ÁREA TEMÁTICA: GESTÃO DE ESPORTES

SAF, ENDIVIDAMENTO E TOKENIZAÇÃO NO FUTEBOL BRASILEIRO: UM ESTUDO DE CASOS MÚLTIPLOS SOBRE REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA PÓS-LEI 14.193/2021

Brasília, DF
2026

Resumo

A Lei 14.193/2021 instituiu a Sociedade Anônima do Futebol (SAF) como alternativa societária para a reestruturação financeira de clubes brasileiros historicamente endividados, permitindo captação de investimento, emissão de debêntures-fut e regime centralizado de execução de dívidas. Cinco anos após sua promulgação, mais de 60 clubes já adotaram o modelo — chegando a 117 segundo levantamento do IBESAF em 2026 —, mas os resultados financeiros agregados são heterogêneos: enquanto alguns clubes reduziram passivos de forma expressiva, o endividamento setorial voltou a crescer, atingindo R$ 16 bilhões em 2025 (SPORTS VALUE, 2025). Paralelamente, cresce o uso de tokenização de ativos esportivos (fan tokens, direitos federativos, mecanismo de solidariedade da FIFA) como instrumento complementar de captação, ainda sem regulação específica no mercado brasileiro de criptoativos. Este artigo investiga, por meio de um estudo de casos múltiplos qualitativo-quantitativo (Bahia, Fluminense e Corinthians), até que ponto a adoção da SAF está de fato associada à reorganização financeira dos clubes ou funciona apenas como reestruturação societária sem impacto econômico sustentável. O achado central é que, mesmo no caso mais citado como bem-sucedido (Bahia), parte relevante da redução de dívida reportada decorre de reclassificação contábil (Adiantamento para Futuro Aumento de Capital — AFAC), e não de geração operacional de caixa — o que relativiza a narrativa de recuperação financeira associada à SAF e tem implicações diretas para o desenho do Fair Play Financeiro no Brasil.

Palavras-chave: Sociedade Anônima do Futebol; gestão financeira esportiva; tokenização; governança corporativa; endividamento.

Abstract

Law No. 14,193/2021 established the Sociedade Anônima do Futebol (SAF) as a corporate alternative for the financial restructuring of historically indebted Brazilian soccer clubs, allowing for the raising of capital, the issuance of "debentures-fut," and a centralized debt enforcement regime. Five years after its enactment, more than 60 clubs have already adopted the model—reaching 117 according to a 2026 IBESAF survey— but the aggregate financial results are mixed: while some clubs have significantly reduced their liabilities, sector-wide debt has begun to grow again, reaching R$ 16 billion in 2025 (SPORTS VALUE, 2025). At the same time, the use of sports asset tokenization (fan tokens, federation rights, FIFA's solidarity mechanism) is growing as a complementary fundraising tool, though there is still no specific regulation in the Brazilian cryptoasset market. This article investigates, through a qualitative-quantitative multiple-case study (Bahia, Fluminense, and Corinthians), to what extent the adoption of the SAF is in fact associated with the clubs' financial reorganization or functions merely as corporate restructuring without sustainable economic impact. The key finding is that, even in the case most often cited as a success story (Bahia), a significant portion of the reported debt reduction stems from an accounting reclassification (Advance for Future Capital Increase—AFAC), rather than from operational cash generation—which puts the narrative of financial recovery associated with the SAF into perspective and has direct implications for the design of Financial Fair Play in Brazil.

Keywords: Soccer Corporation; sports financial management; tokenization; corporate governance; indebtedness.

