



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS – PUC GOIÁS

PRÓ-REITORIA DE GRADUAÇÃO

ESCOLA DE DIREITO, NEGÓCIOS E COMUNICAÇÃO

CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE FINANCEIRA NOS CLUBES BRASILEIROS
APÓS A ADOÇÃO DO MODELO SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL (SAF)**

LEANDRO SILVESTRE DOS ANJOS

GOIÂNIA

2025

ANÁLISE DA SUSTENTABILIDADE FINANCEIRA NOS CLUBES BRASILEIROS APÓS A ADOÇÃO DO MODELO SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL (SAF)

Leandro Silvestre dos Anjos ¹

Edna de Araújo Andrade ²

RESUMO: A Lei nº 14.193/2021 instituiu a Sociedade Anônima do Futebol (SAF) como novo modelo societário para os clubes brasileiros, visando superar crises históricas e promover sustentabilidade. Este estudo analisa os impactos da adoção da SAF na sustentabilidade financeira dos clubes, com atenção ao papel dos instrumentos de reestruturação tributária. Mediante abordagem quali-quantitativa e análise das demonstrações contábeis de sete clubes da Série A (2019-2024), os resultados revelam que a transformação em SAF melhora significativamente a liquidez e reduz o endividamento, mas seu impacto na rentabilidade é mediado pelo perfil de capital e governança de cada clube. Conclui-se que a SAF atua como uma ferramenta decisiva para a estabilização financeira, porém sua efetividade como alicerce da sustentabilidade de longo prazo configura um processo em evolução, dependente da maturidade institucional e das escolhas estratégicas adotadas.

Palavras-chave: Sociedade Anônima do Futebol; Sustentabilidade Financeira; Clubes de Futebol; Tributação; Governança.

ABSTRACT: Law No. 14.193/2021 established the Football Joint-Stock Company (*Sociedade Anônima do Futebol* - SAF) as a new corporate model for Brazilian clubs, aiming to overcome historical crises and promote sustainability. This study analyzes the impacts of adopting the SAF model on the clubs' financial sustainability, with attention to the role of tax restructuring instruments. Using a quali-quantitative approach and analyzing the financial statements of seven Serie A clubs (2019-2024), the results reveal that transformation into a SAF significantly improves liquidity and reduces indebtedness, but its impact on profitability is mediated by each club's capital and governance profile. It is concluded that the SAF acts as a decisive tool for financial stabilization; however, its effectiveness as a foundation for long-term sustainability constitutes an ongoing process, dependent on institutional maturity and the strategic choices made.

KEYWORDS: Football Joint-Stock Company (SAF); Financial Sustainability; Football Clubs; Taxation; Governance.

1-INTRODUÇÃO

O futebol brasileiro ocupa posição de destaque mundial, não apenas pela tradição esportiva e conquistas em campo, mas também pela sua dimensão social, cultural e econômica. Os clubes, historicamente organizados sob a forma de associações sem fins lucrativos, enfrentaram ao longo das últimas décadas graves problemas de gestão, elevados níveis de

¹ Bacharelado em Ciências Contábeis pela Pontifícia Universidade Católica de Goiás. Av. Universitária, 1440 - Setor Leste Universitário, Goiânia - GO, 74605-010. e-mail: leandrosilvestre001@outlook.com.br.

² Docente da Pontifícia Universidade Católica de Goiás. Av. Universitária, 1440 - Setor Leste Universitário, Goiânia - GO, 74605-010. e-mail: ednaaraujo@pucgoias.edu.br.

endividamento e recorrentes crises financeiras, que impactaram diretamente sua capacidade de investimento e competitividade. Nesse cenário, emergiu a necessidade de modelos alternativos de estruturação organizacional que permitissem maior profissionalização e sustentabilidade de longo prazo.

A promulgação da Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021, instituiu a Sociedade Anônima do Futebol (SAF), criando uma alternativa jurídica e regulatória específica. Inspirada em modelos consolidados em outros países, a SAF busca conciliar a prática esportiva com uma gestão empresarial orientada por princípios de governança, transparência e responsabilidade fiscal. Além de prever um regime tributário diferenciado, o Tributo Específico do Futebol (TEF), a legislação estabelece regras para a administração e o financiamento dos clubes, visando à atração de investimentos, à renegociação de dívidas e à criação de um ambiente mais seguro para credores e investidores.

Desde então, observa-se rápida expansão do modelo. De acordo com levantamento do Observatório Social do Futebol (2025), vinculado ao Laboratório de Estudos em Mídia e Esporte da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ), até setembro de 2025 o total de clubes constituídos como SAF chegou a 122. Contudo, a adoção do novo formato tem suscitado debate acadêmico e prático acerca de seus reais efeitos sobre a gestão financeira e a sustentabilidade econômica. Embora os benefícios esperados incluam maior disciplina fiscal, melhor estrutura de governança e transparência, os resultados efetivos ainda se encontram em processo de consolidação, o que torna o tema atual e relevante para a literatura contábil, tributária e de gestão esportiva.

Estudos anteriores sobre o tema têm se concentrado, em grande medida, em análises comparativas entre clubes que permaneceram sob a forma associativa e aqueles que poderiam se beneficiar do regime SAF, discutindo vantagens e desvantagens tributárias (ex.: redução de encargos, possibilidade de renegociação de dívidas e simplificação fiscal).

Pesquisas mais recentes, como as de Ferreira e Szuste (2024), Corrêa et al. (2025) e Machado (2025), apontam resultados convergentes: a criação das SAFs tem proporcionado melhoria nos índices de liquidez, especialmente no curto prazo, mas sem alteração significativa da rentabilidade.

Apesar do avanço desses estudos, observa-se escassez de análises empíricas integradas que, partindo da premissa da SAF como ferramenta de reestruturação financeira, avaliem seus efeitos concretos sobre a sustentabilidade econômico-financeira dos clubes, considerando a heterogeneidade de suas trajetórias. A literatura ainda trata de forma marginal como os instrumentos específicos do novo modelo, em especial, o regime TEF e as possibilidades de

renegociação de passivos, se relacionam com a evolução dos indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade.

Nesse enfoque, a pesquisa foi delimitada à seguinte questão: De forma a adoção do modelo de Sociedade Anônima do Futebol (SAF) impactou a sustentabilidade econômico-financeira dos clubes brasileiros que já adotaram essa estrutura, e qual o papel dos instrumentos de reestruturação tributária nesse processo?

Teve-se então como objetivo geral analisar os impactos da adoção do modelo SAF na sustentabilidade econômico-financeira dos clubes brasileiros. De modo específico, buscou-se: discutir as particularidades da sustentabilidade financeira dos clubes de futebol enquanto associações sem fins lucrativos; apresentar os fundamentos e critérios da tributação específica contemplada na Lei nº 14.193/2021; e correlacionar a evolução dos indicadores econômicos e financeiros com a gestão dos passivos tributários no novo modelo.

2-REFERENCIAL TEÓRICO

Apresenta-se, a seguir, a base teórica na qual está fundamentado o estudo, de acordo com os objetivos e investigações propostas.

2.1 ASSOCIAÇÕES SEM FINS LUCRATIVOS (ASFL) NO FUTEBOL BRASILEIRO: ESTRUTURA E LIMITAÇÕES

Historicamente, os clubes de futebol no Brasil se constituíram sob a forma jurídica de associações civis sem fins lucrativos (ASFL), modelo que expressava a natureza social, recreativa e comunitária do esporte nacional. Essa estrutura, prevista nos artigos 53 a 61 do Código Civil Brasileiro (Lei nº 10.406/2002), define a associação como “a união de pessoas que se organizam para fins não econômicos”, sendo vedada a distribuição de eventuais excedentes ou patrimônio entre seus associados (Brasil, 2002).

Assim, os clubes associativos nasceram com o propósito de promover o esporte, a cultura e o convívio social, baseando-se na autogestão democrática e na representatividade política dos sócios por meio de assembleias gerais e conselhos deliberativos.

Esse formato associativo se mostrou adequado enquanto o futebol mantinha um caráter predominantemente amador e comunitário. As características básicas do futebol eram o lazer, a diversão, a formação de vínculos de pertencimento entre os indivíduos (Elias; Dunning, 1995). Contudo, com o processo de profissionalização e mercantilização do esporte, especialmente a partir da década de 1990, a estrutura das associações civis passou a revelar limitações significativas para a sustentabilidade econômica e competitividade dos clubes. A lógica

mercantilista trouxe à evidência os fatores econômicos, políticos, culturais e sociais que envolvem essa prática desportiva (Dacin, Beal e Ventresca, 1999). A ausência de fins lucrativos e a proibição de distribuição de resultados impediram que essas entidades captassem recursos por meio de investidores privados ou emissão de ações, mantendo uma dependência quase exclusiva de receitas de bilheteria, direitos de transmissão e patrocínios.

Além das restrições financeiras, outro fator crítico foi o modelo de governança. Os clubes associativos tendem a apresentar processos de decisão marcados por ciclos eleitorais curtos, falta de transparência e práticas administrativas centralizadas, frequentemente conduzidas por dirigentes eleitos entre os próprios associados, e nem sempre com qualificação técnica compatível (Monfardini, 2020). Nessa linha, a carência de mecanismos formais de controle interno e de governança corporativa contribuiu para a insolvência, recorrência de gestões deficitárias e endividamento estrutural, com sérios impactos sobre o desempenho esportivo e financeiro (Hamil, et al., 2004).

No plano jurídico, a Lei Pelé, Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998, representou um marco regulatório ao consolidar deveres e responsabilidades dos administradores das entidades desportivas, impondo a obrigatoriedade de transparência na gestão, responsabilidade pelos atos de administração temerária e publicação de demonstrativos contábeis auditados (Brasil, 1998).

Posteriormente, a Lei nº 13.155, de 04 de agosto de 2015, que instituiu o Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro (Profut), reforçou a exigência de boas práticas de governança, condicionando benefícios fiscais e parcelamentos tributários à observância de princípios de gestão responsável, sustentabilidade e prestação de contas.

Essas normas, de modo conjunto, introduziram no ambiente do futebol brasileiro obrigações de governança semelhantes às do setor empresarial, exigindo que as associações publicassem balanços anuais auditados segundo as normas do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), bem como divulgassem seus estatutos e relatórios de gestão. Como observa De Paula (2020), esse conjunto normativo inaugurou um processo gradual de profissionalização da gestão esportiva, embora sem alterar a essência associativa dos clubes.

A partir de 2021, com a criação da Sociedade Anônima do Futebol (SAF) pela Lei nº 14.193/2021, muitos clubes passaram a reavaliar sua estrutura jurídica. A SAF introduziu um modelo empresarial capaz de atrair investidores, emitir ações e captar recursos de mercado, mantendo, contudo, a possibilidade de coexistência com a associação civil. Assim, diversas entidades optaram por um modelo híbrido, em que a associação mantém o controle político e identitário, enquanto a SAF assume a gestão financeira e operacional.

