos, obstáculos ao seu desenvolvimento e crescimento. A dificuldade originava-se da falta de confiança nas informações destinadas aos acionistas, por seu caráter duvidoso, insuficiente ou privilegiado, desestimulando os acionistas nacionais e estrangeiros.

Em artigo publicado por Mendonça de Barros, *et al* (2000), os autores retratam o mercado de capitais até o fim da década de noventa. Até essa data o investidor brasileiro não ocupava posição de destaque.

Os autores acreditam que a causa da fragilidade do mercado brasileiro não era a falta de leis e instituições, mas sim de fatores como o longo período de fechamento da economia, o qual reduziu a necessidade de investimentos e financiamento das empresas. Ademais, outro fator que influenciava era a facilidade de obtenção de recursos baratos para investimentos, via fundos subsidiados pelo governo, principalmente por meio do BNDES. A ausência de interesse das companhias em abrir capital devido às exigências legais de divulgação de informações também contava pontos contra o mercado de capitais, além do fato da legislação vigente beneficiar o administrador e o controlador em detrimento do investidor minoritário.

Com isso, em 2000 o Congresso Nacional juntamente da Bovespa reformulou as diretrizes para os mercados, desenvolvendo os mecanismos do Novo Mercado e os níveis de Governança Corporativa. Além disso, as regras para o investidor não residente foram flexibilizadas, o que aumentou o acesso destes aos produtos disponíveis no mercado brasileiro. Favorecendo assim, aspectos para a retomada do crescimento do Mercado de Capitais, impulsionando o crescimento econômico.

A partir de então, com um ambiente regulado e transparente, os investidores começaram a ter maior confiança para investir, com boas taxas de retorno e liquidez, além da facilidade de obtenção de recursos. (BOVESPA, 2008).

Na década de noventa, as mudanças favoráveis no quadro econômico, ajustadas com o processo de privatização brasileiro, contribuíram para o desenvolvimento do mercado de capitais e para a atração de investidores estrangeiros. Como consequência da entrada de investidores estrangeiros o valor das ações e o volume de negociação ampliaram-se consideravelmente.

1.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O início das práticas de Governança Corporativa também foi de fundamental importância para o crescimento do mercado de capitais no Brasil. Segundo o IBGC (2008), Governança Corporativa abrange todas as relações de transparência da companhia com investidores, funcionários e administradores, pois a prática de boa conduta ética é um fator que interfere diretamente no preço da ação negociada.

Entende-se como Governança Corporativa a série de recomendações que podem ser seguidas pelos administradores e controladores de empresas. Bencke define como sendo as regras de gestão que oferecem confiabilidade aos investidores, estabelecendo o modelo de gerenciamento e direção administrativa das empresas, assim como a forma de dirimir conflitos internos decorrentes da tensão entre minoritários ou controladores, (BENCKE, 2003).

Na Governança Corporativa, todos os acionistas, devem ter os mesmos direitos e deveres, ou seja, é dispensado tratamento igualitário. Por causa disto, foi criada a Câmara de Arbitragem para as companhias listadas no Nível 2.

O propósito dessas práticas é aumentar o valor da ação, negócios e liquidez, facilitando o acesso ao capital e, conseqüentemente, contribuindo para a perenidade empresarial, além do que quanto mais rígida for legislação em relação aos direitos dos acionistas, mais forte será o mercado.

A partir de 2000, foram definidos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa na Bovespa, sendo o Novo Mercado, o principal grau de exigência, seguidos dos Níveis 2 e 1 e, por último, há o pregão tradicional.

Quanto maior o nível, melhor será a imagem frente aos potenciais investidores, influenciando nas oportunidades de investimento. Optando por estes modelos rígidos, as

empresas não ficam sujeitas às oscilações provocadas por instituições de perfil corporativo inferior, Bovespa (2008).

1.2.1 Novo Mercado

O Novo Mercado é voltado principalmente para as companhias que desejam abrir seu capital. A principal inovação, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias.

O Novo Mercado e os Níveis de Governança Corporativa foram implantados na Bovespa em dezembro de 2000, e assim como no Nível 2, no Novo Mercado há a participação da Câmara de Arbitragem para solucionar possíveis conflitos entre os acionistas. (BOVESPA, 2008).

Entre os requisitos para listagem no Novo Mercado, estão os compromissos societários, que garantem equilíbrio de direito entre todos os acionistas.

Em relação às informações trimestrais, demonstrações financeiras padronizadas, anuais, divulgação de outras informações adicionais, além daquelas previstas pela lei, deverão ser apresentadas as mesmas informações que constam para as companhias de Nível 2.

As regras para companhias que se encontram no Nível 2 e Novo Mercado são equivalentes. A principal diferença é que para ingressar no Novo Mercado há a exigência da companhia negociar apenas ações ordinárias, dando o direito ao voto a todos os acionistas. (BOVESPA, 2008).

1.3 DECISÃO SOBRE ABERTURA DE CAPITAL

Toda empresa em fase de crescimento precisa de recursos para financiar seus investimentos e projetos de expansão. Mesmo que o retorno de seu investimento seja superior ao valor de empréstimo, é recomendado que a empresa tenha balanceamento entre a aplicação de recursos próprios e de terceiros.

A captação de recursos por meio de fontes externas amplia o endividamento da empresa e reduz a possibilidade desta em adquirir outros financiamentos. Já com fontes próprias, a empresa melhora seu endividamento e, continua com possibilidade de adquirir outros recursos por outros meios, caso seja necessário. (PINHEIRO, 2001).

Quando a empresa precisa aumentar seu capital próprio, nem sempre os atuais acionistas podem injetar dinheiro na empresa. Com isso tem-se a necessidade de obter novos sócios, ou seja, surge o intermediário que converterá os poupadores em investidores por meio da operação de *underwriting* no mercado primário de ações.

Ressalva-se, entretanto, que nem todas as necessidades são satisfeitas com a abertura de capital. Normalmente, as demandas satisfeitas pela abertura de capital, são aquelas em que a empresa precisa de financiamentos para projetos de expansão como, por exemplo:

- a) ampliação de produção;
- b) modernização da empresa; e
- c) criação de novos produtos.

Pode haver outros problemas que também podem ser solucionados com a abertura de capital, como:

- a) reestruturação financeira (ativo e passivo);
- b) engenharia jurídica (reestruturação societária);
- c) profissionalização da gestão; e
- d) melhoria da imagem institucional.

Não existe regra para determinar o equilíbrio entre o nível de capital de terceiros e o próprio empregado. Para tanto, pode-se recorrer das seguintes fontes de financiamentos: se optar pelos financiamentos externos, têm-se o passivo circulante e o exigível em longo prazo. Por outro lado, existe as fontes próprias que seriam os lucros retidos, o aporte de capital dos atuais sócios ou abertura de capital. (PINHEIRO, 2001).

Antes de a companhia abrir capital, precisa-se que determinadas questões sejam esclarecidas pela empresa. É preciso ajustes de ordem societária, jurídica e posicionamento, já que a companhia assumirá condição de empresa de capital aberto. (BACEN, 2008).

1.3.1 Vantagens e Desvantagens da Abertura de Capital

Com a abertura de capital, as empresas auferem vantagens e desvantagens, conforme listado a seguir:

VANTAGENS		DESVANTAGENS
Ampliação da base de captação de recursos financeiros e seu potencial de crescimento	X	Elevação dos custos operacionais como consequência das alterações escriturais
Liquidez para o patrimônio dos acionistas		Necessidade de divulgação de informações aos diversos públicos
Profissionalização da gestão		Necessidade da distribuição de dividendos
Melhora da imagem institucional da empresa em função da sua profissionalização		Possível interferência dos novos acionistas na gestão da empresa
Reestruturação societária		
Melhora das relações institucionais com a criação do Diretor de Relações com o Mercado		
Melhor solução para o problema de sucessão no caso de empresas familiares		
Flexibilidade nas decisões estratégicas sobre a estrutura de capitais (relação entre capitais próprios e de terceiros)		

Figura 1 – Vantagens e Desvantagens da Abertura de Capital
Fonte: Pinheiro (2001).

Além disso, ao abrir capital as empresas também geram vantagens para a economia, ampliando a produção, gerando empregos, renda, arrecadando impostos, fazendo com que o governo possa investir em benefícios para a sociedade. (PINHEIRO, 2001).

1.4 PROCEDIMENTOS PARA ABERTURA DE CAPITAL

Conforme BOVESPA (2008), o procedimento de abertura de capital, que pode ser simultâneo com a emissão de ações, envolve normalmente as seguintes etapas:

- Contratação de auditoria externa independente;
- Contratação de um intermediário financeiro para coordenar o processo (coordenador-líder ou *underwriter*). Esse intermediário é responsável, entre outros itens, pela: modelagem da operação (avaliação da viabilidade da distribuição), solicitação do registro de distribuição devidamente instruído, formação do consórcio de distribuição, realização da diligência (*due diligence*) sobre as informações da emissora que serão utilizadas na elaboração do prospecto de emissão, coordenação dos procedimentos de registro na CVM, estruturação e determinação do período adequado (*timing*) da oferta, processo de formação de preço, organização das apresentações ao mercado (*road show*) e concepção do plano de distribuição da emissão;
- Contratação de escritório de advocacia para adaptação de estatutos e outros documentos legais;
- Convocação de Assembléia Geral Extraordinária (AGE), publicação da Ata da AGE e do Aviso ao Mercado;
- Obtenção de registro de companhia aberta na CVM para negociação dos valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado;
- Obtenção de registro da companhia em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado;
- Obtenção do registro de emissão pública de ações na CVM;
- Elaboração do prospecto de emissão;
- Apresentações aos potenciais investidores (*road show*);
- Recebimento de pedidos de reserva de ações pelos investidores;
- Publicação de anúncio de início de distribuição, que formaliza a efetiva colocação de ações junto aos investidores;
- Colocação dos títulos junto aos investidores e posterior liquidação financeira;
- Publicação de anúncio de encerramento de distribuição.

As etapas mencionadas apresentam eventuais variações dependendo da situação da empresa, portanto tratam-se estimativas nos custos envolvidos.

1.4.1 Custos para Abertura de Capital

Com o objetivo de melhor balizar o processo de decisão acerca da abertura de capital, é possível segregar os custos em duas categorias, primeiramente os custos a serem incorridos independentemente da efetiva colocação das ações junto aos investidores, ou seja, independentemente de a empresa obter êxito no processo de venda das ações de sua emissão, e posteriormente os custos a serem incorridos somente no caso de ocorrer a venda.

É importante ressaltar que essa segregação é de caráter apenas teórico, dado que as empresas, ao decidirem pela abertura de capital mediante emissão de ações, normalmente contam com uma análise prévia de sensibilidade quanto à receptividade das suas ações pelos investidores, de modo a evitar custos desnecessários.

- Custos incorridos na preparação do processo de abertura de capital mediante emissão de ações: serviços legais ofertante e líder, auditoria, publicações da emissão, taxa de registro na CVM, apresentações ao mercado (*road show*), prospecto da emissão e outros.
- Custos adicionais incorridos quando da efetiva distribuição de ações: publicações da emissão, comissões de *underwriting*, auditoria (padrão contábil internacional).

Como estimativa dos custos acima, tendo como premissa a distribuição pública de ações realizada por uma empresa de pequeno porte, ou seja, com faturamento anual de até R\$ 200 milhões, no montante de R\$ 100 milhões, os custos iriam variar de R\$400 a R\$650 mil para a preparação do processo de abertura de capital e cerca de R\$ 3,6 milhões nos custos da efetiva distribuição. Portanto, para uma emissão de R\$100 milhões de reais os custos seriam de cerca de R\$4,2 milhões.

Conforme BACEN (2008), a abertura dos custos é dada da seguinte forma:

- a) Pelos serviços de coordenação;
- b) liderança da operação;
- c) venda de valores imobiliários;
- d) eventual garantia de subscrição;
- e) intermediário financeiro cobra taxas percentuais sobre o valor da operação;
- f) garantia de subscrição;
- g) taxa de coordenação, de 0,5% a 1,0% do valor da operação;
- h) taxa de colocação, de 2,0% a 4,0% do valor da oferta pública; e
- i) taxa de garantia, de 3,0% a 5,0% do valor garantido.

Sendo assim, a abertura de capital de determinada empresa envolve custos que devem ser considerados no processo decisório da empresa. O quadro a seguir, apresenta os custos distribuídos (BACEN, 2008):

- a) legais e institucionais,;
- b) publicação;
- c) publicidade;
- d) *marketing*;
- e) prestação de serviço financeiro; e
- f) internos da empresa.

ETAPAS	TIPOS DE CUSTOS			
	Legais e institucionais	Publicação, publicidade e <i>marketing</i>	Prestação de serviço financeiro	Internos da empresa
Análise preliminar				Formação de grupo de estudos sobre a abertura Eventual consultoria externa de mercado de capitais.
Montagem da operação	Contratação de auditoria externa	Edital de convocação e ata de assembléia Demonstrações financeiras	Comissão de Coordenação	
Processo com CVM	Taxa de registro de emissão Registro de escritura de debêntures Agente fiduciário	Prospecto		
Registro em Bolsa	Anuidade à Bolsa			
<i>Pool e marketing</i> de distribuição		Material informativo Visitas à empresa Apresentação aos investidores		
Distribuição	Serviços de	Anúncios de	Comissões de	

e liquidação financeiras	ações escriturais	início e encerramento da distribuição	garantia (se necessário) e distribuição	
Manutenção da condição de companhia aberta	Taxa de fiscalização	Informe aos acionistas		Criação do departamento de acionistas Estrutura da Diretoria de Relações com o Mercado

Figura 2 – Custos de Abertura de Capital

Fonte: Pinheiro (2001), *apud Inter-link* Consultoria de Mercado de Capitais S/C Ltda.

A CVM determina que nenhuma empresa pode vender diretamente suas ações no mercado quando a emissão delas é pública. Para isto, é necessário a intermediação de instituição financeira por meio de operação de *underwriting*.

O termo *underwriting* significa subscrição, emissão de papéis para captar novos recursos de acionistas. É operação do mercado primário, realizada por instituição financeira, mediante a qual, sozinha ou organizada em consórcio, subscreve títulos de emissão por parte da empresa, para posterior revenda no mercado. A instituição financeira subscreve somente sobre ações da emissão, já que a lei brasileira assegura aos acionistas o direito de preferência a subscrição das novas ações a serem emitidas, na proporção das ações que possuem na época. (PINHEIRO, 2001, p. 106).