Sumário

1. Introdução 5
2. Referencial Teórico 7
2.1 Governança financeira e o modelo associativo no futebol brasileiro 7
2.2 A Sociedade Anônima do Futebol: desenho normativo e racionalidade econômica 8
2.3 Tokenização de ativos esportivos: fan tokens, direitos federativos e o vácuo regulatório 9
3. Metodologia 10
3.1 Delineamento da pesquisa 10
3.2 Fontes de dados 11
3.3 Critérios de seleção dos casos 11
3.4 Dimensões de análise 12
3.5 Organização da seção de casos 12
4. Apresentação e Análise dos Casos 12
4.1 Esporte Clube Bahia: redução de passivo sob investimento controlador 12
4.1.1 Dimensão financeira 12
4.1.2 Dimensão de captação e tokenização 13
4.1.3 Dimensão regulatória e de governança 14
4.2 Fluminense: dívida pré-conversão e negociação de investidor 14
4.2.1 Dimensão financeira 14
4.2.2 Dimensão de captação e tokenização 14
4.2.3 Dimensão regulatória e de governança 15
4.3 Corinthians: endividamento crescente sob modelo associativo 15
4.3.1 Dimensão financeira 15
4.3.2 Dimensão de captação e tokenização 16
4.3.3 Dimensão regulatória e de governança 16
4.4 Síntese comparativa aprofundada 16
4.4.1 O exercício da "dívida ajustada" no caso Bahia 17
4.4.2 Indicadores comparados entre os três casos 17
4.4.3 Leitura conjunta 18
5. Discussão e Considerações Finais 18
5.1 Retomando o paradoxo central 19
5.2 Três padrões, um mesmo problema estrutural 19
5.3 Tokenização: instrumento complementar, não estrutural 20
5.4 Implicações para o debate sobre Fair Play Financeiro no Brasil 20
5.5 Limitações do estudo 22
5.6 Considerações finais 22

1. Introdução

O futebol brasileiro convive há décadas com uma contradição estrutural: é ao mesmo tempo um dos mercados mais ricos em capital simbólico e torcedor do mundo e um setor cronicamente endividado. Sob o modelo associativo tradicional — clubes organizados como associações civis sem fins lucrativos, geridos por dirigentes eleitos e sem obrigação de reportar resultados com o rigor de uma sociedade empresária — a ausência de governança corporativa, de transparência contábil e de mecanismos efetivos de responsabilização financeira favoreceu um ciclo recorrente de rolagem de dívidas, parcelamentos fiscais e endividamento trabalhista e tributário. Esse arranjo institucional, sedimentado ao longo do século XX, mostrou-se incompatível com a crescente profissionalização e financeirização do futebol como indústria de entretenimento global, criando um descompasso entre o potencial econômico do setor e sua real capacidade de gerar valor sustentável.

Foi nesse contexto que o Congresso Nacional aprovou a Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021 (Lei da SAF), instituindo a Sociedade Anônima do Futebol como alternativa societária facultativa aos clubes brasileiros (BRASIL, 2021). A norma permitiu a conversão do departamento de futebol — ou do clube como um todo — em sociedade anônima, com regras específicas de governança, possibilidade de captação de investimento externo, emissão de valores mobiliários próprios (as debêntures-fut) e, sobretudo, um regime especial de renegociação e execução centralizada de dívidas pré-existentes. A proposta subjacente era clara: atrair capital privado e disciplina de mercado para equacionar passivos historicamente represados, ao mesmo tempo em que se preservava a identidade clubística por meio de mecanismos como o "clube social".

Passados cinco anos da promulgação da lei, o panorama de 2026 revela um quadro paradoxal que justifica e delimita o problema desta pesquisa. Por um lado, a adesão ao modelo foi expressiva: o Brasil atingiu a marca de 117 clubes sob esse regime jurídico até o fim de 2025 (MIGALHAS, 2026; JORNAL DA PARAÍBA, 2026), incluindo agremiações de destaque nacional como Atlético Mineiro, Bahia, Botafogo, Cruzeiro, Vasco, Coritiba e Athletico-PR, que juntas somavam cerca de 35% da Série A de 2026 (TIMES BRASIL, 2026; MONITOR MERCANTIL, 2026). Há casos amplamente noticiados de reestruturação aparentemente bem-sucedida — o Esporte Clube Bahia sendo o mais citado como referência de redução expressiva de passivos após a chegada do City Football Group. Por outro lado, os dados agregados do setor não confirmam uma trajetória de saneamento financeiro generalizado: o levantamento da Sports

Value (2025) aponta que o endividamento consolidado do futebol brasileiro voltou a crescer, atingindo a marca de R$ 16 bilhões em 2025 — patamar que sugere que a mudança de estrutura societária, isoladamente, não tem sido suficiente para reverter o padrão histórico de sobre-endividamento do setor. Some-se a isso um dado relevante para o desenho metodológico deste artigo: em 2026, o ritmo de novas conversões perdeu força, com apenas movimentos pontuais — Americano, Feira Futebol Clube — e negociações ainda em curso em clubes de grande porte, como Fluminense e Corinthians, que permanecem associativos (JORNAL DA PARAÍBA, 2026). Esse descompasso entre a narrativa de "virada de chave" associada à SAF e os números setoriais agregados constitui o paradoxo central que este artigo se propõe a investigar.