Essa transição ilustra um movimento de convergência entre o associativismo e a lógica empresarial, no qual a busca pela sustentabilidade financeira se torna imperativa para a sobrevivência das instituições esportivas. A literatura recente enfatiza que a profissionalização da gestão, a transparência contábil e a adoção de mecanismos de governança corporativa são condições indispensáveis para a longevidade dos clubes, temas que serão aprofundados no próximo tópico.

Portanto, a estrutura associativa, com suas limitações de governança e financiamento, criou um cenário de insustentabilidade financeira crônica, contexto que justifica a busca por um novo modelo societário capaz de atrair capital e impor disciplina gerencial.

2.2 SUSTENTABILIDADE FINANCEIRA E O DESAFIO TRIBUTÁRIO NOS CLUBES

A sustentabilidade financeira dos clubes brasileiros tem sido amplamente debatida por pesquisadores e órgãos de controle esportivo. Apesar da expansão das receitas oriundas de direitos de transmissão, bilheteria, marketing e premiações esportivas, grande parte dos clubes mantém estruturas de custos incompatíveis com sua realidade financeira (Minatto e Borba, 2021). Esses custos incluem folha salarial, contratações de atletas, gastos administrativos e tributários, muitas vezes não sustentáveis no médio prazo. O modelo tradicional de gestão associativa, baseado em ciclos políticos e decisões de curto prazo, tende a privilegiar resultados esportivos imediatos em detrimento da estabilidade econômico-financeira.

Ademais, as decisões de investimento muitas vezes ignoram análises de retorno financeiro, o que provoca divergência entre performance esportiva e a viabilidade econômica, gerando déficits crônicos (Marotz, Marquezan e Diehl, 2020). A ausência de práticas de *compliance*, controles internos e orçamento estruturado não apenas favorece a criação de déficits sucessivos, mas também leva ao acúmulo crescente de dívidas tributárias, trabalhistas e cíveis.

Nesse contexto, o relatório apresentado pela EY Ernst & Young, Daniel e Rocha (2024), demonstra o montante de endividamento dos clubes brasileiros. O levantamento, que abrange os clubes que disputaram as Séries A e B do Campeonato Brasileiro em 2023, e que publicaram as Demonstrações Financeiras em seu sítio eletrônico próprio, indica que em 2023, o endividamento líquido total dos clubes alcança R\$12,3 bilhões. Deste valor, cerca de R\$2,1 bilhões refere-se à endividamento com empréstimos, e R\$4,1 bilhões com endividamento tributário.

As dívidas tributárias tiveram aumento em 8%, sendo que, desde 2015, apresentaram crescimento constante, representando, em 2023, evolução de 64% com relação ao valor devido pelos clubes em 2015, equivalente a um acréscimo de R\$ 1,5 bilhão.

Nesse sentido, a Lei nº 14.193/2021 (Lei da SAF) representa um marco, por combinar governança, reestruturação de passivos e acesso a novas formas de financiamento, como as debêntures-fut, mecanismos compatíveis com o planejamento financeiro de longo prazo.

Nesse contexto, para avaliar a sustentabilidade financeira, a literatura destaca a importância da utilização de indicadores econômico-financeiros, capazes de representar a capacidade de pagamento, geração de caixa, rentabilidade e grau de endividamento dos clubes (Marotz, et. al, 2024). Assim, os índices de liquidez (curto prazo), rentabilidade (desempenho) e endividamento (risco) são fundamentais para diagnosticar as reais condições de solvência e continuidade operacional.

Assim, a sustentabilidade financeira no futebol ultrapassa a mera capacidade de pagar dívidas: envolve planejamento estratégico, governança, transparência, equilíbrio estrutural e uso de indicadores contábeis para orientar as decisões gerenciais. São esses os pilares de uma gestão profissional, que a Lei das SAFs busca institucionalizar como um novo padrão para o futebol brasileiro.

Dentre os diversos pilares para a sustentabilidade financeira, a gestão dos passivos tributários merece destaque especial no contexto brasileiro. Como evidenciado pelos dados do relatório da EY (2024), as dívidas tributárias representam parcela significativa e crescente do endividamento dos clubes, constituindo um obstáculo crônico à geração de caixa e à solvência. Portanto, qualquer modelo que vise à sustentabilidade, como a SAF, deve oferecer mecanismos eficazes para abordar essa questão, seja através de incentivos, seja através de ferramentas para reestruturação desses passivos.

Assim, a análise da sustentabilidade financeira pós-SAF torna-se imperativa, exigindo o uso de indicadores robustos para verificar se o novo modelo é capaz de reverter o quadro de endividamento e gerar equilíbrio econômico de longo prazo.

2.3 A LEI Nº 14.193/2021: GOVERNANÇA, FINANCIAMENTO E REESTRUTURAÇÃO

Tendo em vista a necessidade premente de superar os entraves à sustentabilidade financeira - com destaque para a questão tributária -, a Lei nº 14.193/2021 instituiu a Sociedade Anônima do Futebol (SAF), propondo um modelo societário com instrumentos específicos para enfrentar tais desafios

A promulgação da Lei nº 14.193/2021 instituiu o modelo da Sociedade Anônima do Futebol (SAF), introduzindo uma estrutura jurídico-empresarial voltada à profissionalização e à transparência da gestão esportiva (Brasil, 2021). Como enfatizam Soares (et al, 2022), a lei da SAF inova no Sistema Nacional do Desporto, trazendo, de forma facultativa, uma nova modalidade de organização social para as entidades de prática desportiva. Assim, o preceito básico está relacionado à finalidade de contribuir com o resgate do ambiente futebolístico no país, buscando o desenvolvimento também como atividade empresarial e econômica.

A criação do modelo SAF não foi um fato isolado, mas uma resposta legislativa à crônica crise financeira e gerencial que assolava os clubes brasileiros. Como abordado anteriormente, problemas como gestão cartorial, ausência de transparência, endividamento elevado e confusão patrimonial entre o clube e seus dirigentes eram comuns sob a égide da Lei Pelé (Lei nº 9.615/1998), que conferia ampla autonomia às entidades desportivas, mas sem impor os mecanismos de controle e profissionalização necessários. Nesse sentido, a Lei das SAFs surge como um instrumento legal para fomentar investimentos e impor um novo paradigma de governança, obrigatória para a nova sociedade, mas facultativa para os clubes existentes, que podem aderir ao modelo por meio de uma das três vias de constituição

Do ponto de vista da constituição, a lei admite três vias, que podem ser escolhidas conforme a realidade do clube e do investidor: (i) transformação da pessoa jurídica preexistente; (ii) cisão do departamento de futebol com transferência de ativos, contratos e direitos relacionados; e (iii) constituição originária por investidor com posterior aporte dos ativos do futebol (Brasil, 2021).

Em todos os cenários, exige-se a denominação contendo “Sociedade Anônima do Futebol” ou “S.A.F.”, com o objetivo de sinalizar a separação patrimonial e a identidade jurídica própria, requisito destacado tanto no texto legal quanto na análise doutrinária (Brasil, 2021). Segundo Brasil e Alves (2023, p. 15), “a SAF pode ser constituída pela iniciativa de pessoa natural ou jurídica ou de Fundo de Investimento. Neste caso não há um clube anteriormente constituído, a SAF surge do zero.”, e com os requerimentos da Lei nº 6.404 de 1976, que institui a Lei da Sociedade Anônima.

Um dos aspectos mais inovadores e estratégicos da lei é o estabelecimento de salvaguardas para o clube original – frequentemente denominado “clube-mãe” ou “entidade desportiva detentora do S.A.F.” – que opta pela cisão de seu futebol. Para assegurar a perenidade da entidade e evitar seu esvaziamento, a legislação exige que o clube-mãe mantenha, no mínimo, 10% do capital social e 5% do capital votante da SAF, garantindo assim uma participação societária e voz na nova empresa (Brasil, 2021). Ademais, o estatuto social da SAF

deve prever cláusulas de intransmissibilidade temporária dessas ações do clube-mãe, impedindo sua alienação por um período determinado e consolidando uma relação estável e duradoura entre as partes. Esse mecanismo tem como propósito assegurar que o clube, mesmo profissionalizando seu futebol, preserve seu legado e tenha influência sobre seu destino esportivo.

Em governança, a Lei da SAF reforça a transparência (demonstrações auditadas e divulgação periódica) e cria barreiras à participação cruzada para mitigar conflitos competitivos: o controlador de uma SAF não pode controlar outra, e participações relevantes em múltiplas SAFs sofrem restrições (Brasil, 2021; CVM, 2023; Nascimento, 2023). Esses dispositivos aproximam a gestão do futebol de padrões de companhias abertas, favorecendo responsabilidade e proteção a minoritários, um ponto recorrente na literatura que conecta governança e sustentabilidade financeira (Salomão 2024; Freire, 2023).

Ainda sobre governança, Nascimento (2022) ressalta que a Lei nº 14.193/2021 estabelece que a SAF possua um conselho de administração e um conselho fiscal, diferentemente do que ocorria com a Lei nº 9.615/1998 (Lei Pelé). Este é um marco regulatório significativo, pois a Lei Pelé, ao disciplinar as entidades de prática desportiva, não impunha tal estrutura de governança corporativa. O feito em relação à obrigatoriedade do conselho de administração é ainda mais inédito quando contrastado com a Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), que, embora seja a referência, não torna o conselho obrigatório, permitindo legalmente a administração de uma empresa apenas pelos diretores. Dessa forma, a Lei das SAFs impõe um padrão de governança mais rígido e transparente do que a legislação societária geral e a legislação desportiva anterior, visando conferir maior segurança jurídica e profissionalismo à gestão dos clubes.

Outro ponto representativo se refere ao financiamento. Além das emissões de ações e dos instrumentos já previstos na Lei das S.A., a Lei 14.193/2021 criou as debêntures-fut, título de dívida voltado ao desenvolvimento da atividade futebolística e ao equacionamento financeiro, com regras de destinação e prazos compatíveis com a natureza do setor (Brasil, 2021; Salomão, 2024). A interpretação regulatória da CVM enfatiza a necessidade de observância às normas do mercado de valores mobiliários, conectando a SAF ao ecossistema de captação formal (CVM, 2023).

2.3.1 Regime de Tributação Específica do Futebol (TEF)

Um dos elementos centrais introduzidos pela Lei nº 14.193/2021 é o Regime de Tributação Específica do Futebol (TEF), que substitui a incidência de tributos federais (IRPJ,

CSLL, PIS e COFINS) por uma alíquota única de 5% sobre a receita bruta, reduzida para 4% a partir do quinto ano de adoção. Além disso, as receitas de cessão de direitos desportivos ficam excluídas da base no quinquênio inicial e incluídas a partir do sexto ano (Brasil, 2021; Silva, 2025).