A empresa para colocar ações no mercado primário, necessita contratar os serviços de instituições especializadas, como:

- a) bancos de investimento;
- b) sociedades distribuidoras e sociedades corretoras; e
- c) que formarão o *pool* de instituições financeiras para a realização de operação da *underwriting*.

Esta operação pode ser realizada através de contrato firmado entre a instituição escolhida para o lançamento das ações e a empresa que deseja abrir o capital. O *underwriting* pode ser realizado por consórcio firmado por várias instituições ou apenas pelo intermediário financeiro. (PINHEIRO, 2001).

1.4.2 Contratação da Instituição Financeira

Até esta fase a empresa pode ter conduzido o processo de abertura de capital sozinha ou ter contado com consultores. Entretanto, torna-se necessário à escolha do intermediário da operação, chamado de *underwriting*. O escolhido deve ser compatível com as características da empresa emitente dos valores mobiliários e da oferta pública, passando pelos seguintes itens:

a) *Porte do lançamento*: as instituições possuem padrão de volume de operações que, em regra geral, costumam seguir. Pequenos bancos de investimentos e sociedades corretoras dedicam-se às pequenas emissões, os grandes bancos ficam com as grandes emissões, e as emissões médias, ficam destinadas às bancos médios. Em classificação por volume de emissões, a pequena emissão ficaria com volume de até R\$ 40 milhões, em que a emissão média seria de 40 a 100 milhões, e a grande emissão acima de R\$ 100 milhões. (CASAGRANDE NETO, 2000);

b) *Tipo de garantia e colocação*:

Existem dois tipos de contrato de colocação de ações no mercado: garantia firme e melhores esforços. No primeiro, se a instituição não conseguir colocar a emissão no mercado, ela compromete-se em adquirir integralmente ou a parte não colocada. No segundo caso, fracassando o esforço de colocação, a instituição devolve a empresa o lote não colocado. Pode ocorrer também combinação dessas modalidades de garantia, ou seja, sobre parcela da emissão é dada garantia firme, enquanto na parcela restante se trabalha com melhores esforços. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 59).

Em operações de *underwriting* é importante trabalhar com garantias de melhores esforços, enquanto outras, trabalhar com garantia firme. Também podemos encontrar combinação entre estas, quando for conveniente. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 59).

No caso de abertura de companhia é conveniente trabalhar com contrato de garantia firme, pois tentativa frustrada de entrada para o mercado poderia fechar as portas deste por longo tempo. O contrato de melhores esforços só é indicado para empresa de larga tradição, com preço de lançamento atrativo e com mercado favorável, quando então se pode economizar no custo da emissão. O *underwriter* escolhido deve ter perfil e tamanho compatível com o tipo de garantia.

c) Tradição do underwriter: também influenciam no sucesso da operação a força e a tradição do *underwriter* no mercado. Já que, ao aceitar a missão da colocação, determinada instituição renomada está dando seu aval ao papel. Além disso, informalmente, os profissionais do mercado sabem quais *underwriters* fixam preços adequados, cuidam da imagem da empresa e criam mercado para o valor mobiliário. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 60):

Adicionalmente, os *underwriters* poderão servir de conselheiros permanentes em assuntos relacionados ao desempenho econômico-financeiro da companhia, ajudar na obtenção de créditos, aconselhar quanto a combinação de negócios (fusão, incorporação, acordos de mercado), além de assessorar em assuntos diretamente relacionados ao mercado de valores mobiliários, tais como: quanto pagar de dividendos, quando fazer outra subscrição de ações ou debêntures, dar ou não desdobramento (*split*), organizar reuniões com analistas.

d) Comissão de intermediação: Na abertura de capitais, quando se trata de análise de custo de emissão, a companhia deve estar mais preocupada com a qualidade do serviço, do que com a economia, tendo em vista que pode comprometer a operação;

e) Comissão de Coordenação: Refere-se a remuneração dos serviços de coordenação da emissão, que abrangem a elaboração da documentação do pedido de registro, a formação do *pool*, até a liquidação financeira;

f) Comissão de Garantia: Esta comissão é a remuneração que o coordenador e seus contratados recebem para garantir a emissão. A garantia poderá ser estabelecida sobre a emissão toda, sobre as sobras (depois do prazo de preferência), ou ainda sobre a parte da emissão previamente estabelecida. Quando o contrato é de melhores esforços,

esta comissão é suprimida;

g) *Comissão de Colocação*: é a remuneração que o intermediário vai receber. Os aspectos citados devem ser criteriosamente considerados. Para que haja o almejado sucesso, é necessário que o *underwriter* esteja motivado. Logo, se a contratação não está em acordo com os padrões de cada instituição, isto pode contribuir para o fracasso da operação. O *underwriter* deve ser adequado ao porte da empresa, pois a aceitação de cliente pequeno por intermediário grande, por exemplo, pode tornar o lançamento desinteressante para este, com pouca atenção para as providências necessárias. Já o intermediário médio poderá dar pronto atendimento, agressivo e interessado a esta companhia. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 61).

Em boas épocas de mercado, em que a maioria das emissões é colocada facilmente, pode ocorrer o leilão da operação por parte da empresa. A crítica fundada que se pode fazer ao leilão para a escolha do intermediário é a de que o afã de ganhar a empresa pode gerar competição predatória em que o estabelecimento do preço foge as boas regras de prudência e experiência mercadológica, os custos não são realistas e os serviços degeneram-se em qualidade, os critérios especulativos em curto prazo prevalecem e fogem ao controle da instituição.

Portanto, é importante, tanto para a empresa como para as instituições, que sejam escolhidos em torno de três candidatos a *underwriter*. Dessa forma é conveniente que a empresa procure pesquisar e aferir objetivamente as características dos intermediários antes de iniciar os contatos, para que sejam consultadas menos instituições. Isso porque, contatando várias instituições, a empresa corre o risco de fechar a operação fora das bases que o mercado esteja praticando naquele momento.

Escolhidos os *underwriters*, estes enviarão seus técnicos a empresa para realizar prévia avaliação, e com isso ter idéia da aceitação da emissão e preço. Desta avaliação, sairão propostas de condições básicas e custos, por parte dos candidatos. Com isto, a empresa e seus colaboradores escolhem a(s) melhor(es) proposta(s).

Escolhida a instituição financeira coordenadora, que pode ser mais de uma, é assinado o contrato de *underwriting*, no qual são fixadas as condições da emissão, colocação e caracterizadas as partes;

h) *Garantia de Acesso*: no mínimo 30% da emissão deve estar aberta ao público, sendo estabelecida previamente as condições para aceitação das reservas; e

i) *Procedimento Diferenciado*: todo o procedimento que diferir da garantia de acesso será considerado procedimento diferenciado. Normalmente a colocação fica a critério da instituição financeira coordenada e aos líderes a quem vender o papel. (CASAGRANDE NETO, 2000).

1.4.3 Definição de Preço, Volume e demais Características

Após a escolha dos *underwriters* e os ajustes necessários, a diretoria da empresa deve começar a se preparar para negociar junto à instituição financeira coordenadora a melhor operação para a empresa e que esteja também de acordo com o mercado.

Assim, a diretoria deve definir o preço unitário aceitável pelos atuais acionistas para receber os novos sócios e o montante de recursos necessários para a empresa, visto que se o objetivo desta é investir em novo projeto, reforçar o capital de giro ou proceder o saneamento financeiro, a companhia deve avaliar a real necessidade de recursos a serem captados.

A instituição financeira irá analisar a proposta e avaliar se está de acordo com a realidade do mercado. Depois de definido o volume da emissão, deve-se estabelecer que tipo de ação será lançado. (BOVESPA, 2008).

O aumento de capital poderá dar-se em ações preferenciais, ordinárias ou em ambas, dependendo de aspectos citados a seguir:

- a) disponibilidade de recursos e interesse do acionista majoritário em acompanhar o aumento;
- b) condições legais para lançar somente ações preferenciais, ou seja, em conformidade com a Lei nº 6.404/76, que prevê limite máximo de dois terços do capital total em ações preferenciais; e
- c) diluição dos lucros com lançamento de novas ações.

Cabe ressaltar que, se pode lançar várias classes de ações de mesmo tipo. Assim,

pode-se ter ações preferenciais, por exemplo, com dividendos mínimos obrigatórios diferentes, ações advindas de incentivos fiscais. Entretanto, a prática de mercado diz que é interessante ter poucas classes de ações para simplificar a análise do investidor, que pode visualizar facilmente o desempenho do papel em Bolsa.

O próximo passo será definir a que preço unitário e quantidade de ações que serão lançadas. Esta é etapa importante para o lançamento, pois está diretamente relacionada com a aceitação ou não do papel pelo mercado.

O art. 170 da Lei nº 6.404/76, modificado pela Lei nº 9.457/97, define que o preço de emissão deve ser fixado sem que haja diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência na subscrição do aumento de capital. O preço fixado deverá decorrer, alternativa ou conjuntamente:

- a) da perspectiva da rentabilidade da empresa;
- b) do valor do patrimônio líquido da ação; e
- c) da cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado, admitidos ágio ou deságio em função das condições de mercado. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 62).

É necessária a realização de estudos que compreendam determinados pontos, conforme apresentado a seguir, para chegar-se à perspectiva de rentabilidade da companhia emissora.

Análise do setor de atuação da empresa e concorrência
Desenvolvimento de projeções de resultado, incluindo várias simulações de aporte de recursos
Análise das demonstrações financeiras retrospectivas
Contato preliminar com a área financeira
Entrevistas nas áreas comercial, <i>marketing</i> e planejamento estratégico
Visita as instalações produtivas ou de prestação de serviços, responsáveis pela geração dos resultados da companhia

Figura 3 – Pontos necessários para chegar-se à perspectiva de rentabilidade
Fonte: Casagrande Neto (2000).

Os controladores, na maioria dos casos pleiteiam preços elevados, pois alegam que estão vendendo parte de suas empresas e por isso devem ter remuneração condizente.

O mercado de valores imobiliários analisa a opção de investimento sob a ótica do acionista minoritário, para o qual interessa a rentabilidade da ação em determinado período e não somente qual o patrimônio da empresa e se está sub-avaliado ou não. Esse último enfoque cabe em operação de venda de controle acionário, quando, então, está em jogo o patrimônio, administração da empresa e fundo de comércio. Além disso, a avaliação de determinada ação por parte do mercado é sempre relativa, ou seja, compara-se aquela ação com a de outras empresas, principalmente do mesmo setor. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 63).

Os principais indicadores utilizados quanto à comparação com ações de outras companhias já negociadas em Bolsa ou mercado de balcão, estão citados a seguir:

- a) Índice preço / lucro, que indica em quantos anos o valor investido retorna, pelo padrão de lucro projetado, sendo que o preço correspondente à cotação da ação no mercado;
- b) Índice preço / fluxo de caixa descontado, que indica em quantos anos o valor investido retorna, pelo padrão de caixa projetado, descontado a taxa adequada ao cenário financeiro;
- c) Relação preço / valor patrimônio da ação;
- d) Índice de retorno sobre o patrimônio líquido;
- e) Relação preço / dividendo; e
- f) Relação valor da firma / *Lajida*, onde valor da firma é igual ao valor de mercado, acrescido do endividamento líquido, e *Lajida* corresponde ao lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (geração operacional de caixa), Bovespa (2008). As ações de companhias que estão acessando o mercado de capitais pela primeira vez, acabam sendo oferecidas com indicadores favoráveis aos investidores, relativamente aos de suas congêneres que já conquistaram a confiança do mercado por já estarem disponíveis a mais tempo no mercado.

Após receber os estudos de seus técnicos e submetê-los a seus comitês, os *underwriters* discutem com a empresa o preço e volume da emissão. O estabelecimento do preço é fator decisivo para o sucesso do *underwriting*: superavaliar companhia (e suas ações), pode agradar aos acionistas controladores, mas pode ser péssima receita de abertura, com posterior desvalorização de imagem e rejeição quanto a futuras operações. Por outro lado, subavaliar a empresa (e suas ações), pode interessar a manobras especulativas, mas acaba prejudicando os antigos acionistas e, às vezes, também aos novos acionistas.

Deve-se ter sempre à vista o pós-lançamento quando da fixação do preço, ou seja, deve-se fixar o preço de emissão de forma a possibilitar que o mesmo apresente evolução satisfatória quando começar a ser negociado em Bolsa, proporcionando boa imagem para a empresa e respectivo valor mobiliário, criando condições favoráveis para futuros lançamentos. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 64).

Também tem-se o *bookbuilding*, outro procedimento complementar de estabelecimento do preço final de emissão, ainda pouco utilizado no Brasil, mas difundido nas operações internacionais.

Este consiste no estabelecimento de faixa de preço por parte do *underwriter*, apresentada aos investidores para que manifestem suas intenções de compra a cada preço do intervalo selecionado. Com base no mapeamento da demanda potencial, os coordenadores definem o preço final, que é apresentado novamente aos investidores, para que confirmem suas reservas. Em outras palavras, o procedimento de *bookbuilding* permite construir a curva de demanda pelas ações da emissão, permitindo definição menos subjetiva do preço final. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 64).

1.4.4 Processo de Obtenção de Registros Junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A emissão de ações só pode ser colocada no mercado após devidamente registrada na CVM. Caso a empresa esteja abrindo o capital, o registro de companhia aberta também deverá ser obtido. Para obter estes registros, a empresa deve atender aos requisitos das instruções normativas da CVM nº 13/80 e 202/93.

Os dados considerados de relevância para o investidor são especificados a seguir, conforme a Instrução CVM nº 13/80:

Condições do aumento de capital (quantidade de ações, tipo, espécie, forma, classe, preço, quantidade a ser distribuída no mercado)
Demonstrativo de custo da distribuição
Direitos, vantagens e restrições das ações lançadas
Procedimentos de distribuição
Justificativa do preço de emissão
Relação da empresa emissora com os líderes da operação
Descrição do contrato de garantia de liquidez, se houver
Condições do contrato de colocação, no que concerne aos lotes dos líderes e consorciados
Prazos de subscrição e integralização
Composição do capital social antes e depois do aumento
Destinação dos recursos
Cotação em Bolsa nos últimos 12 meses das ações a serem distribuídas, se for o caso

Figura 4 – Especificação de dados relevantes ao investidor
Fonte: CVM (2008).