Soma-se a esse cenário um fenômeno mais recente e ainda pouco regulado: a tokenização de ativos esportivos. Fan tokens, mecanismos vinculados a direitos federativos e discussões em torno do chamado "mecanismo de solidariedade" da FIFA vêm sendo explorados por clubes brasileiros como fontes alternativas — e, em muitos casos, complementares às debêntures-fut — de captação de recursos. O levantamento "Mapeamento dos contratos entre entidades esportivas e empresas cripto no Brasil" (MARCELLO MACÊDO ADVOGADOS; WIN THE GAME, [s.d.]) indica a proliferação desses contratos em um ambiente normativo ainda incipiente no que se refere à regulação de criptoativos esportivos no Brasil, o que introduz uma variável adicional — e pouco estudada — na equação da reestruturação financeira dos clubes.

Diante desse cenário, o problema de pesquisa que orienta este artigo pode ser formulado da seguinte maneira: a conversão em SAF está efetivamente associada à reorganização financeira e ao ganho de competitividade dos clubes de futebol brasileiros, ou representa apenas uma mudança de estrutura societária sem correspondência em resultados econômicos consistentes?

Para respondê-lo, este trabalho tem como objetivo geral analisar a relação entre a adoção do modelo SAF — e de instrumentos de tokenização associados — e a evolução do endividamento e da governança financeira de clubes de futebol brasileiros entre 2021 e 2026. Esse objetivo geral se desdobra nos seguintes objetivos específicos: (i) mapear a evolução do endividamento agregado do futebol brasileiro antes e depois da promulgação da Lei da SAF; (ii) comparar as trajetórias financeiras de clubes com desempenho distinto na redução de passivos após a conversão (ou em negociação avançada para tanto); (iii) discutir o papel da tokenização — fan tokens, debêntures-fut e direitos federativos — como instrumento complementar de captação de recursos; e (iv) relacionar os achados ao debate regulatório em curso sobre Fair Play Financeiro no contexto brasileiro.

A relevância do tema se impõe por diversas razões. Em primeiro lugar, o ano de 2026 é particularmente oportuno para esta discussão: a realização da Copa do Mundo consolida o futebol como negócio global e amplia a exposição midiática e financeira do setor, tornando ainda mais urgente compreender se as reformas institucionais recentes produzem resultados sustentáveis ou apenas maquiagem contábil temporária. Em segundo lugar, passados cinco anos de vigência da Lei 14.193/2021, o tempo decorrido já permite uma análise longitudinal minimamente robusta, superando a limitação de estudos anteriores centrados no desenho normativo da lei (como a análise do Insper sobre o clube-empresa como alternativa de refinanciamento) e ainda pouco amparados por dados de execução consolidados. Por fim, a intersecção entre gestão financeira esportiva, governança corporativa e tokenização de ativos permanece pouco explorada na produção acadêmica brasileira em Administração, o que confere a este artigo potencial de contribuição tanto teórica quanto aplicada — inclusive para o debate regulatório sobre parâmetros de Fair Play Financeiro no país.

O restante deste artigo está estruturado da seguinte forma: a seção 3 apresenta o referencial teórico sobre governança financeira no esporte, o desenho normativo da SAF e os fundamentos da tokenização de ativos esportivos; a seção 4 detalha a metodologia de estudo de casos múltiplos adotada, com abordagem qualitativa-quantitativa; a seção 5 apresenta a análise comparativa dos três casos selecionados — Bahia, Fluminense e Corinthians —, com aprofundamento quantitativo dos indicadores de endividamento; e a seção 6 discute os achados à luz do debate regulatório sobre Fair Play Financeiro, apresentando as considerações finais e as limitações do estudo.

2. Referencial Teórico

2.1 Governança financeira e o modelo associativo no futebol brasileiro

A literatura sobre gestão esportiva no Brasil tende a convergir em um diagnóstico: o modelo associativo tradicional, herdado do desenho jurídico do Código Civil para associações sem fins lucrativos, não foi concebido para lidar com a complexidade financeira que o futebol profissional assumiu a partir da virada para o século XXI. Nesse arranjo, a ausência de obrigatoriedade de auditoria externa, a rotatividade de dirigentes eleitos por mandatos curtos e a inexistência de mecanismos de responsabilização pessoal por decisões financeiras geraram o que parte da literatura jurídico-financeira classifica como um problema clássico de agência — dirigentes tomando decisões de curto prazo (contratações, salários) sem internalizar os custos

de longo prazo do endividamento, que recai sobre o clube como entidade, e não sobre o gestor individualmente.