Cabe evidenciar que segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Parecer de Orientação nº 41/2023), embora o TEF seja um regime tributário, sua operação dialoga com o mercado de capitais quando a SAF acessa recursos para financiar suas operações, exigindo observância das normas de divulgação e de governança compatíveis com emissores regulados.

De acordo com Sacramento (2023), o desenho do TEF busca trocar um mosaico de tributos e bases diferentes por um percentual único sobre as receitas mensais recebidas, o que dá previsibilidade ao fluxo e facilita o planejamento de curto prazo, especialmente no período de reestruturação. Com isso, a unificação reduz a pressão operacional e melhora a leitura de cenários de receita, embora não elimine outros tributos fora do documento unificado que seguem regras próprias.

É importante contextualizar que a relação entre o Estado e o futebol sempre teve contornos fiscais específicos. Conforme a análise de Almeida (2022), anteriormente ao regime tributário estabelecido pela TEF e pelas regras da SAF, ainda como associações civis, possuía diversos benefícios fiscais como isenções em IRPJ, COFINS, CSLL. Com as reformas da Lei Pelé, as associações civis foram equiparadas a sociedades empresariais, porém não alcançavam os clubes na forma tributária. Desta forma, para o autor a análise do regime tributário aplicado a SAF demonstra que o estado tem custeado os clubes através das isenções. Assim, a SAF deixa regras rígidas para clubes que estejam em programas de refinanciamento do governo federal.

Vale ressaltar que a Lei Complementar nº 214/2025 reformula o TEF a partir de 1º de janeiro de 2027, adequando-o ao novo sistema do Imposto sobre Bens e Serviços (IBS) e da Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS), previstos na reforma tributária. Conforme Swerts (2025), essa mudança busca alinhar o regime às práticas do IVA dual, o que poderá elevar a carga tributária efetiva, mas em troca de maior uniformidade e transparência, integrando definitivamente o futebol ao regime comum das empresas.

Assim, o TEF consolida-se como um pilar da transição do futebol brasileiro, combinando um incentivo fiscal claro com a contrapartida de uma gestão empresarial, auditada e conectada aos mecanismos formais de captação de recursos, impactando diretamente a sustentabilidade e a confiabilidade financeira do futebol brasileiro.

Espera-se, portanto, que o TEF, ao simplificar a carga tributária e oferecer previsibilidade, impacte diretamente indicadores de liquidez (reduzindo saídas de caixa

imprevistas) e de endividamento (viabilizando a quitação ou alongamento de passivos fiscais). Seu efeito sobre a rentabilidade, contudo, pode ser mais indireto e condicionado à eficiência operacional da gestão.

Dessa forma, mais do que um mero benefício fiscal, o TEF pode ser um pilar estratégico para a sustentabilidade financeira das SAFs. Ao substituir um regime complexo por uma alíquota única sobre a receita, ele visa proporcionar previsibilidade de caixa – variável crítica para os indicadores de liquidez – e criar espaço orçamentário para a renegociação de passivos.

2.4 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

A análise das demonstrações contábeis constitui instrumento essencial para avaliar a sustentabilidade financeira e o desempenho econômico dos clubes e SAFs. Segundo Niyama e Silva (2021), os indicadores contábeis permitem compreender a capacidade de geração de caixa, endividamento e rentabilidade, aspectos fundamentais para a continuidade operacional.

Conforme Iudícibus (2010), a análise das demonstrações contábeis busca diagnosticar a situação econômica e financeira, identificar tendências e apoiar decisões gerenciais. Essa interpretação está ancorada nos princípios de relevância e fidedignidade das informações contábeis, conforme as Normas Brasileiras de Contabilidade (NBCs) (CFC, 2019).

A análise horizontal revela a evolução temporal das contas, permitindo observar tendências estruturais de crescimento ou retração. Já a análise vertical demonstra a composição das demonstrações em determinado período, indicando a proporção de cada item no total, por exemplo, a participação das despesas operacionais na receita líquida (Iudícibus, 2010). No contexto dos clubes de futebol, essas análises permitem distinguir variações conjunturais (como aumento pontual de receitas por venda de atletas) de mudanças estruturais, associadas à gestão de longo prazo.

Complementarmente, indicadores como Liquidez Corrente (para capacidade de pagamento no curto prazo), Endividamento Geral (para a estrutura de capital) e Margem Líquida (para rentabilidade das operações), oferecem uma leitura sintética da saúde financeira. Nesse aspecto, Matarazzo (2010) destaca que os índices devem ser observados de forma combinada e comparativa, enquanto Assaf Neto (2020) enfatiza que o valor analítico está nas tendências ao longo do tempo e nos *benchmarks* setoriais, e não em números isolados.

Dessa forma, os indicadores econômico-financeiros constituem a base empírica deste estudo para mensurar o grau de sustentabilidade antes e depois da transição para o modelo SAF, permitindo avaliar se a profissionalização e a mudança estrutural trazidas pela Lei nº

14.193/2021 efetivamente resultam em maior eficiência, transparência e equilíbrio financeiro nos clubes analisados.

3-METODOLOGIA

A pesquisa caracteriza-se como descritiva, com abordagem quali-quantitativa. Em consonância com o enfoque deste estudo, a pesquisa descritiva tem como objetivo elementar a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis (Evêncio et al, 2019). Neste estudo, busca-se descrever e relacionar as variáveis associadas à transformação em SAF e seus reflexos nos pilares da sustentabilidade financeira dos clubes.

O caráter quantitativo manifesta-se na aplicação de indicadores econômico-financeiros sobre os demonstrativos contábeis publicados pelos clubes, propiciando observar tendências e comparações objetivas. Conforme Will (2012), a pesquisa quantitativa possibilita realizar análise refletindo os resultados em números, possibilitando a classificação, e as análises correspondentes. A dimensão qualitativa decorre da análise interpretativa de fatos e estratégias de gestão adotadas pelos clubes no período pós-adoção do modelo SAF, buscando estabelecer correlações entre decisões e estratégias e o desempenho econômico-financeiro. Nessa abordagem prevalece o caráter investigativo, em que, de modo indutivo, a pesquisa possa descrever a situação observada (Mello, 2014).

O delineamento da metodologia contemplou as seguintes etapas:

3.1 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

A amostra, não probabilística e intencional, foi composta por sete clubes que participaram do Campeonato Brasileiro da Série A de 2024 que já haviam se transformado em Sociedade Anônima do Futebol (SAF) e disponibilizavam demonstrações auditadas do período anterior e posterior à mudança: Bahia Esporte Clube (2021), Botafogo de Futebol e Regatas (2022), Cuiabá Esporte Clube (2021), Clube Atlético Mineiro (2023), Clube de Regatas Vasco da Gama (2022), Cruzeiro Esporte Clube (2021) e Fortaleza Esporte Clube (2023).

3.2 ANÁLISE DE CONTEÚDO

Foi adotada a técnica de análise de conteúdo (Bardin, 2011), aplicada aos documentos coletados. De acordo com a autora a análise perpassa pelas seguintes etapas 1) pré-análise; 2) exploração do material, categorização ou codificação; 3) tratamento dos resultados, inferências e interpretação. A validade dos achados resulta da integração coerente e sistemática entre essas

fases, sendo que a acuidade na organização da investigação evita ambiguidades, se constituindo em uma premissa elementar.

Nessa perspectiva, foram estabelecidas três categorias de análise: (i) comportamento das obrigações tributárias; (ii) relação dessas obrigações com os mecanismos ou estratégias de gestão, e (iii) os efeitos sobre a situação econômico-financeira.

3.3 ANÁLISE POR INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Além da análise qualitativa e tributária, foram calculados seis indicadores econômico-financeiros com base nas demonstrações contábeis, para permitir maior comparabilidade entre os clubes e captar dimensões distintas de desempenho. Os indicadores selecionados foram:

- a) Liquidez Corrente – mede a capacidade de honrar obrigações de curto prazo com os ativos circulantes.
- b) Liquidez Imediata – verifica a suficiência de caixa e equivalentes de caixa frente às obrigações circulantes, sendo mais restritiva que a liquidez corrente.
- c) Índice de Endividamento – indica a proporção de capital de terceiros (dívidas) em relação ao seu patrimônio total ou próprio
- d) Composição do Endividamento – mostra a proporção das dívidas de curto prazo em relação ao total das obrigações da empresa
- e) Retorno sobre o Ativo (ROA) – mensura a eficiência da utilização dos ativos na geração de lucros.
- f) Margem de Lucro – expressa o percentual de lucro líquido obtido sobre a receita líquida, refletindo eficiência operacional.

A definição desse conjunto de indicadores justifica-se por contemplar três dimensões complementares no enfoque do estudo a) liquidez e solvência, refletindo a capacidade de pagamento no curto prazo; b) estrutura de capital e endividamento, captando o equilíbrio entre recursos próprios e de terceiros; e c) rentabilidade e desempenho operacional, evidenciando a geração de resultados em relação às receitas, ativos e patrimônio líquido. A seleção deste conjunto buscou abranger as dimensões fundamentais para a análise da sustentabilidade financeira: a solvência de curto prazo (liquidez), a estrutura de capital e risco (endividamento) e a eficiência e geração de valor (rentabilidade).

O banco de dados foi organizado em planilha Excel, e na sequência foi realizada a análise, com a elaboração de relatórios dos indicadores. Para o tratamento dos dados foi utilizado o *software* estatístico Stata® 12.0. Ressalta-se que em decorrência das diferentes datas de adesão ao SAF, foi gerada a mediana antes e depois da adoção do modelo SAF, para cada clube, considerando os dados disponíveis de 2019 até 2024, exceto caso do Bahia (2021 até 2024).

4-RESULTADOS E DISCUSSÃO

Os resultados estão organizados em duas etapas complementares. Inicialmente, apresentam-se os principais marcos e características da adoção do modelo SAF pelos clubes selecionados, com destaque para aspectos institucionais e societários. Esse resgate contextual possibilita compreender as estratégias adotadas por cada entidade no momento da transformação, bem como as medidas posteriores que influenciaram seu desempenho.

Na sequência, apresenta-se a evolução dos indicadores econômico-financeiros, de modo a identificar os reflexos da adoção do modelo SAF na estrutura patrimonial, financeira e econômica. A discussão está fundamentada em evidências obtidas nas demonstrações contábeis, articuladas à literatura sobre gestão e sustentabilidade financeira dos clubes.