A Instrução CVM nº 202/93, de modo a possibilitar ao investidor análise de risco empresarial e financeiro, relaciona os documentos necessários à obtenção do registro de companhia aberta. Dispõe, portanto, de assuntos como:

Nomeação do Diretor de Relações com o Mercado
Características da distribuição de valores mobiliários, da dispersão acionária da companhia ou ainda outras razões que justifiquem o pedido de registro
Demonstrações financeiras dos três últimos exercícios
Atas de todas as Assembléias-Gerais dos acionistas, nos últimos doze meses
Exemplar atualizado do estatuto social
Formulário de Informações Anuais (IAN), onde consta o histórico da companhia, principais acionistas, clientes e concorrentes, matérias-primas, processo produtivo ou de prestação de serviços, Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e Informações Trimestrais (ITR)

Figura 5 - Documentos necessários à obtenção do registro de companhia aberta
Fonte: CVM (2008).

Deste modo, devem fazer parte do prospecto, documento básico sobre a emissão da companhia, informações solicitadas nas Instruções citadas anteriormente. Estes dados devem estar disponíveis a todos os investidores ao final do processo junto à CVM.

É importante, como estratégia de *marketing*, que a empresa tenha relatório de apresentação de forma criativa e ilustrativa, podendo ser usados gráficos e fotografias. Todo o material publicitário a ser distribuído deve ser submetido a apreciação da CVM.

A Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid), que congrega as principais instituições financeiras que operam na área de *underwriting*, criou em 1999, código de auto-regulação, acrescentando informações adicionais no prospecto, além das exigidas pela CVM. A intenção foi ampliar a transparência das emissões. Os emissores que seguirem as recomendações da Anbid poderão colocar na capa do prospecto, impresso afirmando que a emissão está de acordo com o código. No caso de pedidos de registro de distribuição de valores mobiliários e de registro de companhia aberta que objetivem a oferta simultânea de títulos no mercado brasileiro e exterior, e que demandem solicitação de registro por órgão regulador do exterior, a Instrução CVM n 315/99, estabeleceu a possibilidade da análise preliminar confidencial. O pedido de registro definitivo não poderá inovar em relação ao pedido de análise preliminar confidencial. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 67).

No quadro a seguir, encontra-se a estrutura básica do prospecto, que é o documento básico sobre a emissão e sobre a companhia:

<p>Parte I Informações sobre o lançamento</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Capa: apresentação da emissão • Composição do Capital Social • Características básicas da emissão • Demonstrativo do custo de distribuição • Condições e prazos de subscrição e integralização • Contrato de distribuição e garantia, se for o caso • Direitos, vantagens e restrições das ações a serem distribuídas • Cotação em Bolsa nos últimos 12 meses, se houver • Justificativa do preço de emissão • Procedimento da distribuição • Destinação dos recursos • Relação entre a emissora e coordenador da distribuição • Característica do contrato de garantia, se houver • Informações na hipótese de constituição da companhia
<p>Parte II Informações sobre a companhia</p>	<ul style="list-style-type: none"> • IAN – Informações Anuais • Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) • Informativos Trimestrais (ITR), subseqüentes ao último exercício • Relatório da Administração, Demonstrações financeiras anuais e Relatório dos auditores independentes do último exercício • Informações acima consolidadas, se for o caso • Outros fatos relevantes
<p>Parte III Informações Adicionais Operacionais (Código Auto-regulação da Anbid)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Fatores de risco • Atividades da companhia emissora • Análise e discussão da administração a respeito das demonstrações financeiras • Informações acerca dos títulos e valores mobiliários já existentes e a serem emitidos • Pendências judiciais • Transações com partes relacionadas
<p>Parte IV Documentos Societários</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Estatuto social consolidado • Atas das AGO's/AGE dos últimos 12 meses • Escritura de emissão (debêntures)

<p>Parte V Eventuais Anexos</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Estudo de viabilidade econômica de empresas em fase de constituição ou pré-operacional
--	--

Figura 6 - Prospecto (estrutura básica)

Fonte: Casagrande Neto (2000).

É necessário reunir determinados documentos, além dos prospectos, para a entrada dos pedidos de registro na CVM, o que é realizado pela instituição coordenadora. A seguir, encontra-se a relação básica de documentos para registro de companhia na CVM:

- a) Atas de todas as AGO/E realizadas nos 12 meses anteriores à data de registro na CVM;
- b) Petições da empresa emissora à CVM e Bolsa;
- c) Exemplar consolidado do estatuto social;
- d) Parecer do auditor independente relativo ao último exercício social;
- e) Ata de RCA ou AGE que designou o Diretor de Relação com o Mercado (DRM); *Fac-símile* de todos os valores mobiliários emitidos (certificados ou ex-tratos das contas);
- f) Estudo de viabilidade econômico-financeira da companhia em fase pré-operacional;
- g) Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP);
- h) Informações Trimestrais (ITR);
- i) Informações Anuais (IAN);
- j) Cópia do contrato mantido com instituições para execução de serviços de ações escriturais, ou controle de contas dos valores mobiliários;
- k) Demonstrações financeiras consolidadas, se for o caso;
- l) Demonstrações financeiras e notas explicativas dos três últimos exercícios sociais, acompanhados dos relatórios da administração; e
- m) Declaração da Bolsa de Valores acerca do deferimento do pedido de admissão, se for o caso, CVM (2008).

A CVM tem prazo de 30 dias para análise do material após o recebimento. Caso haja pedido pela CVM de informação adicional ou complementação, passam a contar os 30 dias a partir da data de entrega da informação solicitada.

É necessário também, o pagamento de taxa de registro da emissão, nos termos

estipulados na Lei nº 7.940/89 – Tabela D, abem como dos gastos decorrentes do atendimento de todas as exigências dos processos de registro.

1.4.5 Registro em Bolsas de Valores ou Mercado de Balcão

É imprescindível que se obtenha registro para que o valor mobiliário seja listado, para que sejam negociadas as ações na Bolsa ou no mercado de balcão organizado (mercado secundário).

Para a obtenção do registro em Bolsa, a companhia deve solicitar registro inicial na Bolsa de sua livre escolha, conforme Instrução nº 312/99, em vigor a partir de 01/01/2000. Concedido esse primeiro registro, as ações podem ser negociadas nas demais Bolsas de Valores do país, desde que atendam aos requisitos das mesmas. Para obtenção do registro, a companhia deverá encaminhar à Bolsa, requerimento tendo como anexo cópia da mesma documentação enviada à CVM, correndo os dois pedidos em paralelo, estando o registro em Bolsa condicionado à concessão do registro por parte da CVM. O processo de registro em Bolsa é examinado pelo Conselho de Administração da Bolsa, que pode estabelecer requisitos adicionais aos da CVM. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 70).

O início das negociações ocorre quando há anúncio de encerramento da distribuição pública.

1.4.6 Formação do *Pool* de Distribuição

Normalmente é realizado por *pool* de instituições financeiras a colocação de ações no mercado. Estes *pool's* se agrupam em:

- a) *Coordenador*: coordenará toda a operação, desempenhando funções como apresentação da empresa para o mercado, envio dos convites e centralização das respostas, realização de reuniões com a empresa e com as instituições participantes do *pool* para avaliar o andamento dos trabalhos, liquidação física e financeira da operação, elaboração da documentação necessária e acompanhamento do processo,

escolha das instituições que serão convidadas para líderes e consorciados, elaboração e publicação de anúncios;

b) *Líderes*: é a instituição que assume o risco de lote significativo de ações, segmenta e distribui as ações para outros intermediários (consorciados); e

c) *Consoiciado(s)*: é a instituição que faz o papel de varejo, colocando o papel junto ao investidor final (investidores institucionais, pessoas físicas e jurídicas), (CASAGRANDE NETO, 2000).

A seguir, é apresentado o organograma da distribuição:

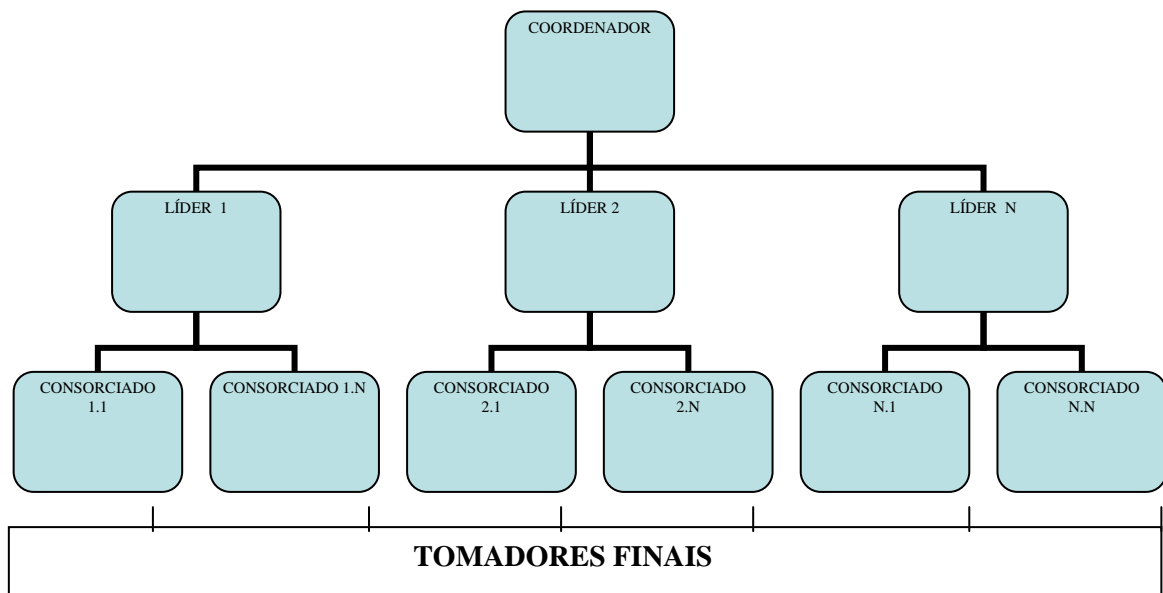


Figura 7 – *Pool de Underwriting*
Fonte: Casagrande Neto (2000).

A colocação pública de ações através de *pool* de instituições financeiras pode funcionar conforme figura anterior. Esta estrutura será ampliada ou não, dependendo do porte da operação, da disposição da empresa e do coordenador para pulverizarem o papel.

A formação do *pool* inicialmente ocorre por meio de convites dirigidos do coordenador aos líderes e para as demais instituições convidadas e consorciadas. Neste convite constam as características da operação, o tamanho do lote para o qual está sendo convidado e o prazo para resposta. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 72).

Normalmente, após a expedição dos convites é dado prazo de cinco dias úteis, quando então o convidado responde se adere ou não ao *pool*. Em caso positivo, a resposta escrita tem valor de documento, como compromisso assumido, e a operação só será aberta com a concordância de ambas as partes. Fechado o *pool*, são realizados os contratos de adesão à distribuição. Caso haja sobras, o coordenador poderá oferecê-las, dependendo da situação de mercado e do sistema de garantia utilizado.

A colocação poderá resultar em insucesso se os líderes não souberem trabalhar bem, independentemente da empresa ser de boa qualidade. Por isso esta fase de colocação é de grande importância. (CASAGRANDE NETO, 2000).

1.5 MARKETING DA OPERAÇÃO E DISCLOSURE DA COMPANHIA

É importante para o sucesso da operação que a empresa consiga mostrar, de forma eficaz, boas perspectivas aos potenciais compradores do papel. Para isso, cabe a empresa e ao coordenador da operação elaborem esquema de *disclosure* da companhia para atingir os seguintes grupos:

- a) intermediários (instituições financeiras que participam do *pool* e que conheçam o produto para efetuar suas vendas com qualidade); e
- b) tomadores finais do papel (investidores institucionais).

Para a elaboração do trabalho de *marketing*, poderão ser realizadas reuniões com analistas da Apimec, visitas às instalações da empresa com palestras da diretoria aos presentes, distribuição do material publicitário e campanha institucional em veículos de comunicação. (BACEN, 2008).

1.6 ANÚNCIO DE INÍCIO DA DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA

Após examinar e aprovar a documentação, a CVM se comunica com o coordenador da emissão informando o deferimento do pedido e número de registro.

Neste momento, o coordenador e os líderes já deverão ter as respostas dos convites formulados aos consorciados, ou seja, o *pool* já estará formado. Marca-se então, a data da liquidação financeira da operação e publica-se o anúncio do início de distribuição no jornal em que a companhia costuma fazer suas publicações legais. Esse anúncio diz qual o montante a ser colocado e quais instituições estão aptas a vender o papel. Realizada a liquidação, faz-se a publicação do encerramento, no mesmo jornal em que se informam o montante subscrito e as instituições que aderiram ao *pool* de colocação. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 72).

1.7 SUBSCRIÇÃO E LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA

A subscrição é realizada quando o investidor preenche e assina os respectivos boletins. Estes documentos comprovam a aquisição de determinado lote de ações pelo investidor, garantindo a ele a posse das cautelas.

A liquidação financeira é realizada pela instituição financeira coordenadora que está encarregada de transferir os recursos para a empresa. (BOVESPA, 2008).

1.8 ANÚNCIO DE ENCERRAMENTO DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA

A subscrição das ações deverá ser concluída em período máximo de seis meses, contados a partir do início do período de preferência, ou, este não existindo, a partir da data da AGE ou RCA que autorizou a emissão. Se não houver a colocação da totalidade das ações, a CVM considera anulado o aumento de capital. (CASAGRANDE NETO, 2000, p. 74).

Deverá ser divulgado anúncio de encerramento da distribuição pública, no máximo 15 dias após a conclusão da colocação.

1.9 MANUTENÇÃO DA CONDIÇÃO DE COMPANHIA ABERTA

Para que a empresa mantenha a condição de companhia aberta, é necessário, inicialmente, que sejam cumpridas as exigências legais e institucionais decorrentes da abertura.

Os principais documentos ou procedimentos devidos à CVM, aos acionistas e às Bolsas são, (BOVESPA, 2008):

- a) demonstrações financeiras anual;
- b) parecer da auditoria independente;
- c) relatório da administração;
- d) demonstrações financeiras padronizadas;
- e) informações trimestrais;
- f) informações anuais;
- g) atas de assembleias ordinárias e extraordinárias divulgadas com o edital;
- h) divulgação de fato relevante;
- i) proibição de uso de informações privilegiadas por parte dos administradores; e
- j) pagamentos de anuidade à Bolsa e taxa de fiscalização à CVM.