O estudo da Ernst & Young (2021) sobre o passivo líquido dos clubes brasileiros é frequentemente citado como um marco de diagnóstico desse problema, ao consolidar, pela primeira vez de forma sistemática, a dimensão do endividamento setorial agregado e evidenciar que o problema não era conjuntural, mas estrutural — atravessando clubes de diferentes portes, regiões e desempenhos esportivos. Na literatura acadêmica de Administração, Nakamura e Cerqueira (2021) discutem essa transição para uma "nova era" do futebol brasileiro gerido como negócio, argumentando que a profissionalização da gestão é pré-condição — e não consequência automática — da atração de capital externo. Monteiro (2021), por sua vez, examina os reflexos da chamada Lei Pelé (Lei nº 9.615/1998) sobre a gestão financeira dos clubes, mostrando que reformas legais anteriores à SAF já haviam tentado, sem sucesso duradouro, induzir maior disciplina financeira ao setor — o que relativiza a expectativa de que a SAF, isoladamente, rompa esse padrão histórico. Essa literatura de diagnóstico serve de base para compreender por que a solução regulatória adotada (a Lei da SAF) optou por atacar simultaneamente dois problemas distintos: (i) a governança prospectiva (como o clube será administrado dali para frente) e (ii) o passivo represado (como equacionar dívidas já constituídas).

2.2 A Sociedade Anônima do Futebol: desenho normativo e racionalidade econômica

A Lei nº 14.193/2021 (BRASIL, 2021) não impõe a conversão em SAF; trata-se de um regime facultativo, o que Rodrigues (2021), em estudo do Insper sobre o clube-empresa como alternativa de refinanciamento das altas dívidas dos clubes brasileiros, interpreta como uma escolha regulatória deliberada de "menu institucional" — o clube pesa os custos de adesão (perda de controle associativo, exposição a auditoria e mercado de capitais) contra os benefícios (acesso a capital, regime especial de dívidas) e decide racionalmente se a conversão é vantajosa em seu caso concreto. O autor conclui, todavia, que a migração para SAF não garante por si só sucesso financeiro ou esportivo, funcionando antes como um meio — ferramentas de transparência e governança — do que como um fim em si mesma (RODRIGUES, 2021), conclusão que este artigo revisita empiricamente na seção 5.

Do ponto de vista do desenho normativo, três elementos merecem destaque para os fins deste artigo. Primeiro, o regime centralizado de execução de dívidas, que permite consolidar passivos dispersos (trabalhistas, tributários, com fornecedores) sob um procedimento único,

com regras de pagamento e prazos definidos — mecanismo estruturalmente análogo, em sua lógica, a regimes de recuperação judicial, mas desenhado especificamente para o perfil de passivos do futebol. Segundo, a possibilidade de captação de investimento externo via subscrição de ações da SAF, que abre o capital do clube a investidores institucionais ou estratégicos — o caso do Esporte Clube Bahia, com aporte do City Football Group, é o exemplo mais citado na literatura e na imprensa especializada como evidência de que o modelo pode, de fato, viabilizar redução expressiva de passivos quando acompanhado de aporte de capital relevante (achado que será criticamente examinado na seção 5). Terceiro, a criação das debêntures-fut, título de dívida específico para SAFs que permite à sociedade captar recursos diretamente no mercado de capitais, com a receita de determinados direitos (como cotas de transmissão) podendo ser vinculada ao pagamento do título. Estudos jurídico-acadêmicos recentes sobre o desenho da lei, como o publicado nos periódicos Leopoldianum (UNISANTOS) e Revista Contemporânea, reforçam que o regime centralizado de execução de dívidas é o elemento normativo mais distintivo da SAF frente a outras tentativas prévias de reforma societária no futebol brasileiro.

A racionalidade econômica subjacente à lei, portanto, é a de que governança + acesso a capital = solvência. O paradoxo identificado no panorama de 2026 (mais de cem conversões, mas endividamento setorial batendo R$ 16 bilhões) sugere, no entanto, que essa equação pode não se sustentar de forma automática ou uniforme entre os clubes convertidos — hipótese que a análise empírica deste artigo explora nas seções 5 e 6.