4.1 PROCESSO DE ADESAO AO MODELO SAF E ANÁLISES ECONÔMICO-FINANCEIRAS

4.1.1 Bahia Esporte Clube

O Esporte Clube Bahia, fundado em 1931 (Esporte Clube Bahia, s.d.), transformou-se em Sociedade Anônima do Futebol (SAF) a partir dos dispositivos da Lei nº 14.193/2021. O processo resultou na alienação do controle a um investidor estrangeiro, com o City Football Group (CFG) assumindo 90% do capital em 2023, em operação estimada em cerca de US\$ 200 milhões, restando 10% para a associação (*City Football Group, 2023; Frontoffice Sports, 2023*). Este formato de SAF com controle externo e aporte volumoso contrasta com modelos de capital nacional ou associativo, configurando um caso analítico relevante para o estudo (Esporte Clube Bahia, 2024).

Pela análise dos índices verificou-se que entre 2019 e 2022 (período antes SAF), o Bahia apresentava forte desequilíbrio financeiro, com liquidez corrente abaixo de 25% e endividamento superior a 240%, evidenciando patrimônio líquido negativo. Essa situação se agravou até 2022, com passivos superiores a R\$ 350 milhões e ausência de geração de caixa. A partir de 2023, após a transformação societária e os aportes do CFG, os indicadores apontaram melhora expressiva da liquidez, com elevação da liquidez corrente para 61,13% e imediata para 51,35%, decorrente do aumento de caixa e da renegociação das dívidas.

O endividamento total, embora ainda elevado, apresentou queda significativa, associada à reestruturação e alongamento de prazos. No entanto, os indicadores de rentabilidade (ROA e Margem de Lucro) permaneceram negativos, refletindo a dificuldade de converter a capitalização em desempenho econômico sustentável. A reorganização patrimonial foi

acompanhada por déficits contábeis, reforçando que o foco inicial da SAF foi o replanejamento financeiro, não a lucratividade imediata.

Observa-se, portanto, que o caso do Bahia é paradigmático da atuação da SAF como um instrumento de reestruturação financeira voltado para a sustentabilidade. A expressiva melhora nos índices de liquidez corrente e imediata pós-2023 – indicadores críticos da capacidade de pagamento no curto prazo – demonstra um impacto direto na dimensão mais imediata da sustentabilidade.

Esse resultado decorre da combinação de dois mecanismos-chave do novo modelo: (1) o maciço aporte de capital do investidor estrangeiro (City Football Group), que injetou recursos líquidos, e (2) a utilização das ferramentas jurídico-tributárias da SAF para renegociar e alongar passivos, conforme previsto na Lei nº 14.193/2021. Ainda que os indicadores de rentabilidade permaneçam negativos, sinalizando que a sustentabilidade econômica de longo prazo ainda está em construção, a transformação promoveu uma mudança estrutural vital: a transição de um estado de insolvência iminente para uma base financeira reorganizada e com maior folga operacional. Isso corrobora a premissa de que o modelo SAF atua primeiro na estabilização financeira (liquidez e endividamento), criando as condições para, posteriormente, buscar a rentabilidade sustentável.

Sendo assim, os resultados do Bahia refletem o padrão observado em clubes com capitalização via investidor estratégico: melhora estrutural da liquidez e redução de riscos de insolvência; manutenção de prejuízos contábeis no curto prazo, e dependência de aportes externos e de receitas futuras para equilíbrio operacional. Tais achados convergem com os estudos de Rogerio Silva (2024), que apontam que os primeiros ciclos das SAFs, concentram-se em ajustes patrimoniais e financeiros, com possíveis efeitos sobre o desempenho econômico apenas no médio prazo.

4.1.2 Botafogo de Futebol e Regatas

O Botafogo de Futebol e Regatas, clube histórico fundado em 1942 (Botafogo, s.d.), constituiu sua SAF em janeiro de 2022 (Botafogo, 2022). O modelo adotado seguiu o padrão de alienação de controle a um investidor estrangeiro, com o grupo Eagle Football Holdings, de John Textor, adquirindo 90% do capital da Botafogo SAF, enquanto a associação manteve 10% (Globo Esporte, 2022a; Botafogo, s.d.). Os trâmites formais e a entrada em vigor do acordo consolidaram-se no primeiro semestre de 2022 (ESPN, 2022a; Globo Esporte, 2022). Assim como o Bahia, este caso exemplifica a via de reestruturação via capital externo majoritário, permitindo analisar os efeitos de um aporte privado na reorganização patrimonial de um clube

tradicional.

Ao analisar o balanço patrimonial e os indicadores entre 2019 e 2021, observou-se que o Botafogo possuía dívidas muito altas, tanto no seu passivo circulante quanto no não circulante, a liquidez corrente apresentou índices entre 0,10 e 0,11 e a liquidez imediata quase zero, o que supõe a falta de caixa para pagar contas do dia a dia. Nesse mesmo período o índice de endividamento ficou entre 5,4 e 7,4, demonstrando sinal de incapacidade para cumprimento de obrigações. Com a SAF a partir de 2022, o índice de endividamento apresenta melhora ficando em 1,4 em 2022, a 1,12 em 2024, indicando a melhora das dívidas sobre a capacidade do ativo. A curto prazo, a liquidez corrente sobe em 2023 para 0,73 e cai em 2024 para 0,53, a liquidez geral seguiu abaixo de 1, e a liquidez imediata só obteve melhora em 2024 com 0,1, demonstrando uma folga de caixa para obrigações porém com atenção ao curto prazo, que apresenta pressão com obrigações.

Em termos de gestão, observou-se que o passivo não circulante ganhou folga frente ao passivo circulante, onde grande parte das obrigações permaneceram no circulante enquanto houve redução do não circulante, ainda demonstrando o aperto para cumprir obrigações. Também se observou a necessidade de capital de giro, pois a diferença entre a liquidez corrente e a liquidez imediata, demonstra que a dependência de recebíveis. A entrada do investidor externo melhora a gestão de recursos e obrigações, com grande impacto em 2024 na geração de ativo, mas ainda não é o suficiente para deixar o patrimônio líquido positivo.

Referente aos tributos, observou-se que eles se mantiveram estáveis a curto prazo, porém com valores elevados antes da SAF, com tributos parcelados variou entre R\$ 286 milhões em 2019 a R\$ 235 milhões em 2021 e caem de forma significativa no período pós SAF, em R\$ 21 milhões em 2022, R\$ 95 milhões em 2023 e aumento para 154 milhões em 2024, o que demonstra organização nos tributos e atenção nos últimos resultados.

A trajetória do Botafogo ilustra com clareza a transição de um estado de insustentabilidade financeira crítica – caracterizada por liquidez insignificante e endividamento extremo no período associativo – para um processo de reestruturação pós-SAF. Embora o aporte do investidor John Textor seja um fator central para a melhoria dos indicadores, a análise dos passivos tributários revela um mecanismo específico e estratégico do novo modelo. A redução drástica do valor das obrigações tributárias parceladas (de uma faixa de R\$ 235-286 milhões para R\$ 21 milhões em 2022) sugere uma renegociação profunda e um alongamento de prazos, operações viabilizadas pela nova estrutura jurídica e pelo ambiente regulatório da SAF.

Esse movimento não se limita a um simples aporte; ele atua diretamente na gestão do passivo, liberando pressão de curto prazo e constituindo um componente explicativo

fundamental para a recuperação observada nos índices de liquidez e endividamento. O caso evidencia, portanto, como a SAF atua em duas frentes para promover sustentabilidade: a injeção de capital novo e a reestruturação eficaz dos passivos existentes, com o componente tributário desempenhando um papel decisivo nessa segunda frente

4.1.3 Cuiabá Esporte Clube

O Cuiabá Esporte Clube, fundado em 2001 (Cuiabá Esporte Clube, s.d.), foi reativado em 2009 sob gestão empresarial da família Dresch, consolidando um modelo de clube-empresa antes mesmo da Lei da SAF (Globo Esporte, 2025a). Sua transformação formal em SAF ocorreu em dezembro de 2021, sendo noticiada como a primeira de um clube da Série A (Primeira Página, 2021; Globo Esporte, 2021). Diferente de outros casos, não houve alienação de controle, tratando-se de uma conversão societária que formalizou uma gestão empresarial pré-existente. Este perfil o torna um caso fundamental para analisar a SAF como instrumento de consolidação, e não apenas de resgate financeiro.

Em 2025, a Cuiabá SAF tornou-se uma das primeiras a acessar o mercado de capitais com a emissão de debêntures-Fut (CDI + 5% e CDI + 7%), estruturadas pelo Banco Sear e avaliadas em até R\$ 20 milhões, destinadas ao financiamento de capital de giro e despesas operacionais (Globo Esporte, 2025a). Essa iniciativa confirma o perfil inovador do clube e a utilização dos instrumentos previstos na Lei da SAF como forma de diversificação do *funding*.

As análises indicam que no período pré-SAF (2019–2021), o Cuiabá apresentava estrutura patrimonial limitada e crescente endividamento, com ativo de R\$ 11,32 milhões em 2021 e passivos superiores ao patrimônio, resultando em déficit acumulado de R\$ 3,09 milhões. Os indicadores refletiam vulnerabilidade com endividamento de 124,96% e ROA negativo (-52,85%).

Após a transformação societária, verifica-se mudança expressiva na estrutura financeira e no desempenho econômico. Entre 2022 e 2024, o ativo total cresce cinco vezes, alcançando R\$ 151,4 milhões. Os indicadores de sustentabilidade financeira melhoram de forma notável: a liquidez corrente atinge 197,82% em 2024, refletindo folga financeira, enquanto o endividamento cai para 24,28%. Em contrapartida, os indicadores de rentabilidade evoluem de forma acentuada: a Margem de Lucro cresce de -7,82% (2021) para 31,58% (2024), e o ROA atinge 58,38%.

A liquidez corrente atinge 197,82% em 2024, refletindo folga financeira, embora a composição dos passivos ainda se concentre no curto prazo (95%), o que requer atenção à gestão do capital de giro. Em contrapartida, a rentabilidade melhora de forma acentuada: a

Margem de Lucro cresce de -7,82% (2021) para 31,58% (2024), e o ROA atinge 58,38%, demonstrando ganhos de eficiência operacional e financeira.

A análise evidencia que a transformação em SAF reforçou um modelo já empresarial, com efeitos predominantemente institucionais e de governança mais do que estruturais. Diferentemente dos clubes que dependem de expressivos aportes externos, a sustentabilidade financeira do Cuiabá foi construída sobre a eficiência operacional e o uso estratégico dos instrumentos da nova legislação, como as debêntures-fut, que diversificaram suas fontes de recursos, com custos e prazos definidos.