Pelo exposto, verifica-se que o processo de abertura de capital compreende não só um trabalho bastante minucioso por parte dos Bancos contratados para a operação, mas também, e mais importante que tudo, um esforço da Companhia, através de mudanças na forma de gestão, profissionalização e cultura empresarial.

De importante relevância também é a influência que os conceitos financeiros, relativos à administração financeira, complexidade da organização pesquisada e análise dos números do Banco, para junto da compreensão do contexto macroeconômico em que as instituições financeiras estão inseridas desenvolver a estratégia, e identificar os fatores influenciadores no processo de fidelização de clientes.

No próximo capítulo são abordados os procedimentos metodológicos utilizados no Trabalho. É de importante relevância a coleta de dados sobre o tema estudado, para que se

possa compreender a complexidade prática existente num projeto de abertura de capital para clubes de futebol.

2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente capítulo tem por objetivo apresentar os procedimentos metodológicos que foram utilizados na coleta, na análise e na apresentação dos dados ao longo do trabalho, com a finalidade de atingir os objetivos propostos.

O desenvolvimento deste estudo tem o propósito de fazer um confronto entre a teoria e a prática, entre a reflexão e a ação, com o intuito de apresentar uma nova proposta de estrutura financeira em setor ainda inexplorado no país.

A metodologia deve ser clara, coerente, elaborada, capaz de encaminhar os impasses teóricos para o desafio da prática, verificando como a teoria pode ser aplicada na realidade. Como lembra Roesch (2000):

Definir a metodologia significa realizar uma escolha de como se pretende investigar a realidade. O método não significa apenas o instrumento de coleta ou análise de dados, mas é algo muito mais abrangente. É também a definição de como o projeto será realizado, está se trabalhando com uma situação concreta, com problemas reais e espera-se que tanto o diagnóstico da situação como as propostas envolvam a busca e o tratamento de dados.

Complementando, Malhotra (2001) menciona que a pesquisa deve identificar, coletar e posteriormente analisar as informações obtidas de forma objetiva, com o intuito de auxiliar no momento da tomada de decisão, resultando em informações úteis para a resolução dos problemas.

2.1 MÉTODOS DE PESQUISA

Para o desenvolvimento do trabalho, pode-se utilizar abordagem quantitativa, qualitativa ou ambas, isto vai depender do enfoque que se pretende dar ao estudo.

Neste trabalho, a metodologia de pesquisa adotada privilegiou o estudo de caso, com propósito exploratório, e abordagem através da pesquisa qualitativa, o que proporciona ampla exatidão nos resultados obtidos.

Segundo Minayo (2006), a metodologia de pesquisa qualitativa capacita incorporar a questão do significado e intencionalidade como inerentes aos atos, relações e estruturas sociais.

Para Roesch (2005), na pesquisa qualitativa os dados são coletados através da comunicação entre o pesquisador e pesquisado, e o tratamento destes é realizado através de interpretação. A coleta e análise de dados são apropriadas quando se busca resultados na fase exploratória.

O estudo de caso, segundo Yin (2005), é a estratégia escolhida ao se examinarem acontecimentos contemporâneos, mas quando não se podem manipular comportamentos relevantes. Esta prática permite investigar as características significativas dos acontecimentos da vida real, através de diferentes fontes de evidência de caráter qualitativo e quantitativo.

2.2 MÉTODO ADOTADO

O objetivo desta pesquisa é descrever o impacto causado na instituição em decorrência da abertura de capital. Em síntese, o trabalho está direcionado ao modelo de estudo de caso sob as seguintes variáveis:

- a) Análise documental: Foram analisados estudos de caso de clubes que optaram por ter o capital negociado na bolsa de valores, bem como diversos sites e estudos sobre o tema.
- b) Entrevista: Direcionada a profissional do mercado de capitais, e a vice-presidente de um clube de futebol, visando a comprovar as informações obtidas e as interpretações dos dados coletados.

2.3 PÚBLICO-ALVO

Com o objetivo de comparar as vantagens e desvantagens da abertura de capital para um clube de futebol, a coleta de dados compreendeu dois momentos distintos: o primeiro, foi entrevistado o Sr. Pedro Affatato, Vice-Presidente do Sport Club Internacional. E no

segundo, o Sr. Roberto Roma, Superintendente de área de Mercado de Capitais do Banco Votorantim.

As entrevistas foram realizadas buscando conhecer o cenário atual no qual está inserido um clube de futebol e o ponto de vista de um dirigente do setor, além do processo de abertura de capital na prática, bem como da possível aplicação deste procedimento a um clube de futebol.

2.4 INSTRUMENTOS UTILIZADOS PARA COLETA DE DADOS

Fontes de evidências	Pontos Fortes	Pontos Fracos
Documentação	- Exata; - Geral: aborda diferentes assuntos, cenários e períodos de tempo; - Estável.	- Acesso: restrito a certos dados; - Viés: Informações desconhecidas, refletindo em idéias erradas.
Entrevistas	- Direcionadas: focadas no ponto de interesse; - Novos dados: abrem caminho para novas questões e informações.	- Viés: por meio de perguntas ou respostas equivocadas; - Ambigüidade: o entrevistado responde conforme seus desejos e necessidades.

Figura 8 - Vantagens e desvantagens para a pesquisa
Fonte: Yin (2005).

A seguir são apresentados os instrumentos de coleta de dados:

- a) As entrevistas apresentaram relevância no estudo de caso, por fornecer ao entrevistador novas informações, percepções e fontes de evidências, sob o ponto de vista de profissionais atuantes na área; e
- b) Os documentos foram analisados individualmente e depois conjuntamente, para confrontar com as informações captadas anteriormente às entrevistas, com o propósito de dar condições à compreensão dos dados coletados.

Por serem estruturadas de diversas formas, as questões abertas possibilitaram aos entrevistados flexibilidade nas respostas, já que podem defender o seu ponto de vista, expor suas opiniões, permitindo ao pesquisador captar perspectivas e cenários até então desconhecidos. As questões fechadas, por sua vez, focam em respostas pré-estabelecidas, com menor liberdade, reduzindo sua importância para o trabalho.

No anexo A encontram-se os roteiros utilizados nas entrevistas com Pedro Affatato e com Roberto Roma, ambas utilizando a estrutura de questões abertas.

2.5 DO PROCESSAMENTO DOS DADOS COLETADOS

A pesquisa valeu-se inicialmente da coleta de dados publicados na internet, em diversos sites sobre o tema, sendo consultados também sites de clubes europeus com ações negociadas em bolsa de valores.

Depois de encerrada a coleta, os dados foram organizados para interpretação e análise. As perguntas abertas das entrevistas são a forma elementar da coleta de dados qualitativos, tendo em vista que permite ao pesquisador entender e capturar a perspectiva dos respondentes, por isso as questões não apresentam uma categorização prévia de alternativas para a resposta. (ROESCH, 2000).

Conforme apresentada anteriormente esta pesquisa não foge da característica básica de pesquisas qualitativas. Portanto, é possível dividir a análise em duas partes, na primeira foram analisadas as entrevistas com o Executivo de Mercado de Capitais e com o Dirigente do Sport Club Internacional. Na segunda etapa foi traçado um paralelo entre as duas entrevistas e confrontadas as informações coletadas nos estudos de caso. Com isso buscou-se alcançar o objetivo principal, que é, a identificação da possibilidade de um clube de futebol brasileiro realizar abertura de capital e ter ações negociadas em bolsa de valores.

3 ABERTURA DE CAPITAL PARA CLUBES DE FUTEBOL

Este capítulo se destina a apresentar a análise dos resultados, através das informações obtidas pela pesquisa realizada.

O mercado de capitais brasileiro, os clubes de futebol e suas finanças e os clubes europeus de futebol com capital aberto são alguns dos temas resultantes da pesquisa.

A pesquisa foi composta basicamente por dois momentos: o primeiro, teórico, contemplou o estudo de caso e a investigação de clubes com capital aberto em outros países, e o segundo aborda o ponto de vista de profissionais ligados ao mercado de capitais e ao futebol.

Nesse sentido, o presente capítulo apresenta o relato, a interpretação e a discussão dos dados coletados, de onde foi extraída a abordagem prática que, adicionada as categorias teóricas, irão evidenciar se é possível um clube de futebol brasileiro ter capital aberto.

3.1 ANÁLISE DE CASES

Analisando o cenário mundial no que os clubes de futebol se encontram, são vários os *cases* que se pode analisar de clubes de futebol que optaram por ter capital aberto, negociado na bolsa de valores.

Primeiramente, é importante analisar o exemplo mais contundente e bem acabado, o Manchester United, um dos clubes mais conhecidos mundialmente. Fundado em 1878, foi uma das primeiras agremiações de futebol a abrir o capital, em 1991. Na época, o time atravessava uma situação difícil, sem dinheiro para reformar o estádio Old Trafford, como exigia o Relatório Taylor (legislação que obrigou uma mudança nas condições de segurança dos estádios de futebol), o Manchester resolveu lançar ações na Bolsa de Valores. A iniciativa deu certo: o time conseguiu capital suficiente para reformar o estádio, investir em jogadores e ganhar títulos. Desde então, venceu oito campeonatos ingleses entre 1993 e 2003.

Com as vitórias em campo, o retorno financeiro do Manchester se manteve nas alturas: o clube está no topo dos times mais ricos do mundo desde a abertura de capital. Segundo o

ranking publicado anualmente na Forbes, feito pela empresa de consultoria inglesa Deloitte Sports Business Group, especializada em administração esportiva.

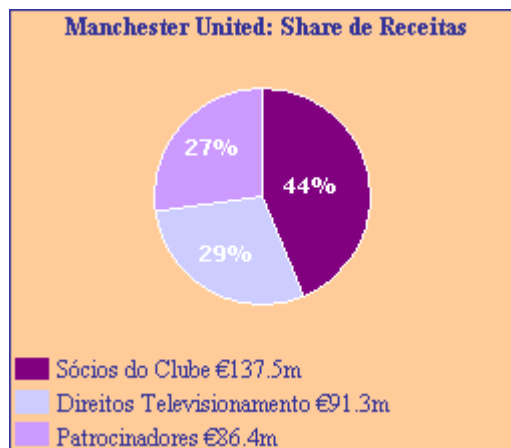
Além do patrimônio dos clubes, a Deloitte leva em consideração os rendimentos anuais. Quando abriu capital, o time inglês tinha um patrimônio de 18 milhões de libras. E já no exercício de 2007 contava com receitas na ordem de 212 milhões de libras, somente com essa comparação dá para se ter uma idéia da evolução financeira do clube.

A administração eficiente e a exploração máxima de sua marca - cujo emblema é facilmente reconhecido entre fãs de futebol - foram revertidas em rendimentos. O Manchester passou a tratar seus torcedores como clientes e essa profissionalização gerou uma empresa multifuncional. Hoje, os “red devils” têm sua própria emissora de TV e uma estrutura impressionante. Um exemplo disso é o estádio Old Trafford, que abriga um museu, lojas, restaurantes e camarotes, com capacidade para até 4 mil pessoas, sendo inclusive esses locais alugados para festas e convenções.

O clube também administra seu próprio banco, o qual oferece seguros, fundos de investimento, cartão de crédito, financiamentos, além das vantagens que o “dinheiro não pode comprar”, ou seja, possibilidades de visitas aos vestiários, encontros com os jogadores e outras atividades que, de fato, têm valor inestimável para torcedores de futebol.

Conforme apresentado no relatório da consultoria inglesa, o Manchester United tem tido desempenho financeiro cada vez melhor ano após ano. Sendo uma das marcas comerciais mais fortes do futebol mundial, conta com patrocinadores como AIG e Nike, além do estádio Old Trafford, que também gera receita.

Com isso é possível verificar, conforme gráfico abaixo, o desempenho financeiro nos últimos anos do Manchester e como se dá a formação das receitas.



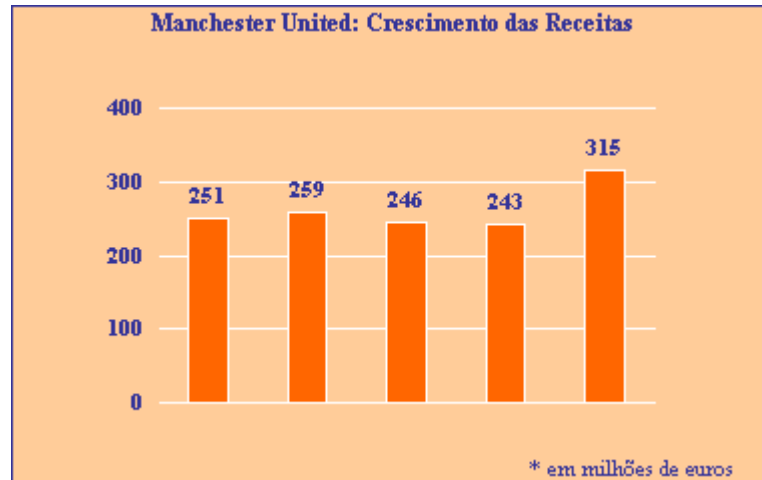


Figura 9 – *Receitas Manchester United*
 Fonte: Deloitte Football Money League (2008).

De acordo com Sr. Pedro Affatato, o quadro acima de evolução de receitas do Manchester United faz todo sentido para um clube de futebol com gestão profissionalizada e alto desempenho financeiro. Conforme seguinte depoimento:

Quando assumimos o Internacional em 2003 a principal fonte de receita eram as vendas de cotas de televisionamento dos jogos de futebol como praticamente todos os clube do país. Através do início de uma gestão mais profissionalizada, como é feito em clubes do exterior, mudamos nosso share de receitas, e hoje a principal fonte de receita é o associado, em segundo o patrimônio, a locação do patrimônio, por exemplo os camarotes e suítes corporate, restaurantes, centro de eventos, e depois vem os patrocinadores.

Conforme verificado na pesquisa realizada, na Europa a discussão atual é se o modelo ideal é lançar ações em bolsa ou concentrar o capital nas mãos de três ou quatro grupos empresariais. Poucos são os clubes que mantêm o sistema brasileiro de gestão, onde os clubes são “dirigidos” por seus sócios. Dos 20 times de maior faturamento no mercado mundial, apenas três (Real Madrid, Barcelona e Schalke 04) ainda funcionam como corpo associativo. Os demais são empresas de capital aberto ou fechado.