2.3 Tokenização de ativos esportivos: fan tokens, direitos federativos e o vácuo regulatório

Paralelamente à SAF, um conjunto de instrumentos baseados em blockchain vem sendo adotado por clubes brasileiros como fonte alternativa de captação. Os fan tokens — ativos digitais negociados em plataformas especializadas, que conferem aos torcedores direitos de participação simbólica em decisões do clube — representam a aplicação mais difundida, funcionando como um híbrido entre engajamento de torcida e captação de recursos, sem, no entanto, conferir direitos societários ou de propriedade sobre o clube (ARANTES et al., 2026). Em estudo de pesquisa documental publicado na Revista de Gestão Social e Ambiental, Arantes et al. (2026) mapeiam os principais projetos de fan token associados a clubes brasileiros na plataforma CoinMarketCap e constatam que, no Brasil, a Chiliz/Socios.com mantém parcerias com Flamengo, Fluminense, Vasco, Bahia, Corinthians, São Paulo, Palmeiras, Internacional e Atlético Mineiro — este último pioneiro no lançamento de fan token no país, com o $GALO.

Os autores destacam ainda que o mercado brasileiro se consolidou como o principal mercado global da Chiliz, liderando a adoção de fan tokens entre os países parceiros da plataforma (ARANTES et al., 2026). O caso do Corinthians ilustra o potencial de arrecadação de curto prazo desse instrumento: o fan token $SCCP, lançado em setembro de 2021 em parceria com a Socios.com, esgotou 850 mil unidades em cerca de duas horas, captando R$ 8,8 milhões junto a compradores de 100 países (ARANTES et al., 2026).

Mais relevante para a discussão financeira proposta neste artigo é a interface entre tokenização e direitos federativos — isto é, os direitos econômicos que um clube detém sobre um atleta e que podem gerar receita em transferências futuras. A discussão em torno da tokenização desses direitos, ainda incipiente no Brasil, dialoga com o chamado mecanismo de solidariedade da FIFA, que assegura a clubes formadores uma participação nas receitas de transferências subsequentes de atletas que passaram por suas categorias de base.

O levantamento "Mapeamento dos contratos entre entidades esportivas e empresas cripto no Brasil" (MARCELLO MACÊDO ADVOGADOS; WIN THE GAME, [s.d.]) documenta a proliferação desses contratos em um ambiente normativo que carece de regulação específica para criptoativos esportivos — o que gera incerteza jurídica tanto para os clubes quanto para investidores, e posiciona a tokenização como uma variável complementar, mas não substitutiva, ao arcabouço da SAF. É essa convergência — e a ausência de um marco regulatório unificado que trate SAF e tokenização de forma integrada — que conecta o referencial teórico apresentado nesta seção ao debate mais amplo sobre Fair Play Financeiro no futebol brasileiro, retomado na seção 6 deste artigo.

3. Metodologia

3.1 Delineamento da pesquisa

Este artigo adota uma abordagem qualitativa-quantitativa, operacionalizada por meio de um estudo de casos múltiplos (multiple case study), delineamento adequado quando o objetivo é compreender um fenômeno contemporâneo — a reestruturação financeira de clubes via SAF — dentro de seu contexto real, especialmente quando as fronteiras entre o fenômeno (conversão societária) e o contexto (ambiente regulatório e de mercado ainda em consolidação) não são claramente definidas. A escolha por casos múltiplos, em vez de caso único, responde diretamente ao problema de pesquisa: não se trata de descrever a experiência de um clube isoladamente, mas de contrastar trajetórias distintas de desempenho financeiro pós-conversão

(ou pré-conversão, em negociação avançada), permitindo inferências analíticas — não estatísticas — sobre as condições associadas a desfechos mais ou menos favoráveis.

A dimensão quantitativa da pesquisa se expressa no tratamento de indicadores de endividamento (evolução de passivo líquido, dívida bruta, indicadores de alavancagem quando disponíveis) extraídos de fontes secundárias públicas. A dimensão qualitativa se expressa na análise documental do desenho regulatório (Lei 14.193/2021 e normativos correlatos), de contratos e instrumentos de captação (debêntures-fut, propostas de aquisição de SAF, contratos de tokenização) e do contexto de governança de cada clube selecionado.

3.2 Fontes de dados

Os dados foram coletados a partir de fontes secundárias públicas, organizadas em três blocos: (a) dados de endividamento setorial e por clube — levantamentos consolidados como o da Sports Value (2025) e o estudo da Ernst & Young (2021), complementados por demonstrações financeiras publicadas pelos próprios clubes-SAF (a exemplo do balanço do Esporte Clube Bahia S.A.F., 2026) e por cobertura jornalística especializada sobre negociações em curso (Fluminense) e situação de endividamento associativo (Corinthians); (b) documentos regulatórios e jurídicos — o texto da Lei nº 14.193/2021 e análises jurídico-acadêmicas correlatas, como o estudo do Insper; e (c) dados sobre tokenização e instrumentos digitais — o levantamento de Marcello Macêdo Advogados/Win The Game, complementado por literatura acadêmica sobre fan tokens no futebol brasileiro.