Entende-se que este caso demonstra que a SAF pode funcionar menos como um resgate financeiro de emergência e mais como uma plataforma de consolidação e crescimento para clubes com gestão prévia disciplinada. O Cuiabá ilustra, portanto, uma via distinta para a sustentabilidade: a adoção do modelo societário para potencializar uma gestão já profissional, resultando em uma melhora simultânea e robusta nos pilares de liquidez, endividamento e – de forma mais destacada que nos outros casos – rentabilidade.

4.1.4 Clube Atlético Mineiro

O Clube Atlético Mineiro, fundado em 1908 (Clube Atlético Mineiro, s.d.), aprovou a criação de sua SAF em julho de 2023, com a alienação de 75% do capital à Galo Holding – veículo dos investidores nacionais conhecidos como "4R's" – e 25% à associação civil (Globo Esporte, 2023a; CNN, 2023). A formalização ocorreu em setembro do mesmo ano (Clube Atlético Mineiro, 2024a). Este caso representa o modelo de SAF com capital nacional controlador, diferenciando-se tanto das aquisições por grupos estrangeiros quanto do controle integralmente associativo.

A análise dos indicadores de 2019 a 2024 revela que o Atlético Mineiro manteve elevado grau de alavancagem e volatilidade operacional, mesmo após a constituição da SAF. A Liquidez Corrente oscilou entre 9% e 37%, enquanto a Liquidez Imediata permaneceu extremamente baixa (de 0,57% a 2,89%, exceto em 2023, quando atingiu 20,69%), demonstrando baixa capacidade de conversão de ativos em caixa e forte dependência de recebíveis. A situação de vulnerabilidade de curto prazo persiste, ainda que mitigada pontualmente pela entrada de capital da Galo Holding.

A Composição do Endividamento, por sua vez, mantém-se pressionada pelo curto prazo (41%–56%), indicando que boa parte das obrigações continua concentrada em vencimentos próximos, mesmo após a reestruturação.

Um dado crucial para a análise é a evolução do passivo tributário, que se manteve elevado e estável durante todo o período, em torno de R\$ 262 milhões (2019) e R\$ 387 milhões (2024). Este fato evidencia que a conversão para SAF não foi acompanhada de uma reestruturação significativa das obrigações fiscais. Em contrapartida, o ativo total cresce significativamente de R\$ 878 milhões (2019) para R\$ 3,2 bilhões (2024), refletindo aportes e reavaliações patrimoniais.

A leitura integrada dos indicadores e da estrutura patrimonial do Atlético Mineiro evidencia um processo de transição incompleto para a sustentabilidade financeira. Embora a SAF tenha viabilizado a capitalização e o aumento do ativo, a persistência de um passivo tributário expressivo e de baixíssima liquidez imediata sinaliza que a mera mudança societária, desacompanhada de uma gestão ativa dos instrumentos de reestruturação de passivos (como o alongamento e a quitação de débitos fiscais), tem efeito limitado na solução dos estrangulamentos de caixa.

Entende-se que o caso do Atlético retrata, assim, as limitações de um modelo de SAF focado predominantemente na reorganização societária e em aportes condicionados, em contraste com as SAFs que utilizaram o novo regime para uma renegociação profunda de seus passivos. Ele ilustra que, para a SAF cumprir seu papel de promover a sustentabilidade financeira, é necessário que os clubes utilizem as ferramentas jurídico-tributárias disponíveis, e não apenas a estrutura societária. O Atlético Mineiro se insere, portanto, no grupo de casos onde a SAF representou mais uma reorganização de controle do que uma transformação financeira plena, mantendo-o exposto aos riscos de liquidez que a legislação pretendia mitigar.

4.1.5 Clube Regatas Vasco da Gama

O Clube de Regatas Vasco da Gama, fundado em 1898 por imigrantes portugueses (Vasco da Gama, s.d.), transformou-se em SAF em agosto de 2022 (Vasco da Gama, 2022a). O modelo seguiu o padrão de alienação de controle a um investidor estrangeiro, com a norte-americana 777 Partners adquirindo 70% do capital e a associação mantendo 30% (ESPN, 2022b). Contudo, em um desenvolvimento crítico, o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro suspendeu os direitos societários do investidor em maio de 2024, devolvendo temporariamente o controle à associação – situação mantida em 2025 (Globo Esporte, 2024; Globo Esporte, 2025b).

A análise das demonstrações contábeis de 2019 a 2024 evidencia mudanças estruturais importantes, embora sem redução imediata do endividamento agregado. No período pré-SAF (2019–2021), o Vasco apresentava elevado grau de alavancagem, com índice de endividamento

médio superior a 280% (variação entre 2,83 e 2,96). A Liquidez Corrente situava-se entre 11% e 23%, refletindo dificuldades de cobertura do curto prazo, agravadas pela concentração de tributos e contribuições a recolher no passivo circulante e de parcelamentos fiscais e dívidas ajuizadas no passivo não circulante. Esse quadro demonstra forte dependência de renegociações tributárias e limitação de liquidez operacional, fatores recorrentes em clubes com desequilíbrio estrutural de receitas e despesas.

Com a constituição da SAF em 2022, o clube passou por reorganização patrimonial e financeira, com reclassificação de passivos e reconhecimento de ativos de longo prazo. O Índice de Endividamento sobe para 4,33 em 2022, em razão da reavaliação de dívidas e novos passivos de transição, caindo gradualmente nos anos seguintes, o passivo total segue superior ao ativo em 2023 e 2024.

Entre 2019 e 2021, as contas de tributos e contribuições a recolher no curto prazo, e de parcelamentos e Regime Centralizado de Execuções no longo prazo, constituíram as maiores parcelas do passivo total. No pós-SAF, o clube obteve maior previsibilidade de desembolsos por meio desses mecanismos de parcelamento, sem, contudo, reduzir substancialmente o montante total devido. Assim, a estrutura de dívida permanece pesada, e a pressão de curto prazo, embora atenuada, não desaparece, o que limita a capacidade de reinvestimento e manutenção de liquidez financeira.

O caso do Vasco da Gama ilustra a complexidade da transição SAF em contextos de endividamento crônico, em que a reestruturação jurídica e contábil melhora a transparência e a previsibilidade, mas não altera de imediato a solvência. A presença de um investidor estrangeiro majoritário, combinada a passivos fiscais expressivos e litígios societários, gera um ambiente de instabilidade institucional que compromete o pleno alcance dos objetivos da Lei nº 14.193/2021, notadamente, o equilíbrio econômico-financeiro e a profissionalização da gestão.

Do ponto de vista dos indicadores, o Vasco demonstra avanços graduais em liquidez e pequenas reduções na alavancagem, mas sem mudança estrutural em rentabilidade ou capacidade operacional. A permanência do passivo tributário como principal componente do endividamento reforça a necessidade de integração entre o modelo de SAF e políticas fiscais efetivas de recuperação. Além disso, a judicialização da relação entre investidor e associação é um fator de risco que diferencia o Vasco dos demais clubes estudados, podendo interromper fluxos de investimento e reverter ganhos contábeis observados nos anos iniciais.

Em perspectiva comparada, o Vasco se aproxima de Bahia e Botafogo no modelo de investidor estrangeiro controlador, mas difere pela alta dependência de mecanismos judiciais de ajuste (RCE e parcelamentos) e pela instabilidade contratual verificada em 2024–2025. O

Vasco permanece, portanto, como um exemplo de como a jornada em direção à sustentabilidade pode ser truncada quando a transformação societária não é acompanhada de uma governança sólida e de uma estratégia clara para os passivos herdados.

4.1.6 Cruzeiro Esporte Clube

O Cruzeiro Esporte Clube, fundado em 1921 pela comunidade ítalo-brasileira e rebatizado em 1942 (Cruzeiro, s.d.), constituiu sua SAF em novembro de 2021 (Cruzeiro, 2022a). O modelo adotado foi de aquisição por um investidor-âncora, com a Tara Sports Brasil, do ex-jogador Ronaldo Nazário, assumindo 90% do capital (Globo Esporte, 2021). Em um desenvolvimento inédito, abril de 2024 marcou a primeira troca de controle entre SAFs, com a BPW Sports, do empresário Pedro Lourenço, adquirindo a totalidade das ações da Tara Sports (CNN, 2024a).

A análise do Cruzeiro evidencia uma reestruturação financeira radical pós-SAF, com efeitos imediatos, porém voláteis, nos indicadores. A Liquidez Corrente, muito baixa até 2021 (entre 8% e 11%), sobe com a reorganização para 56% em 2022 e atinge 162% em 2023, recuando para 23% em 2024. Já a Liquidez Imediata permanece residual (0,04%–1,7%), com melhora pontual apenas em 2024 (5,26%). O contraste entre a liquidez corrente elevada (162%) e a imediata (0,13%) em 2023 mostra que o conforto contábil decorre mais de contas a receber do que de caixa efetivo, indicando dependência de recebíveis e de antecipações financeiras.

O Índice de Endividamento parte de 220,9% em 2019, subiu para 309,8% em 2020 e 386,5% em 2021, e começa a cair após a SAF, atingindo 286,4% em 2022, 94,2% em 2023 e 78,3% em 2024. Essa redução expressiva reflete a reestruturação de dívidas via Plano de Recuperação Judicial (RJ) e os aportes de capital da SAF, que reconfiguraram o balanço patrimonial. A Composição do Endividamento mostrou melhora do perfil de prazos: de 76,7% de curto prazo (2019) para 25,7% em 2024.

A rentabilidade seguiu padrão similar: após resultados excepcionais em 2022-2023 (ROA de 121,7%, Margem de 5.461,8%), impulsionados por ganhos contábeis não recorrentes da reestruturação, os indicadores retornaram ao negativo em 2024 (ROA -13,6%, Margem -60,1%), normalizando-se em patamar deficitário.

Esse resultado excepcional das margens positivas em 2022–2023 pode ser atribuído aos seguintes fatos; baixas de ativos e passivos da associação reconhecidas como “outras receitas/despesas”; renegociações de dívidas no processo de RJ, compensação de passivos, além dos aportes feitos pela SAF no fluxo de caixa (Cruzeiro, 2022).

Cabe evidenciar ainda que o clube enfrentava, antes da SAF, forte pressão tributária, com R\$ 246 milhões de obrigações fiscais de curto prazo e R\$ 186 milhões parceladas de longo prazo em 2019. Com a SAF e a RJ, houve realocação e alongamento das dívidas, diminuindo a necessidade urgente de caixa, mas as obrigações tributárias continuam sendo representativas no passivo, de modo que a gestão deve atuar para evitar a novamente a pressão a curto prazo,

Ante ao exposto, considera-se que o caso do Cruzeiro representa um exemplo marcante da transição para SAF, com investidor-âncora e alargamento ou renovação de dívidas, que resulta em reestruturação contábil imediata, mas a sustentabilidade financeira continua dependendo da parte operacional. A redução do endividamento e o aumento da liquidez após 2021 confirmam o impacto positivo inicial do modelo, porém a queda da rentabilidade em 2024 e o retorno ao resultado negativo indica que somente buscar capitalização não resolve o desequilíbrio entre receitas e despesas.