Os clubes com ações negociadas em bolsa com destaque do relatório da Deloitte, são Juventus, Roma, Arsenal, Newcastle United e Aston Villa.

Já o Chelsea, quarto clube com maior faturamento, é o típico caso de um time controlado por um megainvestidor. O russo Roman Abramovich, com 93% da participação

societária do clube inglês, é o dono do Chelsea. É o que também acontece com o Milan, sexto clube que mais faturou na temporada 2007, tem como dono o Fininvest, grupo do premiê italiano Silvio Berlusconi. Outros exemplos são o Liverpool que tem 51,6% de seu capital controlado pela família Moores. Já o Bayern de Munique tem 90% de seu capital nas mãos de um grupo de sócios. Os outros 10% são da empresa Adidas/Salomon AG.

A partir do momento que um clube de futebol ou qualquer empresa passa a ter as suas ações vendidas em bolsa de valores, qualquer investidor pode através da compra de papéis em bolsa, adquirir a totalidade das ações e se tornar o sócio majoritário. Com isso, o novo dono do clube tem poder de decisão sobre todos os aspectos, ou seja, o poder fica centralizado.

3.2 ESTRUTURAS PARA ABERTURA DE CAPITAL

Devido a complexidade do tema, um clube brasileiro de futebol ser controlado por um único acionista, a primeira questão a ser abordada é essa. Através da figura abaixo é possível verificar as duas possíveis estruturas para abertura de capital.

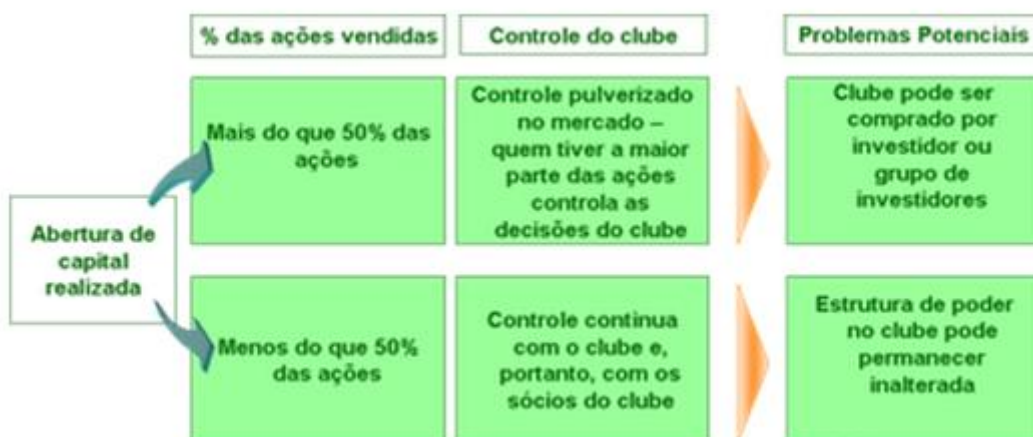


Figura 10 – Possíveis Estruturas de Abertura de Capital

Fonte: Terceira Via Verdão (2008).

Na primeira alternativa, o clube vende mais de 50% das ações na abertura de capital, a propriedade do clube fica pulverizada no mercado. Surge a partir disso um fato que pode se tornar um problema, conforme analisamos anteriormente nos *cases*, o clube pode ser comprado a qualquer momento por um investidor ou grupo de investidores.

Por outro lado, optando pela venda de menos de 50% das ações do clube, a estrutura de poder e gestão permanece inalterada, posto que com a maioria das ações em poder, o controle continua sendo dos sócios do clube.

3.2.1 Modelos de Gestão

Foi possível verificar nas entrevistas que o modelo de gestão, adotado pela maioria dos grandes clubes de futebol brasileiro, os dividem em duas grandes frentes: departamento de futebol e departamento amador e/ou social. O primeiro é sempre a mais importante, é o foco do dirigente, dos torcedores e da imprensa esportiva, enquanto o segundo é desprestigiado, não recebe apoio, nem investimento, para o descontentamento dos associados, que pagam mensalidades e não recebem sequer atenção.

A parte do futebol, comandada por um vice-presidente de futebol, apresenta uma estrutura organizacional completa: departamento médico, fisiologia/nutrição, fisioterapia, marketing, pessoal, administrativo, além da comissão técnica (treinador, preparador físico, assistentes, treinador de goleiros, etc) e equipe de apoio (massagistas, roupeiros, seguranças, cozinheiros). As chamadas categorias de base, composta por atletas, ainda, amadores, possuem *status* de profissionais, pois estão subordinadas diretamente ao futebol.

Porém, a porção amadora do clube quase nunca é patrocinada pelas mesmas empresas que mantêm o futebol profissional. Essas áreas são obrigadas a buscar patrocínio próprio e demonstram um nível técnico inferior, em decorrência da falta de investimento.

Para se ter uma noção dos vieses do modelo brasileiro de gestão em vigor, quando um profissional é contratado para assumir um cargo executivo em um clube de futebol, logo recebe o rótulo de “gerente remunerado”, como se fosse “pecado” trabalhar em troca de um salário. Isso revela uma deficiência do modelo, no qual predominam os cargos sem remuneração, conseqüentemente, sem possibilidade de se cobrar resultados.

Resquícios de uma prática que considera os clubes entidades pertencentes a grupos privilegiados, os quais, em manobras corporativistas, envolvendo os conselhos deliberativos, aprovam, sem questionamentos, as contas da diretoria que está no poder, sem dar satisfação à torcida.

Com isso, chegou-se a três prováveis cenários envolvendo a gestão profissionalizada para um clube de futebol:

A) Cisão do Clube

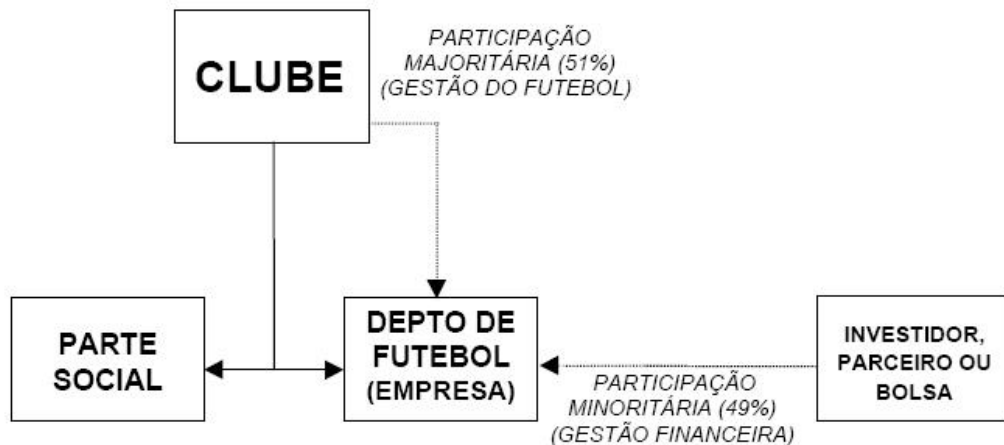


Figura 11 – Modelos de Gestão
Fonte: Terceira Via Verdão (2008).

Neste modelo, o clube segrega o departamento de futebol e o respectivo patrimônio (estádio, campos de treinamento, equipamentos) do restante (parte social: piscinas, ginásio, quadras), criando uma empresa distinta, mantendo o controle acionário e a administração do futebol, cabendo ao parceiro, caso seja uma empresa financeira, a gestão dos recursos, respeitando assim, a *expertise* de cada sócio.

Por exemplo: o Sport Club Internacional (Inter) se desmembrará em Clube Internacional (subsidiária integral), que cuidará dos esportes amadores e das atividades sociais extensivas aos associados, ao passo que o Internacional Futebol S/A ou Limitada (controlada), assumirá o núcleo de futebol, participando das competições, comercializando a marca “Internacional”, licenciando produtos, formando jogadores, negociando direitos de TV, etc.

A empresa Internacional Futebol será constituída pela cisão dos ativos do Inter pelo valor de livros (contábil), destacando-se o Complexo Estádio (Beira-Rio), o Estádio Eucaliptos, além dos passes dos jogadores e da marca “Internacional”, estes últimos, se não estiverem contabilizados, deverão ser avaliados para fins de constituição da nova empresa.

Por sua vez, o parceiro deverá aportar recursos equivalentes aos 49% de participação, sendo que esse dinheiro servirá para a aquisição de novos atletas, pagamento dos passivos

cindidos (salários, fornecedores), investimento na formação de jovens atletas e investimento nas instalações esportivas.

Caso a empresa lance ações em bolsa de valores (subscrição), será até o montante de 49% do capital, pelo valor patrimonial apurado, conforme detalhamos anteriormente (valor contábil do clube mais aporte do sócio); independentemente da empresa ser de capital aberto ou fechado, a participação nos lucros será proporcional ao controle acionário.

B) Transformação do Clube em Empresa e Auto-Gestão

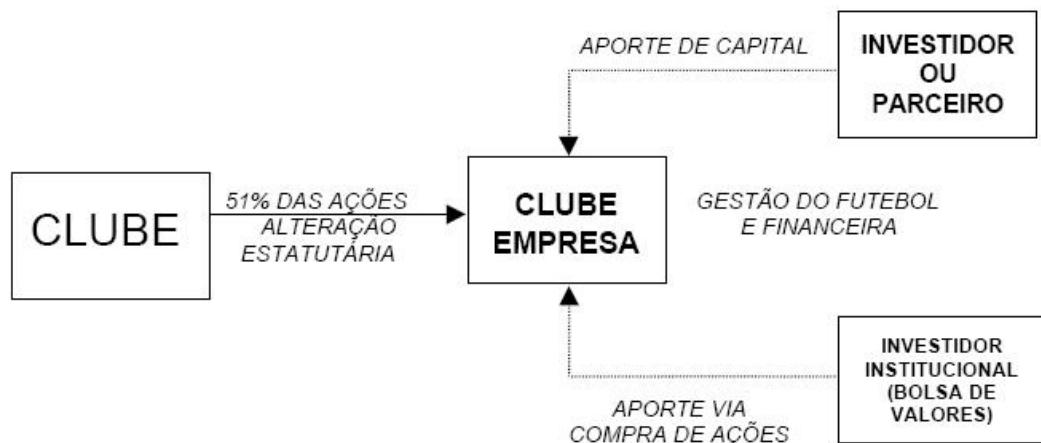


Figura 12 – Modelos de Gestão
Fonte: Terceira Via Verdão (2008).

Neste modelo o clube inteiro, mediante alterações estatutárias, transforma-se em uma sociedade comercial que administrará tanto o departamento de futebol como o financeiro, além da parte social e dos esportes amadores.

O aporte de capital ocorre através da alienação do capital da nova empresa a parceiros/investidores, que podem ter participação na gestão, sem poder de decisão ou através da venda de até 49% das ações em bolsa de valores.

Por exemplo: o Sport Club Internacional, com anuência de seu Conselho Deliberativo, altera os seus estatutos e, de entidade sem fins lucrativos, passa a ser uma sociedade comercial, podendo manter o mesmo nome. O patrimônio existente – o Complexo, Estádio Beira Rio, Ginásio Gigantinho, e o Complexo e Estádio Eucaliptos – permanecem, acrescentando-se o valor dos passes dos atletas e da marca “Internacional”. Definido o valor patrimonial da empresa, aliena-se (no caso de uma S/A de capital fechado) ou subscreve-se (no caso de uma S/A de capital aberto) até 49% das ações.

C) Transformação do Clube em Empresa

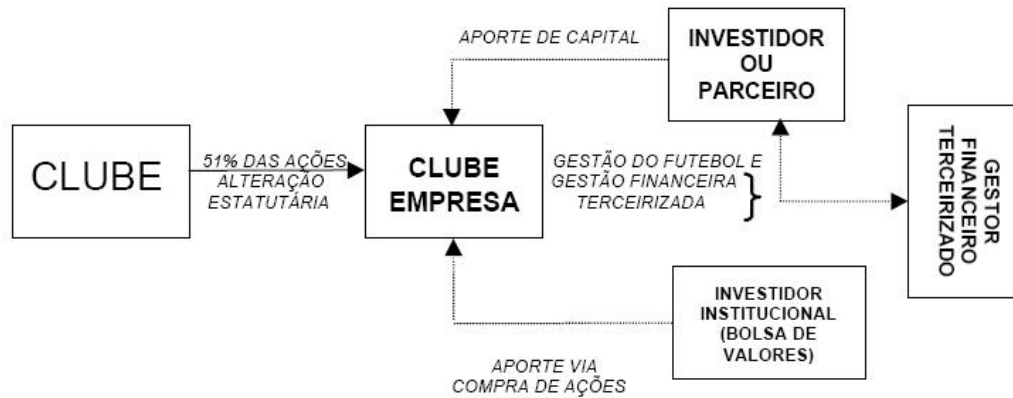


Figura 13 – Modelos de Gestão
Fonte: Terceira Via Verdão (2008).

A única diferença em relação ao modelo anterior refere-se à gestão financeira da empresa, que pode ficar a cargo de uma consultoria especialmente contratada para este fim (podendo ser um banco ou fundo de investimento) ou sob a responsabilidade do braço financeiro do investidor ou parceiro, caso seja interessante para a empresa.

Conforme detectado na entrevista com Pedro Affatato, a manutenção do controle acionário é bem vista entre os dirigentes esportivos e pode ser a tônica nos processos de transformação dos times em clubes-empresa.

É exatamente essa estrutura de profissionalização da gestão que procuramos atingir, criar uma empresa, com outra diretoria, executivos, e essa diretoria vai trabalhar com um orçamento e vai ser cobrada por resultados. Sem desvincular o controle dessa empresa do Clube.

3.2.2 Aspectos Contábeis

Ressalta-se que apesar da alteração na legislação que passou a obrigar os clubes a divulgar balanços, o grau de transparência quanto à prestação de contas do clube perante o público ainda é baixo.

Entretanto, caso o clube tenha ambição de participar do mercado de capitais, através do lançamento de ações na bolsa de valores, deve ter em mente que os investidores e os analistas de mercado necessitam da maior quantidade de informações a respeito da empresa (clube).

Conforme entrevista com Roberto Roma, são vários os pontos a evoluir nesse setor, mas um dos principais é a credibilidade para o investidor, que atualmente é muito baixa. Ele destaca a necessidade de serem fornecidas maiores informações ao investidor, devendo ser mais transparente e explorar de melhor maneira sua imagem institucional.