3.3 Critérios de seleção dos casos

A seleção dos clubes analisados seguiu uma lógica de amostragem teórica (theoretical sampling), e não de representatividade estatística — coerente com a natureza do estudo de casos múltiplos. Priorizou-se a composição de um espectro de contraste que incluísse: (i) um caso de conversão já consumada e amplamente citada como bem-sucedida — o Esporte Clube Bahia, convertido em 2023 sob controle do City Football Group; (ii) um caso de clube em negociação avançada para conversão em SAF, com proposta formal em discussão — o Fluminense, que negocia com o fundo Lazuli Partners/LZ Sports desde 2025; e (iii) um caso de clube que permanece sob o modelo associativo, com endividamento crescente e SAF ainda em fase de avaliação interna — o Corinthians. Essa composição atende à orientação metodológica de priorizar clubes com processo de SAF já em curso ou em negociação ativa, permitindo capturar não apenas o resultado pós-conversão, mas também a própria dinâmica de negociação como objeto de análise.

3.4 Dimensões de análise

Para cada caso selecionado, a análise foi estruturada em três dimensões, diretamente alinhadas aos objetivos específicos do artigo: (1) dimensão financeira — evolução do endividamento (bruto e líquido) antes e depois da conversão (ou no curso da negociação), com atenção especial à natureza das variações reportadas; (2) dimensão de captação e tokenização — presença e natureza de instrumentos de captação associados à SAF e de instrumentos de tokenização, quando aplicável; e (3) dimensão regulatória e de governança — mudanças no arranjo de governança decorrentes da conversão (ou de sua negociação) e sua relação com o debate em curso sobre Fair Play Financeiro no Brasil.

3.5 Organização da seção de casos

Dado o número final de três casos selecionados, optou-se pela organização da seção 5 por clube — cada caso é apresentado integralmente nas três dimensões de análise, com uma subseção síntese comparativa ao final. Essa escolha preserva a coerência narrativa de cada caso, especialmente relevante para o caso Bahia, cuja singularidade do mecanismo de AFAC exige contextualização própria antes de qualquer comparação direta com os demais casos.

4. Apresentação e Análise dos Casos

Conforme definido na seção 4, a análise dos três casos selecionados — Bahia, Fluminense e Corinthians — é organizada por clube, contemplando em cada subseção as três dimensões estabelecidas (financeira; captação e tokenização; regulatória e de governança). A subseção 5.4 sintetiza e aprofunda numericamente o contraste entre os casos à luz do problema de pesquisa.

4.1 Esporte Clube Bahia: redução de passivo sob investimento controlador

4.1.1 Dimensão financeira

O Bahia converteu-se em SAF em 4 de maio de 2023, com 90% das ações representativas do capital social pertencentes ao City Football Group (CFG) Brazil e os 10% restantes sob controle da associação clube social (ESPORTE CLUBE BAHIA S.A.F., 2026). Os balanços mais recentes mostram uma trajetória financeira aparentemente exitosa: a dívida total do clube caiu de R$ 821 milhões em 2024 para R$ 167,8 milhões em 2025 (UM DOIS ESPORTES, 2026a), acompanhada de crescimento da receita operacional líquida, que saltou de R$ 237,6 milhões em 2024 para R$ 367,5 milhões em 2025, e de redução do prejuízo anual,

de R$ 246,5 milhões para R$ 154,6 milhões no mesmo período (BAHIA NOTÍCIAS, 2026; ESPORTE CLUBE BAHIA S.A.F., 2026). Sob a ótica de indicadores agregados, portanto, o Bahia figura como o caso mais bem-sucedido de reestruturação financeira pós-SAF entre os clubes brasileiros — leitura que se insere em um cenário setorial no qual o endividamento líquido agregado da Série A, segundo levantamento da Ernst & Young, atingiu R$ 14,3 bilhões em 2025, alta de 15% sobre 2024 (FORBES BRASIL, 2026).