O caso do Cruzeiro se destaca também pela segunda mudança de controle ocorrida de Ronaldo Nazário para Pedro Lourenço, o leva à discussão investigar, na discussão de como diferentes perfis de gestão influenciam o desempenho econômico-financeiro das SAFs. Assim, pode-se comparar com o Bahia e Botafogo, que também adotaram modelos com investidores externos, mas que adotaram estratégias de gestão como recuperação judicial e renegociação de obrigações fiscais e trabalhistas para sua reestruturação.

Assim Cruzeiro demonstra que a busca pela sustentabilidade é um processo em duas etapas: primeiro o resgate financeiro, onde a SAF é decisiva, depois a construção da eficiência operacional, onde a SAF é base, mas não representa o principal papel.

4.1.7 Fortaleza Esporte Clube

O Fortaleza Esporte Clube, fundado em 1918 (Fortaleza Esporte Clube, s.d.), aprovou a criação de sua SAF pelos sócios em setembro de 2023, constituindo-a formalmente em janeiro de 2024 como uma SAF 100% controlada pela associação mãe (Globo Esporte, 2023b; Fortaleza Esporte Clube, 2025a).

A evolução dos indicadores do Fortaleza até 2023 aponta para uma melhora estrutural (Endividamento caindo para 58,70%, Liquidez Corrente subindo para 83,29%), seguida de reversão parcial em 2024, evidenciando a volatilidade inerente ao modelo. O aumento do endividamento para 84,81% e a concentração de dívidas no curto prazo (81,61%) em 2024 refletem investimentos e custos elevados com transferências (R\$ 65,7 milhões).

A Liquidez Imediata permaneceu historicamente baixa (0,5% a 15%), indicando capital de giro imobilizado em recebíveis. A rentabilidade acompanhou essa trajetória: após

recuperação até 2023 (ROA de 39%, Margem de 62,57%), os indicadores mergulharam em 2024 (ROA -34,28%, Margem -75,92%), sugerindo pressão de custos.

Um componente estrutural relevante dessa trajetória é a gestão dos passivos tributários. As obrigações fiscais mantiveram peso significativo, com parcelamentos de longo prazo crescendo de R\$ 4,9 milhões (2022) para R\$ 7,6 milhões (2023) e obrigações correntes aumentando para R\$ 12,8 milhões (2024). A persistência e até o crescimento desses valores indicam que a transformação em SAF, por si só, não reestruturou profundamente esse passivo, que continua a pressionar a alavancagem e o caixa.

Assim, o caso revela que a SAF, no modelo 100% associativo, melhora a governança e a transparência, mas não elimina automaticamente os riscos de curto prazo – inclusive os tributários – nem a dependência do desempenho esportivo. A sustentabilidade configura-se como um processo de maturação gradual, no qual a gestão ativa de todos os passivos (operacionais e fiscais) e a geração de caixa são imperativos para converter a profissionalização societária em estabilidade econômica

4.2 ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Tabela 1 - Estatísticas dos índices econômico-financeiros (2019-2024) e Teste de Wilcoxon

Índice	Antes do SAF			Depois do SAF			valor P	Resultado do teste	Direção(*)
	Mín.	Median	Máx.	Mín.	Median	Máx.			
LC	0,1028	0,1028	0,5592	0,2699	0,5272	1,3954	0,018	Rejeita-se H_0	↑ (7/7)
LI	0,0007	0,0007	0,0557	0,0091	0,1078	0,3869	0,018	Rejeita-se H_0	↑ (7/7)
LG	0,0736	0,0736	0,4691	0,2142	0,2824	1,3313	0,018	Rejeita-se H_0	↑ (7/7)
END	0,6889	0,6889	6,4458	0,2680	0,9925	2,5420	0,018	Rejeita-se H_0	↓ (7/7)
COMP	0,3128	0,3128	1,0000	0,2631	0,4681	0,8215	0,499	Não se rejeita H_0	
ML	-1,6549	-1,6549	0,1051	-1,0516	-0,4062	1,6138	0,398	Não se rejeita H_0	
ROE	-0,7947	-0,0204	0,2633	-0,3946	-0,0748	0,6628	1,000	Não se rejeita H_0	

Fonte: Elaborado pelo Autor. Legenda: Mín = Mínimo; Median = Mediana; Máx = Máximo; LC = liquidez corrente; LI = liquidez imediata; LG = liquidez Geral; EDN = endividamento; COMP = Composição do endividamento; ML = margem de lucro; ROE = Rentabilidade sobre o patrimônio líquido.

Nota (*): ↑ indica melhora (7/7 clubes); ↓ indica redução (7/7 clubes).

Hipótese nula (H_0): as medianas antes e depois do SAF são iguais.

A etapa de análise estatística descritiva buscou consolidar os resultados obtidos a partir das demonstrações contábeis dos clubes investigados, permitindo observar tendências gerais associadas à adoção do modelo Sociedade Anônima do Futebol (SAF). Para essa finalidade,

foram analisados os indicadores econômico-financeiros antes e depois da transformação, considerando-se a mediana como medida de tendência central, por representar uma posição mais robusta frente a dispersões e valores extremos, e aplicando-se o teste de Wilcoxon para amostras pareadas. Esse teste foi selecionado por ser adequado à comparação de dois momentos distintos (pré e pós-SAF) e por não pressupor a normalidade na distribuição dos dados, característica compatível com o comportamento heterogêneo das variáveis financeiras entre os clubes.

A tabela 1 sintetiza os resultados observados. Verifica-se que os indicadores de liquidez, corrente (LC), imediata (LI) e geral (LG), apresentaram aumento estatisticamente significativo no período pós-SAF, com rejeição da hipótese nula (H_0) em todos os casos e direção positiva em sete dos sete clubes analisados.

Esses resultados indicam melhora da capacidade de pagamento de curto prazo e maior disponibilidade relativa de ativos líquidos, evidenciando que o processo de capitalização, reorganização de passivos e entrada de novos recursos produziram efeitos concretos na solvência imediata das entidades.

Em contraste, os indicadores de rentabilidade, margem de lucro (ML) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) não apresentaram variação estatisticamente significativa, mantendo valores negativos ou voláteis em grande parte da amostra. Isso sugere que a melhora da liquidez não se traduziu, no curto prazo, em ganhos de eficiência operacional ou geração de resultados positivos, o que converge com os achados de estudos anteriores (Ferreira e Szuste, 2024; Corrêa et al., 2025; Machado, 2025).

A mesma estabilidade relativa é observada na composição do endividamento (COMP), cujo valor-p elevado indica que a proporção de obrigações de curto e longo prazo não sofreu alteração sistemática entre os períodos, ainda que alguns clubes individualmente tenham alongado prazos (casos de Bahia e Cruzeiro).

O índice de endividamento total (END), por sua vez, apresentou redução significativa ($p = 0,018$), refletindo o impacto direto da conversão de dívidas, dos aportes de capital e da reorganização patrimonial promovida pela SAF.

Quando confrontados com as análises individuais dos clubes, os resultados confirmam padrões distintos de reestruturação financeira conforme o perfil societário e a origem do capital. Nos clubes com investidores estrangeiros e controle externo (Bahia, Vasco e Botafogo), a melhora da liquidez decorre principalmente de aportes de capital e da renegociação de passivos, mas sem reversão estrutural dos prejuízos acumulados nem ganhos sustentáveis de

rentabilidade. O caso do Bahia é ilustrativo: houve expressiva capitalização e reorganização do passivo, porém o patrimônio líquido permaneceu negativo.

Nos clubes de capital nacional e controle associativo, como Cuiabá e Fortaleza, o avanço decorre sobretudo da disciplina financeira, da eficiência operacional e do uso de instrumentos de mercado, como debêntures e antecipações de receitas. Já o Cruzeiro e o Atlético Mineiro apresentam trajetórias intermediárias, com reestruturações profundas e expressiva reorganização societária, mas ainda sob forte volatilidade de resultados contábeis e desafios de liquidez.

A comparação entre as medianas confirma, assim, a percepção qualitativa obtida nas análises individuais: houve avanços financeiros pontuais, mas sem correspondência plena em termos de resultado líquido ou de equilíbrio econômico duradouro.

Essa constatação abre espaço para uma leitura interpretativa mais ampla sobre os modelos de capitalização e governança adotados. A análise conjunta dos clubes investigados permite observar que a adoção do modelo SAF tem se materializado sob duas configurações predominantes: 1- SAFs com participação de investidor estrangeiro ou controlador externo, a exemplo de Bahia, Vasco e Botafogo, caracterizadas por aportes expressivos de capital inicial, operações de aquisição de controle e integração em conglomerados internacionais de gestão esportiva. e 2 SAFs com estrutura nacional e capital próprio, como Cuiabá e Fortaleza, nas quais a transformação societária representou uma formalização jurídica de modelos empresariais pré-existent.

Nos primeiros casos, o efeito financeiro imediato decorre da injeção de recursos e da reestruturação patrimonial, com reflexos diretos sobre liquidez e endividamento, mas impacto mais gradual sobre rentabilidade, sendo que a SAF atua como uma condição necessária para os problemas de solvência. Nos segundos, as melhorias pós transformação decorrem de uma gestão mais eficiente e disciplinada financeiramente, do uso de instrumentos de mercado e da adoção de práticas contábeis mais transparentes, com ganhos de previsibilidade e estabilidade de resultados, indicando que a SAF atua como uma condição facilitadora para a profissionalização.

Portanto, a análise estatística não aponta para um efeito homogêneo, mas valida que a SAF é uma ferramenta potente para a estabilização financeira. Entretanto, sua eficácia em promover a sustentabilidade operacional de longo prazo, especialmente a geração de lucratividade estável, mostra-se condicionada ao perfil estratégico adotado e à qualidade da governança que se estabelece no novo modelo societário. A sustentabilidade configura-se,

assim, como um processo em duas camadas: uma estabilização financeira mais imediata e uma construção de rentabilidade mais lenta e contingente.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou analisar de que forma a adoção do modelo Sociedade Anônima do Futebol (SAF) impactou a sustentabilidade econômico-financeira dos clubes brasileiros, com atenção ao papel dos instrumentos de reestruturação tributária. Os resultados, baseados na análise integrada de indicadores e da gestão de passivos em sete clubes da Série A entre 2019 e 2024, permitem concluir que a SAF atua como um catalisador fundamental, porém insuficiente, para a sustentabilidade financeira.