A forma de avaliar contabilmente um clube de futebol, em termos de receitas e despesas, não é complicada. Em relação as receitas tem-se, principalmente, os direitos de transmissão das partidas pela TV, os contratos de patrocínio de camisa e de publicidade estática no estádio, as vendas de ingressos, o aluguel do estádio e os contratos de licenciamento. Do outro lado, as despesas resumem-se a gastos com contratações de atletas, salários, premiações e gastos diversos com logística e manutenção.

Conforme relatado na entrevista com Pedro Affatato, a gestão financeira de um clube deve levar em consideração a distribuição irregular de receitas e de despesas ao longo da temporada, face aos gastos empenhados no início dos campeonatos, nas contratações de jogadores, nos recebimentos antecipados de direitos de TV e no pagamento de premiações ao final dos torneios. Seguindo este raciocínio, Pedro destaca a particularidade do negócio futebol, no qual grande parte dos custos do clube é a folha de pagamento, ao contrário da maioria das empresas.

Outro fator importante é a diversificação de receitas, os clubes europeus, como o citado Manchester United, busca outras fontes de receita que não o futebol. Comprovadamente esta estratégia gera resultado, Pedro aborda a importância disso, conforme texto destacado:

O futuro do futebol no Brasil vai ser daqueles clubes que tem estrutura patrimonial pra poder viabilizar outras atividades comerciais do clube que não o futebol. Quando assumimos o Internacional a nossa principal fonte de receita eram as vendas de cotas de televisionamento. Hoje a principal fonte de receita é o associado, em segundo o exploração do patrimônio, a locação de espaços por exemplo, como os camarotes, suítes corporate, restaurantes, centro de eventos, depois vem os patrocinadores, e por último as cotas de televisão. Então a idéia é essa, fazer o patrimônio gerar receitas, e o dia em que o todo bancar o futebol, ai sim, o foco será dar lucro.

3.2.3 Legislação

Historicamente, as entidades de prática desportiva optaram por se organizar como associações civis. Sendo assim, têm caráter de entidade civil. Logo as pessoas que a ela se associa têm interesse de participar de uma atividade sem objetivo de lucro ou faturamento. A idéia é reunir esforços para obter um fim comum, diverso do econômico. Normalmente um objetivo social ou de lazer, um fim esportivo. É o caso dos clubes brasileiros, em geral, e dos clubes de futebol, em particular. Eles foram constituídos desta forma, como organizações para promover o lazer.

Porém com a criação da Lei 9.615/98 (Lei Pelé) determinou que instituições participantes de competições profissionais de futebol se transformassem em sociedades mercantis. Com isso, começou a ser percebida a necessidade de modificação da estrutura, ou pelo menos o governo passou a julgar necessária a mudança da estrutura societária dos clubes, que deixaram de ser associações e passaram a praticar uma atividade com busca incessante de lucro e de resultados financeiros relevantes.

Conforme verificado anteriormente, existem várias possibilidades de modelos de gestão a serem seguidos. Os países que mais se assemelham com o modelo adotado no Brasil são Espanha, Portugal e França, nos quais foram criadas duas alternativas: uma dessas alternativas é um modelo societário específico, denominado sociedade anônima esportiva. Nele, existem diferentes classes de sócios. Alguns têm direito a participar do clube de lazer, como ocorre atualmente no Brasil, e outros têm o direito de participar nos lucros. Porém, atualmente, a lei brasileira das sociedades anônimas não permite a exclusão de determinada classe de acionistas da participação nos lucros. Já a segunda alternativa foi criada, para clubes que não se adaptam à modalidade de sociedade anônima desportiva, porque não querem ou não conseguem atingir o quorum exigido para modificar o estatuto, é o regime especial de gestão. Neste caso, os clubes permanecem como associações, mas seus dirigentes têm responsabilidades e passam a ter que publicar balanço e resultados financeiros, da mesma forma que uma sociedade anônima tem que fazer. Além disso, não têm a possibilidade de lançar ações para captar recursos no mercado.

Conforme observado na entrevista com Pedro Affatato, o Sport Club Internacional já utiliza o regime especial de gestão, na qual os dirigentes têm responsabilidades como uma sociedade anônima:

Hoje a responsabilidade fiscal é do Vitorio Piffero (Presidente) eu (1º Vice-Presidente) e o Mário Sérgio (2º Vice-Presidente), que somos eleitos. Nós assinamos o Balanço, que é publicado, então a responsabilidade é toda nossa. Esse é um passo para no futuro quem sabe ter uma legislação que favoreça a abertura de capital, mas hoje ainda existe um grande passivo dos clubes na timemania.

Segundo a Lei 10.672/03, art. 46-A, inciso I, os clubes são obrigados a apresentar seus balanços até o último dia do mês de abril do ano seguinte.

Roberto Roma destaca a importância dessas mudanças na legislação, considerando a obrigação na publicação de balanços o primeiro passo para que no futuro os clubes possam partir para o mercado de capitais.

O maior entrave para abertura de capital não é nem auditoria, acho que é um passo antes, é a governança corporativa. Ou seja, tem que ser feito um trabalho, fomentar esse mercado, deixar transparente tudo que acontece, esclarecer problemas que já ocorreram de corrupção, etc, porque isso é algo que prejudica, qualquer investidor que percebe isso, cai fora. Tem que ser feito um trabalho de limpeza de casa, contratar um, dois, ou três bancos, fazer Road Show com investidores, promover a imagem institucional, é um trabalho que tem que ser feito de dentro para fora.

Outro fator destacado por Pedro Affatato é a mudança de mentalidade na atual geração de gestores dos clubes de futebol no Brasil.

O primeiro avanço que aconteceu no Brasil é o compromisso fiscal dos gestores, quando assumimos o clube o passivo fiscal que existia era enorme, e a nossa geração, a geração que hoje opera o futebol no Brasil se preocupou com isso. Achamos um mecanismo para tentar equacionar as dívidas fiscais, e num processo conjunto com o Governo Federal se criou a Timemania onde agente pegou todo esse passivo e colocou lá dentro, e a partir de então os compromissos passaram a ser outros.

O Governo Federal criou a loteria da Timemania, para injetar receitas ordinárias nos clubes de futebol, cuja finalidade é quitar as dívidas destes com a União em FGTS, INSS e Receita Federal, fazendo com que retomem a capacidade de investimento e financiamento. O funcionamento é semelhante ao da Mega-Sena, porém ao invés de números são colocados os brasões dos clubes e, em troca da cedência da marca, as equipes recebem 22% da arrecadação lotérica.

3.3 VANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL

Existem muitas vantagens potenciais aos clubes de futebol em optar pelo mercado de capitais. No quadro abaixo os pontos mais relevantes:

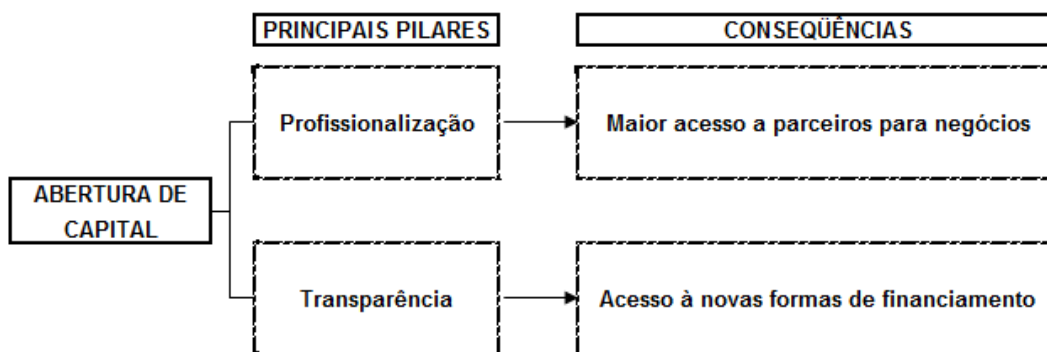


Figura 14 – *Vantagens da Abertura de Capital*

São dois pilares fundamentais a serem explorados, a profissionalização e a transparência. A profissionalização dos times de futebol é o primeiro passo necessário para uma abertura de capital. Os principais cargos do clube devem ser preenchidos por profissionais, com experiências relevantes no mercado, com metas claras e definidas.

Atualmente muitas das pessoas que ocupam posições importantes dentro do clube não conseguem dedicar integralmente seu tempo aos clubes e raramente são cobrados pelo seu desempenho contra metas objetivas. Ainda que muitos sejam realmente apaixonados pelo clube a falta de tempo, ou a inadequação ao cargo/responsabilidade, ou os dois, faz com que seu desempenho seja baixo.

Talvez a maior mudança seja mesmo o estabelecimento de metas: o profissional que está lá sabe que resultado deve atingir e essas metas são do conhecimento de todos. Isso requer a existência de um planejamento macro para o clube e o detalhamento desse planejamento para todos os outros departamentos do clube.

Evidentemente que mesmo empresas profissionais podem falir, mas as chances de profissionais terem bons resultados é infinitamente maior do que a dos amadores.

A transparência é outra vantagem que a abertura de capital traria aos clubes brasileiros de futebol. Um bom exemplo de transparência é o balanço do Internacional. Para cada jogador vendido aparece o valor pago, quem pagou e que parte pertence ao Internacional. Porém esta não é a realidade da maioria dos balanços de clubes brasileiros.

A transparência exigida por acionista de um clube não seria apenas a divulgação sobre a compra e venda de jogadores, mas também sobre a estrutura do clube e a utilização dos recursos dentro do clube.

A divulgação da estrutura permite que todos saibam quem é responsável por quais atividades dentro do clube. Os acionistas do clube demandam mais informações sobre a utilização do dinheiro do que as atualmente divulgadas, e acompanham o que acontece com as finanças do time.

Com as informações exigidas por empresas de capital aberto seria fácil comparar os custos e as receitas entre os times e verificar quem é mais eficiente. Assim, os acionistas podem demandar uma melhor gestão do clube com base em fatos, o que facilita a elaboração de metas.

Além disso, evidentemente que uma maior transparência diminui em muito as possibilidades de corrupção dentro dos clubes.

Como conseqüências positivas disso tudo, a melhora no acesso a mais empresas e a novas formas de financiamento, visto que atualmente muitas empresas e empresários temem se envolver com o futebol justamente por acreditar que é um meio corrupto e amador. Com a profissionalização e um aumento de transparência, mais empresas passam a ter a possibilidade de desenvolver parcerias com os clubes de futebol.

Adicionalmente às novas parcerias com empresas, o clube pode captar dinheiro no mercado de uma maneira mais eficiente. Dentro de um regime profissional, os gestores do clube só poderiam solicitar empréstimos para projetos específicos e dentro de limites seguros para o clube. Os bancos tenderiam a cobrar menos por empréstimos, já que eles conhecem melhor as finanças do clube. O dinheiro viria para o clube melhorar seus resultados e não para cobrir rombos.

O clube também poderia captar dinheiro via emissão de debêntures, que podem ser mais interessantes para o clube do que empréstimos bancários. Como existe transparência em relação à situação do clube, seria mais fácil encontrar interessados em financiar o clube via esse tipo de empréstimo.

3.4 USO DOS RECURSOS PROVENIENTES DO MERCADO DE CAPITAIS

A perspectiva de utilização dos recursos provenientes da abertura de capital de um clube de futebol é utilizá-los com investimento em infra-estrutura, categoria de bases para a formação de atletas e na contratação de atletas já consagrados. O investimento em categorias de base é muito importante, além de rentável, um projeto com perspectivas de longo prazo pode ser considerado um diferencial para o investidor comprador das ações do clube. Já a destinação dos recursos para investimentos em infra-estrutura e patrimônio, se bem aproveitado, pode gerar receitas provenientes para cobertura dos custos fixos do clube. Conforme relatado na entrevista com Pedro Affatato:

Eu tenho convicção que daqui alguns anos a maior fonte de receita do clube será a exploração do patrimônio. O Internacional é hoje em Porto Alegre, apesar da estrutura fragilizada que tem, um dos principais pontos de visitação, então imagine quando a reforma de todo o complexo estiver pronta, será mais uma fonte de renda. Portanto, o estádio, todo o projeto de arquitetura será exatamente para atrair o turista, para que agente possa ter essa receita extraordinária. A idéia é essa, fazer o patrimônio gerar receitas, e o dia em que o todo bancar o futebol, aí sim, atingiremos nosso objetivo.

Quanto às vantagens financeiras, além da captação de recursos de custo reduzido, há melhora na imagem institucional, liquidez patrimonial e estabilidade financeira.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo tem como objetivo apresentar as considerações finais sobre os resultados encontrados no trabalho. São apresentados o resumo dos resultados da pesquisa, e considerações e limitações que surgiram no decorrer da mesma. Por último, são sugeridas alternativas para pesquisas futuras.

A escolha do tema para a realização deste trabalho justifica-se pela atual situação de cenário competitivo em que se encontram os clubes de futebol brasileiros frente a seus concorrentes mundiais. Juntamente com a evolução que o mercado de capitais brasileiro vem tendo nos últimos anos, com muitas empresas partindo para a abertura de capital, o que além de permitir um maior desenvolvimento das empresas, gera expansão no setor privado e conseqüente crescimento da economia. Além de ser um canal de captação de recursos que se constitui em importante opção de investimento para pessoas e instituições.

Sendo assim, o trabalho se propõe a avaliar se a abertura de capital dos clubes de futebol pode auxiliar na profissionalização da gestão dessas instituições, além de gerar capitalização do clube com maiores receitas. Ou seja, responder a questão "**A abertura de capital para clubes brasileiros de futebol é viável?**" é o objetivo do trabalho.

O preço das ações de times de futebol segue a mesma lógica de mercado a que estão sujeitas as demais companhias. No entanto, a valorização das ações de um clube depende de uma variável interessante: as vitórias e derrotas dentro de campo são levadas em consideração.

O modelo de gestão implantado no Manchester United não tem nada de espetacular. Ao contrário dos times brasileiros, as equipes inglesas sempre tiveram uma administração profissional. Sempre foram gerenciadas como empresas confiáveis, e com o apoio do Governo criando legislação específica e correta, a transição para o mercado de capitais transcorreu sem sobressaltos.