Contudo, um exame mais detido do mesmo balanço revela o achado que confere a este caso seu valor analítico central para o argumento deste artigo: aproximadamente R$ 679 milhões em empréstimos do próprio CFG foram reclassificados contabilmente como Adiantamento para Futuro Aumento de Capital (AFAC), passando a integrar uma linha de cerca de R$ 906 milhões no patrimônio líquido, sem impacto na demonstração do fluxo de caixa e sem incidência de juros — fato confirmado nas próprias notas explicativas do balanço auditado do clube, que registram que a Administração monitora periodicamente a oportunidade e a forma de conversão do AFAC em capital social (ESPORTE CLUBE BAHIA S.A.F., 2026; BAHIA NOTÍCIAS, 2026). Ou seja, parte substancial da "redução de dívida" reportada não decorre de pagamento efetivo de passivo, tampouco de geração operacional de caixa, mas de uma reclassificação entre rubricas contábeis — de exigível para patrimônio líquido —, operada pelo próprio controlador. Isoladamente, o Grupo City injetou R$ 907 milhões apenas na temporada de 2025, e em três anos de SAF os prejuízos acumulados do Bahia já somam R$ 467 milhões (UM DOIS ESPORTES, 2026a). Um estudo especializado em ranqueamento de dívidas de SAFs sintetiza criticamente esse padrão, apontando que a estrutura "depende de aportes milionários de seus donos" e que "não há sustentabilidade financeira em um modelo assim" (UM DOIS ESPORTES, 2026a) — leitura consistente com o diagnóstico de Rodrigues (2021) de que a SAF é um meio, e não uma garantia, de saneamento financeiro.

Esse achado não invalida integralmente o caso Bahia como exemplo de reorganização financeira — houve, de fato, quitação de passivos historicamente represados: o clube zerou sua dívida trabalhista histórica (Acórdão Trabalhista firmado desde a redemocratização, em 2013) em abril de 2024, liquidando mais de 85% do passivo histórico em menos de um ano de SAF (ROMEU AMARAL ADVOGADOS, 2024; A TARDE, 2026). Mas ele reposiciona o caso como um exemplo de capacidade de solvência sustentada por aporte controlador contínuo, e não necessariamente de geração operacional autônoma de resultado.

4.1.2 Dimensão de captação e tokenização

O Bahia não recorreu a debêntures-fut como instrumento central de captação, dependendo primariamente do aporte direto do CFG. No campo da tokenização, o clube integra o conjunto de agremiações brasileiras com fan token ativo em parceria com a Chiliz/Socios.com (ARANTES et al., 2026), instrumento que, no caso baiano, tem papel marginal frente à magnitude dos aportes diretos do controlador.

4.1.3 Dimensão regulatória e de governança

A concentração de 90% do capital em um único investidor estrangeiro (CFG) ilustra o modelo de "SAF-controlador único", que confere grande capacidade de decisão e aporte, mas também elevado grau de dependência financeira de um único agente externo — configuração que, do ponto de vista do debate sobre Fair Play Financeiro (seção 6), levanta a questão de até que ponto a solvência de um clube SAF é estrutural (do modelo) ou contingente (da disposição financeira de um controlador específico).

4.2 Fluminense: dívida pré-conversão e negociação de investidor

4.2.1 Dimensão financeira

Diferentemente dos dois demais casos, o Fluminense permanece, até a data de fechamento desta análise (agosto de 2026), sob o modelo associativo tradicional, em processo avançado — mas não concluído — de negociação para conversão em SAF. A dívida do clube é estimada em R$ 871 milhões (LANCE!, 2025; A TARDE, 2026), e o peso do serviço dessa dívida é agravado pelo cenário macroeconômico: com a Selic próxima a 15% ao ano, os débitos corrigidos geram um impacto de quase R$ 100 milhões anuais apenas para equilibrar a conta corrente, sem sequer amortizar o principal (SAUDAÇÕES TRICOLORES, 2026a).

4.2.2 Dimensão de captação e tokenização

A proposta em negociação, apresentada pelo fundo Lazuli Partners em conjunto com a LZ Sports, prevê investimento total de R$ 6,9 bilhões ao longo de dez anos, com aporte inicial de R$ 500 milhões e assunção completa da dívida de R$ 871 milhões do clube (LANCE!, 2025). Estruturalmente, o modelo proposto difere dos casos de controlador único (como Bahia, Botafogo e Cruzeiro): prevê a formação de um fundo composto por 40 investidores torcedores adquirindo cotas da SAF, que seria acionista majoritária, com a associação mantendo participação minoritária cujo percentual seria definido pelo valor da dívida no momento da aquisição — estimado em uma divisão de 65% para o fundo e 35% para o clube. A operação está condicionada a uma renegociação prévia com os credores. Entretanto, a proposta original

previa aumento proporcional do investimento caso a dívida bruta fosse reduzida até o fim de 2025 — condição que não se verificou, levando a diretoria a considerar os valores insuficientes e a buscar reformular os termos (LANCE!, 2026). Em agosto de 2026, o clube seguia negociando uma nova proposta com objetivo de ampliar o aporte inicial, sem desfecho até o momento (SAUDAÇÕES TRICOLORES, 2026b). No campo da tokenização, o Fluminense também mantém fan token ativo via parceria com a Chiliz, com papel acessório equivalente ao observado no caso Bahia.