A principal contribuição deste trabalho foi desagregar o efeito "SAF" e identificar trajetórias heterogêneas, demonstrando que o impacto na sustentabilidade financeira é permeado por duas variáveis: a configuração de capital e controle (investidor externo, nacional ou associativo), que define os recursos disponíveis e a estratégia inicial; e a intensidade de uso dos mecanismos da lei, em especial a gestão dos passivos tributários, através de renegociação e do Regime TEF, que se mostrou um diferencial explicativo para a melhora da liquidez em vários casos.

Ressalta-se que o estudo se concentrou em uma amostra intencional de clubes de grande porte da Série A, limitando a generalização dos achados. Ao adotar um recorte empírico com aplicação de indicadores e testes estatísticos, o trabalho reforça a necessidade de novas investigações longitudinais, com amostras ampliadas, que possam avaliar a sustentabilidade de médio e longo prazo das SAFs brasileiras, suas práticas de governança e a efetividade dos incentivos tributários previstos em lei.

Assim, considera-se que futuras pesquisas poderiam se dedicar a realizar estudo comparativo detalhado entre os modelos de SAF com investidores estrangeiros e os de capital nacional, aprofundando as diferenças estratégicas aqui identificadas. Por fim, à medida que o processo de consolidação se desenvolve, torna-se fundamental avaliar a efetividade prática dos incentivos tributários da Lei nº 14.193/2021.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Monique Correia de. **Regime de Tributação Específica do Futebol (TEF): arts. 31 a 33.** In: SOUZA, Gustavo Lopes Pires de; RAMALHO, Carlos Santiago da Silva (Orgs.). *Sociedade Anônima do Futebol: Primeiras Linhas*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022. p. 167–182. Disponível em: <https://experteditora.com.br/sociedade-anonima-do-futebol-primeiras-linhas/>. Acesso em: 25 out. 2025.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.

BOTAFOGO. **História**. Rio de Janeiro, s.d. (fusão de 1942 e era SAF). Disponível em: <https://www.botafogo.com.br/historia>. Acesso em: 28 set. 2025.

BOTAFOGO. **Nota oficial - Botafogo constitui novo CNPJ como SAF (registro na JUCERJA)**. 3 jan. 2022a. Disponível em: <https://www.botafogo.com.br/noticias/6732>. Acesso em: 28 set. 2025.

BOTAFOGO. **Página “SAF” – resumo do acordo e percentuais (90%/10%; entrada em vigor em abril(2022))**. 2022b. Rio de Janeiro, s.d. Disponível em: <https://www.botafogo.com.br/saf>. Acesso em: 28 set. 2025.

BOTAFOGO. **Portal da Transparência – Demonstrações Financeiras 2022–2024**. 2023–2025. 2025. Disponível em: <https://www.botafogo.com.br/download/transparencia/balanco>. Acesso em: 28 set. 2025.

BRASIL. **Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021: institui a Sociedade Anônima do Futebol**. Brasília, DF: Presidência da República, 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14193.htm. Acesso em: 25 out. 2025.

BRASIL. **Lei Complementar nº 214, de 16 de janeiro de 2025: institui o IBS, a CBS e o IS; cria o Comitê Gestor do IBS e altera a legislação tributária**. Brasília, DF: Presidência da República, 2025. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp214.htm. Acesso em: 25 out. 2025.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil)**. Parte Geral; Direito de Empresa; arts. 53 a 61 – Associações. Brasília, DF: Presidência da República, 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 1 nov. 2025.

BRASIL. **Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998 (Lei Pelé)**. Institui normas gerais sobre desporto. Brasília, DF: Presidência da República, 1998 (com alterações). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9615consol.htm. Acesso em: 25 out. 2025.

BRASIL. **Lei nº 13.155, de 4 de agosto de 2015 (Profut)**. Estabelece princípios e práticas de responsabilidade fiscal e de gestão transparente para entidades desportivas profissionais. Brasília, DF: Presidência da República, 2015. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13155.htm. Acesso em: 1 nov. 2025.

CFC - CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **NBC TG 26 (R5) – Apresentação das Demonstrações Contábeis**. Brasília, 2019. Disponível em: <https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/normas-completas/>. Acesso em: 2 nov. 2025

CITY FOOTBALL GROUP. **Bahia**. Manchester, 2023. Disponível em: <https://www.cityfootballgroup.com/clubs/bahia>. Acesso em: 20 set. 2025.

CLUBE ATLÉTICO MINEIRO - SAF. **Estatuto Social da Atlético Mineiro S.A.F.** jan. 2024a. Disponível em: <https://atletico.com.br/atas-estatuto-politicas/>. Acesso em: 20 set. 2025.

CLUBE ATLÉTICO MINEIRO. **Earnings Release / Demonstrações Contábeis 2023 (notas)**. 26 abr. 2024b. Disponível em: <https://atletico.com.br/informacoes-relatorios/>. Acesso em: 20 set. 2025.

CLUBE ATLÉTICO MINEIRO. **História**. Belo Horizonte, s.d. Disponível em: <https://atletico.com.br/atas-estatuto-politicas/>. Acesso em: 20 set. 2025.

CLUBE ATLÉTICO MINEIRO. **Relatório de Gestão 2024 (Portal da Transparência)**. 16 maio 2025. 2025. Disponível em: <https://atletico.com.br/atletico-divulga-o-relatorio-de-gestao-de-2024/>. Acesso em: 20 set. 2025.

CNN - CABLE NEWS NETWORK. **SAF do Atlético-MG é aprovada em votação do Conselho Deliberativo**. 20 jul. 2023. 2024a. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/esportes/futebol/atletico-mineiro/saf-do-atletico-mg-e-aprovada-em-votacao-do-conselho-deliberativo/>. Acesso em: 20 set. 2025.

CNN – CABLE NEWS NETWORK. **Pedro Lourenço oficializa compra do Cruzeiro SAF junto a Ronaldo**. 29 abr. 2024. 2024b. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/esportes/futebol/cruzeiro/pedro-lourenco-oficializa-compra-do-cruzeiro-saf-junto-a-ronaldo-veja-detalhes/>. Acesso em: 13 set. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer de Orientação nº 41, de 21 de agosto de 2023: As Sociedades Anônimas do Futebol (SAF) e o Mercado de Valores Mobiliários**. Brasília, DF: CVM, 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare041.html>. Acesso em: 13 set. 2025.

CORRÊA, Pâmela de Moura; TIBOLA, Matheus Felipe; ALMEIDA, Ricardo Santana de; BELLON, Patrícia Paula. **Análise financeira de clubes de futebol: um estudo das Demonstrações Contábeis das Sociedades Anônimas do Futebol**. Revista Controladoria e Gestão, Sergipe, v. 6, n. 2, 2025. Disponível em: <https://periodicos.ufs.br/rcg/article/view/22523>. Acesso em: 2 set. 2025.

CRUZEIRO. **Relatório Anual 2021** (registro da SAF na JUCEMG em 26/11/2021). 2022. Disponível em: <https://clubesdocruzeiro.com.br/cruzeiro-divulga-relatorio-anual-2021/>. Acesso em: 13 set. 2025.

CRUZEIRO. **História**. s.d. Disponível em: <https://www.cruzeiro.com.br/conteudo/historia>. Acesso em: 13 set. 2025.

CUIABÁ ESPORTE CLUBE. **História**. Cuiabá, s.d. Disponível em: <https://www.cuiabaesportecube.com.br/o-clube/1/historia>. Acesso em: 14 set. 2025.

DACIN, M. Tina; BEAL, D. Brent; VENTRESCA, Marc. The embeddedness of organizations: dialogue e directions. **Journal of Management**, v.25, n.3, Maio/jun, 1999.

Disponível em: <http://brentdbeal.net/wp-content/uploads/2015/07/1999-Dacin-Ventresca-Beal-Embeddedness-of-Organizations.pdf>. Acesso em 04 nov. 2025.

DANIEL, Pedro, Rocha, José. **Levantamento Financeiro Clubes Brasileiros 2023**. EY - Ernst & Young. maio, 2024. Disponível em: <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/pt-br/insights/media-entertainment/documents/ey-brasil-relatorio-financeiro-clubes-2023.pdf>. Acesso em 10 nov. 2025.

DE PAULA, Bruno Fernandes. **De associações sem fins lucrativos a empresas: análise sobre a possível mudança da personalidade jurídica dos clubes de futebol no Brasil**. Revista Avant, v. 4, n. 2, p. 290–301, 2020. Disponível em: <https://ojs.sites.ufsc.br/index.php/avant/article/view/6883>. Acesso em: 15 out. 2025.

ELIAS, Norbet. DUNNING, Eric. **Deporte y ocio en el proceso de la civilizacion**. 2.ed. México: Fondo de Cultura Económica, 1995. Disponível em: https://monoskop.org/images/9/93/Elias_Norbert_Dunning_Eric_Deporte_y_ocio_en_el_proceso_de_la_civilizaci%C3%B3n_1992.pdf. Acesso em 05 nov. 2025.

ESPN - ENTERTAINMENT AND SPORTS PROGRAMMING NETWORK. **Botafogo oficializa assinatura de contrato vinculante para venda de 90% da SAF a John Textor**. 10 jan. 2022a. Disponível em: https://www.espn.com.br/futebol/artigo/_id/9767314/botafogo-oficializa-assinatura-de-contrato-vinculante-para-venda-de-90-da-saf-a-john-textor. Acesso em: 15 set. 2025.

ESPN - ENTERTAINMENT AND SPORTS PROGRAMMING NETWORK. **Vasco conclui venda da SAF para a 777 Partners**. 2 set. 2022b. Disponível em: https://www.espn.com.br/futebol/vasco/artigo/_id/10866691/vasco-conclui-venda-saf-777-partners-veja-valor-investido-quantia-divida-sera-assumida. Acesso em: 16 out. 2025.

ESPORTE CLUBE BAHIA - Associação. **Portal da Associação (documentos e relatórios)**. Salvador, 2024–2025. 2025a. Disponível em: <https://ecbahiaassociacao.com.br/estatuto/>. Acesso em: 15 set. 2025.

ESPORTE CLUBE BAHIA. **Governança – Relatório Anual da Sociedade 2023**. 2024. Disponível em: <https://www.esporteclubebahia.com.br/governanca/>. Acesso em: 15 set. 2025b.

ESPORTE CLUBE BAHIA. **O começo**. Salvador, s.d. Disponível em: <https://www.esporteclubebahia.com.br/o-comeco/>. Acesso em: 15 set. 2025.

EVÊNCIO, Kátia Maria de Moura; LIMA, Shearley; Kátissa Galgania Feitosa Coutinho RODRIGUES; FEITOSA, FONTES, Wesley Jonh da Silva. **Dos Tipos de Conhecimento às Pesquisas Qualitativas em Educação**. Id on Line Revista de Psicologia, v. 13, n. 47, out. 2019. Disponível em: <https://idonline.emnuvens.com.br/id/article/view/2105>. Acesso em: 9 set. 2025.