Conforme detectado na pesquisa, são vários os pontos a serem melhorados para que os clubes brasileiros de futebol possam abrir capital. A principal questão é a legislação, sem uma série de leis e incentivos do Governo para que os clubes profissionalizem por completo a estrutura e decidam pela abertura de capital, não haverá mudança alguma.

Um exemplo ocorreu na Inglaterra, o Manchester United lançou ações na Bolsa de Londres, para que pudesse reformar seu estádio, o Old Trafford. Essa iniciativa ocorreu

porque em 1989, nas semifinais da Copa da Inglaterra entre Liverpool e Nottingham Forest houve um desastre que matou 95 pessoas, vítimas da desorganização, falta de ingressos para o jogo, número pequeno de catracas para acesso ao estádio, entre outras situações. Após este desfecho trágico, foi redigida a *Taylor Report*.

O projeto *Taylor Report*, leva este nome pois seu autor foi Peter Taylor, e consistiu em ações do governo inglês como rigor com os torcedores que cometessem crimes, eliminação dos *hooligans*, deixar de vender bebidas alcoólicas nos estádios e ao redor destes, entre outras medidas. Em contrapartida, o governo inglês exigiu que os clubes daquele país oferecessem espetáculo com o mínimo de conforto para os seus torcedores e os visitantes, tais como assentos individuais, sistemas internos de vídeo, eliminação do fosso entre o gramado e arquibancada.

A forma encontrada pelos clubes, que não dispunham de capital para tal investimento na época, foi aproveitar os incentivos criados pelo governo inglês para a abertura de capital. Uma forma de captar recursos com custo atrativo afim de implementar as reformas exigidas pelo *Taylor Report*.

Salvo exceções, a situação dos clubes ingleses em 1989 era bastante semelhante com a situação na qual a maioria dos clubes brasileiros hoje se encontra, carente de recursos financeiros para projetos de inovações e de infra-estrutura que evitem futuras tragédias como as do futebol inglês e que venham a proporcionar maiores receitas com a exploração correta do patrimônio.

Outros pontos que devem evoluir para que a abertura de capital se torne viável são a melhora na credibilidade, na imagem institucional junto ao público investidor, no processo de auditoria, e na análise do volume de negociação para papéis deste setor.

Devido a históricos escândalos de corrupção no futebol brasileiro, a credibilidade dos clubes como um todo está bastante arranhada, e perante um público investidor exigente esse ponto deve ser bastante trabalhado. Para isso, é necessário um processo sério e profissional de auditoria, além de nível elevado de *disclosure* das informações, gerando o máximo possível de transparência.

A aplicação de Governança Corporativa nos clubes e de um trabalho de acultramento conjunto entre clubes, governo, entidades responsáveis pelo esporte, bancos de investimento e entidades coordenadoras do mercado de capitais, para com os investidores é essencial para que uma abertura de capital inédita como esta tenha sucesso.

Portanto, primeiramente com as devidas mudanças na legislação e depois com a exploração do negócio futebol de forma profissionalizada, a possibilidade de venda de ações

na Bolsa de Valores é possível. Esta medida abriria fonte de receita ao clube que, gerido de forma profissional, como empresa de capital aberto, demonstrando seus gastos periodicamente, seria não apenas uma solução interessante, mas sim, o início de uma nova era da gestão no futebol brasileiro.

Deste modo, o objetivo central, causa da pesquisa elaborada foi alcançado, uma vez que se identificou que a abertura de capital para clubes brasileiros de futebol é viável, porém desde que aconteçam inúmeras modificações, desde a legislação, até a cultura do torcedor brasileiro.

As conclusões apresentadas por esta pesquisa foram obtidas adotando-se o máximo rigor metodológico que foi possível aplicar. No entanto, há de se reconhecer a presença de fatores limitativos.

Um aspecto dificultador foi a dificuldade no levantamento de informações, tendo em vista o ineditismo do assunto, pouco explorado por entidades ligadas ao futebol e por profissionais do mercado de capitais.

É importante ressaltar que o tema abordado neste trabalho não tem pretensão de ignorar o atual momento do mercado de capitais. Através da crise econômica atual, iniciada com o *boom* no mercado imobiliário americano, alastrou-se um efeito dominó, que hoje é sentido em diversos setores da economia de diversos países. O mercado de abertura de capital de empresas no Brasil encontra-se fechado. Com a retração no consumo mundial, e diminuição das vendas de uma forma geral, o valor patrimonial das empresas reduziram-se consideravelmente, o que não torna a venda das ações em bolsa uma operação atrativa.

Este trabalho foi elaborado com foco no estudo do tema acerca dos clubes brasileiros de futebol buscarem na abertura de capital uma forma de profissionalização do negócio futebol e de diminuição da disparidade que existe hoje na concorrência com clubes europeus. Sempre considerando que a espera pelo melhor momento da abertura de capital é de fundamental importância para o sucesso da operação.

Através da análise de resultados encontrados na pesquisa foi possível perceber a importância no aprofundamento do tema, nas diversas visões existentes acerca do assunto e a grande oportunidade que existe na exploração deste estudo.

Esse trabalho motiva novas pesquisas no meio acadêmico. Foi possível através das pesquisas realizadas, verificar o grande potencial de temas a serem abordados em pesquisas futuras devido a atualidade do assunto. O principal tema para pesquisas futuras, que promoveria um estudo aprofundado, é um estudo de caso e a elaboração de um projeto de abertura de capital. A escolha de determinado clube e através da análise de balanços, coleta de

informações junto a profissionais do clube e o auxílio de profissionais da área, montar um projeto, simulando de forma prática como seria a abertura de capital deste clube, ou seja, a elaboração de uma proposta de abertura de capital.

REFERÊNCIAS

ACIONISTA, O. Disponível em: http://www.acionista.com.br/mercado/artigos_mercado/290606_capital_aberto.htm. Acesso em: 23 nov. 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BENCKE, Carlos Alberto. **Acionista Majoritário na Sociedade Anônima: direito de fiscalização: uma abordagem não-dogmática**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>, Acesso em: 10 jan. 2009.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>. Acesso em: 10 jan. 2009.

CASAGRANDE NETO, Humberto. **Abertura de Capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2000.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 10 jan. 2009.

DELOITTE – Deloitte Football Money League. Disponível em: <http://www.deloitte.com>. Acesso em: 23 nov. 2008.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

GITMAN, Lawrence. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

MARTINS, J.; BICUDO, M. **A pesquisa qualitativa em psicologia: fundamentos e recursos básicos**. São Paulo: Moraes, 1995.

MATTAR, Fauze Najib. **Pesquisa de marketing: metodologia, planejamento.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada.** 3. ed. Porto Alegre: Brookman, 2001.

MENDONÇA DE BARROS, José Roberto, et al. **Desafios e Oportunidades para o mercado de Capitais Brasileiro.** São Paulo: Hucitec, 2000.

MINAYO, M.C.S. **O Desafio do Conhecimento: pesquisa qualitativa em saúde.** 9. ed. São Paulo: Hucitec, 2006.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas.** São Paulo: Atlas, 2001.

ROESH, Sylvia Maria Azevedo. **Projeto de estágio e pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso.** São Paulo: Atlas, 2000.

TERCEIRA VIA VERDÃO. Disponível em: www.terceiraviaverdao.com.br. Acesso em: 23 nov. 2008.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação.** São Paulo: Atlas, 1987.

ULHOA, Fábio Coelho. **Manual do direito comercial.** São Paulo: Saraiva, 1999.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso: planejamento e métodos.** 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Roteiro para Entrevistas

Roteiro de entrevistas para Pedro Affatato, Vice-Presidente do Sport Club Internacional.

- 1) A bolsa de valores é hoje uma alternativa para os clubes do futebol brasileiro ou ainda falta amadurecer esta idéia? Se sim, quais os principais pontos que devem evoluir para tornar esse projeto viável?
- 2) O modelo brasileiro de gestão de clubes de futebol está presente em somente 3 clubes entre os 20 maiores do mundo, não seria este então um modelo defasado?
- 3) O que o senhor acha do modelo europeu, em que os clubes tem capital negociado em bolsa de valores?
- 4) É possível repicar esse modelo para os clubes brasileiros?
- 5) A captação de recursos através da abertura de capital não seria uma saída para investimentos em patrimônio do clube, categorias de base e outras áreas?
- 6) Considerando a possibilidade de um clube com disponibilidade de abertura de capital, a governança corporativa e a exigência de transparência pela CVM para empresas com capital aberto seria um empecilho ou um fator motivador?
- 7) A recente obtenção do certificado ISO de qualidade total é um caminho que o clube esta tomando em busca da governança?
- 8) Quais são hoje as principais fontes de receita do clube, fontes de financiamento, estrutura de dívidas e custos?
- 9) Como é formada a estrutura de capital do clube? Se fosse feita *valuation* do clube, quanto este valeria? Analisar valor do patrimônio, passe de atletas e valor da marca.
- 10) Como se da atualmente o processo de prestação de contas do clube?
- 11) Existe hoje legislação que obrigue os clubes a divulgar balanço?
- 12) Como é a gestão do fluxo de caixa do clube, entrada de receitas e despesas? Sazonal, etc?
- 13) Práticas de governança corporativa e as regras do novo mercado poderiam ser os fatores que levariam os clubes brasileiros obrigatoriamente a profissionalização da gestão?
- 14) Atualmente diversos clubes de futebol na Europa tem ações negociadas em bolsa de valores, seria possível repicar esse modelo de gestão profissionalizada e capital aberto para os clubes brasileiros de futebol?

15) Quais seriam os pontos a evoluir? Profissionalização, legislação, regras da CVM, política dos clubes, mentalidade dos torcedores e investidores?

16) Existe hoje algum projeto no clube ou que você tenha ouvido falar nesse sentido? Abertura de capital, bolsa de atletas, fundo de investimento em atletas, etc?

Roteiro de entrevistas para Roberto Roma, Superintendente da Área de Mercado de Capitais do Banco Votorantim:

1) Analisando o negócio futebol como um setor da economia, podemos dizer que é um mercado a ser explorado? Seria uma oportunidade para o mercado de capitais brasileiro?

2) A captação de recursos através da abertura de capital não seria uma saída para investimentos em patrimônio do clube, categorias de base e outras áreas que podem vir a gerar receitas, tornado o clube não dependente exclusivo do futebol?

3) Práticas de governança corporativa e as regras do novo mercado podem ser os fatores que levariam os clubes brasileiros obrigatoriamente a profissionalização da gestão?

4) Na década de 90 houveram varias mudanças na legislação de países europeus, incentivando clubes de futebol a abrir capital, e atualmente são vários os clubes com ações negociadas em bolsa de valores. Seria possível, com alterações na legislação e incentivos do Governo, repicar esse modelo de gestão profissionalizada e capital aberto para os clubes brasileiros de futebol?

5) Quais seriam os pontos a evoluir? Profissionalização, legislação, regras da CVM, política dos clubes, cultura dos torcedores e investidores?

6) Quando uma empresa de um setor até então sem ações negociadas em bolsa parte para abertura de capital, como o mercado avalia essa iniciativa? Como comparar o desempenho com os concorrentes de capital fechado?

7) Conforme identificado nas pesquisas são vários os casos em que uma pessoa acaba se tornando o dono majoritário do clube através da compra das ações na bolsa. Qual seria o mecanismo, além de abrir somente até 49% do capital do clube, que impossibilitaria alguém de comprar o controle majoritário do clube na bolsa?

APÊNDICE B – Transcrição das Entrevistas

03.02.09

Entrevista com Pedro Affatato – Vice Presidente e VP de Finanças do Sport Club Internacional

FD – Existe algum projeto no clube para profissionalização da gestão, acesso a mercado de capitais, etc?

PA – Existe hoje um projeto no Internacional para profissionalizar, criar uma estrutura, uma estrutura jurídica diferente, e hoje existem alguns nichos de negocio dentro do clube que se o clube explora-se diretamente a lucratividade seria bem maior. Então precisamos começar mudando a estrutura jurídica do clube para depois avançar nesse sentido.

Eu vou te dar alguns exemplos, a parte de estacionamento, se o clube administrar a parte do estacionamento, a receita do clube é bem maior, a loja de produtos do clube é outro exemplo, o ecônomo, hoje existe um ecônomo que explora toda comercialização de bebidas. E se o clube fizesse isso diretamente, é uma forma de diversificar bastante as fontes de receita, e é em cima exatamente disso que estamos trabalhando.

PA – Outra questão importante são muitas ações de marketing que queremos tomar em cima da relação sócio com o clube, agente não pode tomar muitas vezes, porque agente não tem como oficializar essa relação. Por exemplo, mandar fazer uma camiseta, e em vez de ganharmos *royalties* em cima das vendas da Reebok, o clube pode fabricar e o clube vender. Hoje o clube tem contrato com a Reebok, e recebe um percentual das vendas. Hoje o Internacional é o segundo clube que mais comercializa camisetas no Brasil, então você pode imaginar o potencial que existe.

PA – Mas a característica desse mercado é de Brasil, se você pegar a cultura da Espanha por exemplo, lá o clube fabrica a própria camiseta, e ganha o patrocínio das marcas que querem aparecer junto ao clube. Portanto ele ganha pela exposição das marcas, fabricação e venda, com isso quanto mais vender, melhor pro clube e para as marcas. Nesse modelo o clube ganha 100%.

FD – E o que impede os clubes brasileiros de adotarem esse modelo também?

PA – Exatamente essa parte jurídica, essa legislação, porque hoje você arrecada, você paga impostos altíssimos, hoje o Brasil é o país que tem a maior carga de impostos do mundo. Então isso inviabiliza.

FD – O clube tem algumas isenções, correto?

PA – Sim, só que a partir do momento que o clube se profissionaliza, e se torna empresa, ele deixa de ter essas isenções de tributos, e então você tem que pagar todos tributos, e esse é o x da questão. É isso que estamos trabalhando, então hoje o Internacional já tem um projeto de começar a criar sua empresa, já está em fase bem adiantada no jurídico do Inter o projeto de criar a empresa do Internacional e começar a delegar aos poucos essa estrutura de empresa.

FD – Como é formada a estrutura de capital do clube? Se fosse feita *valuation* do clube, quanto este valeria?

PA – Bom, quando agente pegou o clube agente tinha a marca Sport Club Internacional. Essa marca tinha valor, hoje esse valor é outro, e é isso que agente busca, quando se trabalha em capitais, valor de mercado o que vale é a marca. Então isso é o que buscamos cada vez mais a valorização da marca. É um projeto que não se resolve no curto prazo, é um projeto de longo prazo. Eu acredito que dentro de 5 ou 6 anos o Internacional vai estar pronto pra fazer essa migração, começar a operar totalmente profissionalizado, como empresa.