FERREIRA, B. G. A.; SZUSTER F. R. **Impactos financeiros da implementação do Modelo de Sociedade Anônima do Futebol (SAF): uma análise do Botafogo Futebol e Regatas**. Revista Pensar Contábil, Rio de Janeiro, v. 26, n. 91, s.d. Disponível em:

<http://www.atenas.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/view/4820>. Acesso em: 24 set. 2025.

FORTALEZA ESPORTE CLUBE. **Confira o Balanço financeiro da Associação 2024**. 30 abr. 2025a. Disponível em: <https://fortaleza1918.com.br/confira-o-balanco-financeiro-do-fortaleza-esporte-club-e-associacao-em-2024/>. Acesso em: 28 set. 2025.

FORTALEZA ESPORTE CLUBE. **Demonstrações contábeis 2024 (notas explicativas)**. 28 abr. 2025b. Disponível em: <https://www.leaotransparente.com.br/documentos>. Acesso em: 22 set. 2025.

FORTALEZA ESPORTE CLUBE. **História**. Fortaleza, s.d. Disponível em: <https://fortaleza1918.com.br/historia/>. Acesso em: 22 set. 2025.

FREIRE, Daniel; BRASIL, Carolina Alves. A nova Sociedade Anônima do Futebol (Lei 14.193/2021): um escudo jurídico ao super endividamento dos clubes de futebol do Brasil. **Revista Eletrônica Leopoldianum**, v. 49, n. 138, p. 7–24, 2023. Disponível em: <https://ludopedio.org.br/biblioteca/a-nova-sociedade-anonima-de-futebol-lei-14-193-2021-um-escudo-juridico-ao-superendividamento-dos-clubes-de-futebol-do-brasil/>. Acesso em: 05 out. 2025.

FRONT OFFICE SPORTS. **City Football Group completes \$200M takeover of Brazilian club**. Front Office Sports, 8 mai. 2023. Disponível em: <https://frontofficesports.com/city-football-group-completes-200-million-takeover-of-brazilian-club-bahia/>. Acesso em: 15 set. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Clube-empresa desde a fundação, Cuiabá vira SAF e abre caminho dentre os times da Série A**. 14 dez. 2021. 2021a. Disponível em: <https://ge.globo.com/mt/futebol/times/cuiaba/noticia/clube-empresa-desde-a-fundacao-cuiaba-vira-saf-e-abre-caminho-dentre-os-times-da-serie-a.ghtml>. Acesso em: 28 set. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Ronaldo Fenômeno anuncia compra do Cruzeiro por R\$ 400 milhões**. 18 dez. 2021. 2021b. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/cruzeiro/noticia/ronaldo-fenomeno-confirma-compra-do-cruzeiro.ghtml>. Acesso em: 16 set. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Conselho Deliberativo do Botafogo aprova venda de 90% da SAF a John Textor**. 13 jan. 2022. 2022. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/botafogo/noticia/com-festa-da-torcida-conselho-deliberativo-do-botafogo-aprova-venda-de-90percent-da-saf-a-john-textor.ghtml>. Acesso em: 28 set. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Atletico Mineiro vira SAF com aprovação do Conselho; veja valores, quem vai comandar e modelo de gestão**. 20 jul. 2023a. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/atletico-mg/noticia/2023/07/20/atletico-mg-vira-saf-com-aprovacao-do-conselho-veja-valores-quem-vai-comandar-e-modelo-de-gestao.ghtml>. Acesso em: 28 set. 2025.

GE – Globo Esporte. **SAF do Fortaleza é aprovada com 1.195 votos.** 23 set. 2023b. Disponível em: <https://ge.globo.com/ce/futebol/times/fortaleza/noticia/2023/09/23/saf-do-fortaleza-e-aprovada-com-1195-votos.ghml>. Acesso em: 16 set. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Justiça suspende contrato com a 777 e devolve controle do futebol ao Vasco.** 15 mai. 2024. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/vasco/noticia/2024/05/15/justica-aceita-pedido-do-vasco-e-tira-controle-da-saf-das-maos-da-777.ghml>. Acesso em: 28 set. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Cuiabá estrutura debênture de R\$ 20 milhões e se torna segundo clube do Brasil no mercado de capitais.** 27 mar. 2025a. Disponível em: <https://ge.globo.com/mt/futebol/times/cuiaba/noticia/2025/03/27/cuiaba-estrutura-debenture-com-lancamento-de-r-20-milhoes-e-finaliza-entrada-no-mercado-de-capitais.ghml>. Acesso em: 16 set. 2025.

GLOBO ESPORTE. **Pedrinho continua no comando? 777 pode recorrer? Entenda a situação do Vasco após decisão.** 29 mai. 2025b. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/vasco/noticia/2025/05/29/pedrinho-continua-no-comando-777-pode-recorrer-entenda-a-situacao-do-vasco-apos-decisao.ghml>. Acesso em: 28 set. 2025.

HAMIL, Sean.; HOLT, Mathew.; MICHIE, Jonathan., OUGHTON, Christine SHAILER, Lee. The corporate governance of professional football clubs. **Corporate Governance**, v. 4, n. 2, p. 44-51, 2004. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/238417463_The_corporate_governance_of_professional_football_clubs. Acesso em 05 nov. 2025.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MACHADO, Matheus de Carvalho. **Transformação em sociedade anônima de futebol: uma análise das demonstrações contábeis pré e pós conversão.** 2025. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/45548>. Acesso em: 20 set. 2025.

MAROTZ, Daniela Patrícia; MARQUEZAN, Luiz Henrique Figueira; DIEHL, Carlos Alberto. clubes de futebol: relações entre investimento, desempenho e adesão ao PROFUT. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 17, n. 43, abr/jun, 2020.

MAROTZ, D. P., MARQUEZAN, Luiz Henrique Figueira; SOUZA, Adriano Mendonça; SANTOS, Cleston Alexandre dos. Desempenho financeiro e esportivo de clubes brasileiros de futebol: efeitos de múltiplas competições e séries. **PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review**, v. 13.n. 1, jan/abr, 2024. Disponível em: <https://periodicos.uninove.br/podium/article/view/24092>. Acesso em: 19 nov. 2025.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços: abordagem gerencial.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MELLO, Cristiane Marques. **Abordagens e procedimentos qualitativos: implicações para pesquisas em organizações.** Revista Alcance, Itajaí, v. 21, n. 2, p. 324–349, abr.–jun. 2014. Disponível em: <https://periodicos.univali.br/index.php/ra/issue/view/303>. Acesso em: 7 out. 2025.

MINATTO, Fábio; BORBA, José Alonso. Insolvência em Clubes de Futebol Brasileiros: proposição de modelos baseados em Redes Neurais. *Brazilian Business Review*, 18(6), nov/dez, 2021. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/bbr/a/gtM83hJjvfzN3tvG5K7kzQw/>. Acesso em: 06 dez. 2025.

MONFARDINI, Fernando. **Compliance no Futebol**. Vitória: Sodré, 2020.

NASCIMENTO, Gustavo Henrique Almeida do. **Governança da Sociedade Anônima do Futebol**. In: SOUZA, Gustavo Lopes Pires de; RAMALHO, Carlos Santiago da Silva (Orgs.). *Sociedade Anônima do Futebol: Primeiras Linhas*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022. p. 37–52. Disponível em: <https://experteditora.com.br/sociedade-anonima-do-futebol-primeiras-linhas/>. Acesso em: 25 out. 2025.

NETO, Alexandre A.. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2020.

NIYAMA, Jorge Katsumi; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Teoria da Contabilidade**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2021.

PRIMEIRA PÁGINA. **Cuiabá se torna o primeiro clube da elite do futebol brasileiro a virar SAF**. 15 dez. 2021. Disponível em: <https://primeirapagina.com.br/futebol/cuiaba-se-torna-o-primeiro-clube-da-elite-do-futebol-brasileiro-a-virar-saf/>. Acesso em: 15 set. 2025.

SACRAMENTO, Heber Gomes do. **Tributação dos clubes de futebol: a Sociedade Anônima do Futebol (SAF) e o Regime de Tributação Específica do Futebol (TEF)**. 2023. Dissertação. (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2023. Disponível em: <https://repositorio.pucsp.br/jspui/handle/handle/39372>. Acesso em: 24 set. 2025.

SALOMÃO, Vinícius Brandão. **As novas formas de financiamento das Sociedades Anônimas do Futebol e a “debênture-fut”**. Trabalho de Conclusão de Curso. (Graduação em Direito). Fundação Getúlio Vargas (FGV). Rio de Janeiro, 2024. Disponível em: <https://hdl.handle.net/10438/33547>. Acesso em 28 set. 2025.

SILVA, Ângela Cristina. Aspectos jurídicos da Sociedade Anônima do Futebol – SAF. **Revista Abragesp**, v. 10, n.2. Limeira, 2025. Disponível em: <https://www.revistaabragesp.org.br/index.php/home/article/view/78>. Acesso em: 16 out. 2025.

SOARES, Bruno Pinto. **A Recuperação Judicial/Extrajudicial como meio para reorganização das dívidas para a SAF**. In: SOUZA, Gustavo Lopes Pires de; RAMALHO, Carlos Santiago da Silva (Orgs.). *Sociedade Anônima do Futebol: Primeiras Linhas*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022. p. 101–122. Disponível em: <https://experteditora.com.br/sociedade-anonima-do-futebol-primeiras-linhas/>. Acesso em: 25 out. 2025.

SWERTS, Júlia. **Reforma tributária: impactos sobre o regime de tributação específica do futebol**. Legislação & Mercado. 15 jul. 2025. Disponível em: <https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/reforma-tributaria-impactos-sobre-o-regime-de-tributacao-especifica-do-futebol/>. Acesso em: 15 out. 2025.

VASCO DA GAMA. **1924 – A Resposta Histórica**. s.d. Disponível em: <https://vasco.com.br/conteudo/1924-a-resposta-historica/>. Acesso em: 16 out. 2025.

VASCO DA GAMA. **Sócios votam “SIM” e a Vasco SAF é aprovada com 3.898 votos**. 7 ago. 2022. Disponível em: <https://vasco.com.br/destaque/socios-votam-sim-e-vasco-saf-e-aprovada-com-3898-votos/>. Acesso em: 16 out. 2025.

WILL, Daniela Monteiro. **Metodologia da pesquisa científica**. 2. ed. Palhoça: Unisul Virtual, 2012. Livro digital. Disponível em: [https://www.academia.edu/144093865/Metodologia da pesquisa cient%C3%ADfica](https://www.academia.edu/144093865/Metodologia_da_pesquisa_cient%C3%ADfica). Acesso em: 10 out. 2025.