FD – O patrimônio dessa empresa seria o valor da marca?

PA – Sim, inclusive já estamos pensando em fazer uma avaliação dessa marca, até porque isso é uma coisa que discutimos politicamente, é uma forma de avaliar uma gestão. Você assume uma marca valendo x, e quando você entrega mostra quanto ela está valendo. Então existe toda uma estrutura política, jurídica e administrativa que estamos trabalhando pra poder fazer essa migração, pena que agora o mercado não está ajudando.

FD – Realmente, quando iniciei esse trabalho não havia crise na economia mundial, estava tudo ótimo, poucos meses depois o mercado mudou totalmente, então nada impede que logo mais haja uma recuperação, e o mercado volte a ficar atrativo.

PA – Então, mas pelo pouco que eu entendo desse mercado, isso tem um lado favorável, que esse mercado vai começar a trabalhar com coisas mais sólidas. O mercado passou por um momento de boom, em que qualquer um abria capital, temos como o exemplo as empresas do Eike e o *boom* do mercado imobiliário também. Foram atitudes extremamente especulativas, e o que agente pensa é que para o nosso clube as coisas tem que ser um pouco diferentes. Agente tem que primeiro ter estrutura própria pra poder avançar, se não, não tem como. E te digo mais o futuro do futebol no Brasil vai ser daqueles clubes que tem estrutura patrimonial pra poder viabilizar outras atividades comerciais do clube que não o futebol.

FD – Quais são hoje as principais fontes de receita do clube, fontes de financiamento, estrutura de dívidas e custos?

PA – Quando assumimos o Internacional a nossa principal fonte de receita era as vendas de cotas de televisionamento dos jogos de futebol. Hoje a principal fonte de receita é o associado, em segundo o patrimônio, a locação do patrimônio, por exemplo os camarotes e suítes corporate, a Montana, o centro de eventos, e depois vem os patrocinadores.

FD – Então hoje a ordem é receita de sócios, patrimônio, patrocínio e depois as cotas de televisão, correto?

PA – Sim, exatamente, e a idéia é essa, fazer o patrimônio gerar receitas, e o dia em que o todo bancar o futebol, ai sim, o foco será dar lucro. Então o Internacional hoje se da ao luxo de segurar um jogador, como o Alex por exemplo, ate pouco tempo atrás tínhamos que vender a qualquer preço, hoje já podemos segurar o jogador, especular melhor o mercado, e ter uma lucratividade maior, então o Internacional hoje esta diferenciado nesse sentido.

FD – Conforme podemos ver no gráfico o clube abre uma empresa, essa empresa fica responsável por todo futebol, e essa empresa abre capital, até 49%, para que o clube continue sendo o sócio majoritário.

PA – Mas aí que ta, o problema dessa estrutura é que hoje, no passe do atleta o clube tem um sócio empresário, e o patrimônio do clube é formado do passe dos atletas. Então, o Internacional hoje, dentro do departamento de futebol, cerca de 60 a 70% dos passes são do Internacional, o restante são de empresários, sócios.

Porém é exatamente essa estrutura que queremos, criar uma empresa, com outra diretoria, executivos, profissionais, e essa diretoria vai trabalhar com um orçamento e vai ser cobrada por resultados. E está dando certo, agente está conseguindo fazer essas mudanças, se você pegar o Inter nos últimos 6 anos, tu vai ver que é um crescimento planejado. É claro nos fizemos um planejamento estratégico quando assumimos, atingimos o objetivo que queríamos no futebol, com a conquista do mundial. Com relação a marca, porque agente conseguiu valorizar a marca e fazer com que ela se tornasse mais conhecida, então hoje o Internacional tem que partir para um outro estágio, que é exatamente a profissionalização. Então nos já estamos trabalhando no novo planejamento estratégico no qual os objetivos estão diretamente ligados com faturamento.

FD – Que patamar de faturamento se encontra o Internacional e como aumentar o faturamento do clube?

PA – O Internacional é um clube que fatura 120, 130 milhões por ano, se não mudarmos a estrutura nos vamos ficar nisso, não tem mais como aumentar com a atual estrutura.

FD – Como fazer isso?

PA – Como eu falei a marca tem que ser explorada pelo clube, o estacionamento, a participação no passe dos atletas, são coisas que tem que acontecer, se não vamos ficar estacionados, e os outros ultrapassam agente.

FD – E os outros clubes, como é a concorrência?

PA – O Brasil é muito grande, nós competimos com outros mercado, e o mercado de São Paulo por exemplo é outra realidade. Patrocínio por exemplo, até pouco tempo atrás o Banrisul nos dava R\$4MM por ano, em São Paulo a média de patrocínio é R\$20MM por ano, então fica difícil competir, temos que criar alternativas. Então agente ta trabalhando nisso, nosso novo planejamento estratégico desta nova etapa.

PA – O que acontece é que nosso clube tem 99 anos, tem muita historia, porém tudo que foi feito, com algumas exceções, em termos de gestão foi amador, então por exemplo, a questão da informática, se você não tem uma estrutura bala, não temos como gerenciar tudo, então o clube investiu muito forte nos últimos anos nisso, exatamente pra poder até atender as demandas dos sócios, portal de voz, compra de ingresso pela internet. Todas essas são ações que fidelizam o sócio. Nós temos alguns projetos, como por exemplo, trazer um grande artista no final do ano, fazer um grande show, e só entra quem for sócio do clube.

FD – Quais os principais investimentos planejados?

PA – Estamos fazendo hoje um investimento pesadíssimo no museu do internacional. O Internacional é hoje em porto alegre, apesar da estrutura fragilizada que tem, um dos principais pontos de visitação, então imagina quando o complexo todo estiver pronto, será mais uma fonte de renda.

Eu tenho convicção que daqui alguns anos a maior fonte de receita do clube será isso, a exploração de toda essa área turística, a valorização da marca e do patrimônio. Que vai ser um grande *case*, o estádio, todo o projeto de arquitetura será exatamente para atrair esse turista, para que agente possa ter essa receita extraordinária.

FD – E será investimento próprio, não interessa a busca de parceiros?

PA – Não, isso é outra coisa que agente entende, não adianta pegarmos um parceiro, e ele construir, agente ta querendo fugir da terceirização. Talvez leve um pouco mais de tempo, mas é melhor você fazer o investimento com recursos próprios, porque depois se paga. Está

comprovado. Eu fiz o centro de eventos no Beira Rio, em que fomos muito criticados por estar fazendo aquela obra, mas aquilo ali se pagou em um ano. Então hoje nos damos ao luxo de majorar o valor da locação, fazer uma coisa mais elitizada.

FD – O principal ponto deste trabalho que estou fazendo seria mostrar a dificuldade que é a abertura de capital de um clube brasileiro devido a falta de legislação específica pra essa operação nesse setor. Na Inglaterra por exemplo, na década de 90 fizeram uma legislação incentivando a abertura de capital, e todos os clubes partiram pra isso, e obtiveram sucesso. Como isso é visto pelos clubes brasileiros?

PA – É a primeira coisa que aconteceu já no Brasil é o compromisso fiscal dos gestores, então quando assumimos o clube o passivo fiscal que existia era enorme, e a nossa geração, a geração que hj opera o futebol no Brasil se preocupou com isso, e agente achou um mecanismo, de tentar equacionar, então se criou o Timemania onde agente pegou todo esse passivo e colocou lá dentro, e a partir de então os compromissos passarão a ser outros. Hoje então a responsabilidade fiscal é do vitorio eu e o mais o Sergio que somos eleitos, nos assinamos, então a responsabilidade é toda nossa.

Então esse é um passo pra no futuro quem sabe ter uma legislação que favoreça a abertura de capital, mas hoje como você vai fazer isso, com todo esse passivo impagável que existia.

FD – O modelo brasileiro de gestão de clubes de futebol está presente em somente 3 clubes entre os 20 maiores do mundo, não seria este um modelo defasado?

PA – Essa é uma questão que tem que mudar. A estrutura de gestão do clube, o Inter hoje tem um conselho, e o conselho querendo ou não, é quem manda no clube. Tem que mudar a cultura desse conselho. Então a atual direção tem uma mentalidade diferente, eu te provo isso, porque nos conseguimos aprovar dentro do conselho a venda dos eucaliptos, coisa que se tentou fazer décadas e não conseguiam, porque a cultura era diferente.

Então hoje o conselheiro do internacional está mudando a forma de pensar. Estamos vendendo um patrimônio, pra investir em outro, que vai gerar uma receita muito maior.

PA – Toda essa mudança cultural que esta acontecendo no clube nos últimos anos esta agora sendo valorizada, visto que o Internacional foi escolhido pra sediar os jogos da copa do mundo de 2014 no estádio Beira Rio.

PA – Olha, uma coisa pode esperar, o Internacional nos próximos 10 anos vai ser com certeza uma das maiores empresas do Estado, e vai ser a maior oportunidade de emprego pra grandes executivos. Porque nos temos vários nichos no Internacional e esses nichos tem que ser ocupados por profissionais, agente tem essa conscientização. Não adianta colocar lá o irmão, primo, tio, ou sei lá o que do Presidente. O Internacional vai ter uma estrutura e ela tem que se manter e agente vai ter condições de poder bancar os melhores executivos que existirem.

FD – Essa idéia surge porque mudando a diretoria do clube, a gestão, os executivos, não mudam?

PA – Então, essa mudança estrutural ela vai exatamente nesse sentido. Hoje você tem um clube e uma fundação, e como eu entendo, o clube tem que ser gerido pelos executivos, enquanto a fundação sim tem seu lado político. Não é descaracterizar o lado político, mas temos que trazer a parte profissional pra dentro do clube.

17.02.09

Entrevista com Roberto Roma – Superintendente Mercado de Capitais Banco Votorantim

FD – Quais seriam os pontos a evoluir para que os clubes brasileiros de futebol possam abrir capital?

RR – Auditoria, Público Investidor, Volume de Negociação, Credibilidade, Capital Pulverizado.

O ponto principal desse tipo de emissor para que eles possam fazer a abertura de capital é a auditoria, esse é um ponto crucial pra esse setor pensar em fazer uma colocação a mercado e para que tenha credibilidade. Outro ponto importante, para analisarmos antes de saber se é viável ou não é viável é o público investidor, ou seja, infelizmente no país a credibilidade dos clubes é muito baixa. A percepção de caixa 2 na negociação de jogadores em clubes é alta. Então isso tudo reforça o que eu falei inicialmente, o fator auditoria pesa.

Outro fator importante é o volume de negociação, então depende da análise que será feita, se considerarmos o momento atual, ou num mercado com condições de temperatura e pressão normal, onde o mercado equaliza e todos têm oportunidade. Então num mercado em que todo mundo tem oportunidade, ou seja, em que um middle market poderia acessar o mercado de capitais, estaria enquadrado desde que tivesse a seguinte observância, deveria ter mais disclosure em relação as negociações, ao volume negociado, mais transparência em relação a arrecadação de receitas, divulgação de balanços, etc, como é feito no exterior, onde temos um mercado muito difundido, muito transparente, diferente do que acontece aqui.

FD – Portanto, os pontos a evoluir seriam auditoria, público investidor e volume de negociação?

RR – Além disso, a credibilidade desse segmento, a credibilidade para o investidor é baixa. O investidor deveria ter mais informações, transparência da companhia perante os investidores.

FD – As práticas de governança corporativa e as regras da CVM que exigem alto grau de transparência para empresas de capital aberto podem ser os fatores que levariam os clubes brasileiros obrigatoriamente a profissionalização da gestão?

RR – Para abertura de capital sim, mas aí entra numa questão de acultramento do mercado começar a absorver. Acho que o maior entrave para abertura de capital não é nem auditoria, acho que é um passo antes, é governança corporativa. Ou seja, tem que ser feito um trabalho, fomentar esse mercado, deixar transparente tudo que acontece, esclarecer problemas que já ocorreram de corrupção, etc, porque isso é uma coisa que detona, qualquer investidor que percebe isso, cai fora.

FD – Então esse trabalho deve começar internamente nos clubes para num segundo momento ir à mercado?

RR – Exatamente, é fazer um trabalho de limpeza de casa, contratar um, dois, ou três bancos, começar a fazer Road Show com investidores, começar a falar do clube, é um trabalho que tem que ser feito de dentro pra fora.

FD – Quanto tempo levaria um trabalho como esse?

RR – Pelo menos uns dois anos. De qualquer forma uma empresa normal de um mercado normal pra ir a mercado em menos de 6 meses a 1 ano não vai. Tem que ter governança corporativa, integração do conselho de administração totalmente independente, etc.

FD – Quando uma empresa de um setor até então sem ações negociadas em bolsa parte para abertura de capital, como o mercado avalia essa iniciativa? Como comparar o desempenho com os concorrentes de capital fechado?

RR – Compara-se com empresas do mesmo setor no Brasil ou no exterior, e se faz um desconto, por ser um papel iniciante nesse mercado, e pela pouca liquidez que poderá existir nessa negociação. Porque quando você bida uma operação, você nunca tem certeza se terá muita liquidez ou não, se o mercado será pulverizado ou não.

FD – Conforme identificado nas pesquisas são vários os casos em que uma pessoa acaba se tornando o dono majoritário do clube através da compra das ações na bolsa. Qual seria o mecanismo, além de abrir somente até 49% do capital do clube, que impossibilitaria alguém de comprar o controle majoritário do clube na bolsa?

RR – Um mercado que seria uma alternativa nesse setor a abertura de capital é o *Private Placement*. Onde um investidor que queira se tornar acionista de um clube, pode ser um patrocinador, etc, automaticamente forçaria uma série de mudanças, como balanços divulgados trimestralmente, auditoria, publicações, obrigatoriedades, *disclosure* pro mercado, entre outros.

FD – Sim, seria então um novo acionista, mas sem ter as ações negociadas em bolsa de valores?

RR – Exatamente, agente chama abertura técnica, um investidor privado interessado em comprar papel, que não necessariamente precisa pedir pra abrir capital, pode se ter *private placement* em empresa de capital fechado.

RR – Mas concluindo eu te diria que hoje não é viável a abertura de capital, simplesmente vender e pulverizar junto aos investidores. Por todos esses fatores que eu te comentei.