4.2.3 Dimensão regulatória e de governança

O caso fluminense é particularmente relevante para a dimensão de governança por dois motivos. Primeiro, porque a condicionalidade original da proposta (aumento de aporte vinculado à redução de dívida bruta) constitui, em si, um mecanismo de mercado análogo aos princípios de Fair Play Financeiro. Segundo, porque a gestão do clube tem explicitamente adotado a transparência processual como valor central da negociação, com o presidente afirmando pretender tornar públicas todas as etapas do processo e submetendo o desfecho a votação dos sócios (SAUDAÇÕES TRICOLORES, 2026b) — modelo de governança híbrida que contrasta com a concentração decisória observada no caso Bahia.

4.3 Corinthians: endividamento crescente sob modelo associativo

4.3.1 Dimensão financeira

O Corinthians representa, no conjunto de casos selecionados, o exemplo de clube que permanece integralmente sob o modelo associativo e cujo endividamento, longe de estabilizar-se, tende ao crescimento. A dívida total do clube, somando os débitos do clube social e os compromissos relativos à Neo Química Arena, atinge R$ 2,7 bilhões (ESPN BRASIL, 2026). Sob a métrica de dívida líquida — que desconta ativos financeiros do passivo bruto — levantamento da Sports Value publicado pela Exame já apontava o Corinthians na liderança do ranking nacional de endividamento líquido, com R$ 1,902 bilhão (EXAME, 2025), evidenciando uma trajetória de crescimento consistente independentemente da métrica utilizada. Parte desse endividamento decorre do financiamento da própria Arena: a dívida com a Caixa Econômica Federal, vinculada à construção do estádio, passou de R$ 400 milhões para cerca de R$ 700 milhões, sob remuneração baseada na Selic acrescida de 2% — custo próximo de 18% ao ano —, com amortização programada até dezembro de 2041 (LANCE!, 2026b).

Ainda assim, há sinais localizados de gestão de passivo: o clube firmou acordo com a Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (PGFN) que resultou em desconto de 46,6% sobre

uma dívida fiscal estimada em R$ 1,2 bilhão, reduzindo-a a R$ 679 milhões — redução líquida de aproximadamente R$ 200 milhões no passivo do clube (CORINTHIANS, 2026). Adicionalmente, a diretoria recorreu ao Regime de Centralização de Execuções (RCE) — mecanismo de natureza análoga ao regime de execução centralizada previsto na Lei da SAF, mas aplicável no âmbito associativo — para equacionar dívidas de R$ 190 milhões com diversos credores (ESPN BRASIL, 2026). Esses movimentos, no entanto, não têm sido suficientes para reverter a trajetória agregada de crescimento do passivo.

4.3.2 Dimensão de captação e tokenização

Diferentemente do Bahia e do Fluminense, o Corinthians não está em negociação formal com um fundo ou investidor específico para conversão em SAF; encontra-se em estágio de avaliação interna do modelo. O diretor financeiro do clube admite que a possibilidade de um cenário tributário mais vantajoso deve influenciar a decisão sobre a transformação societária (ESPN BRASIL, 2026) — sinalizando que, no caso corinthiano, a SAF é discutida mais como instrumento de otimização fiscal do que como veículo imediato de captação de investimento externo. No campo da tokenização, o Corinthians é o caso de maior maturidade entre os três analisados: foi um dos pioneiros brasileiros a lançar fan token, o $SCCP, em parceria com a Socios.com e a Chiliz, em setembro de 2021, esgotando 850 mil unidades em cerca de duas horas e captando R$ 8,8 milhões junto a compradores de 100 países (ARANTES et al., 2026). O clube tornou-se ainda o primeiro clube brasileiro a lançar uma campanha de NFTs, em parceria com a plataforma Sorare, no mesmo ano (ARANTES et al., 2026). Como discutido por Arantes et al. (2026), a valorização de fan tokens no mercado secundário está associada a episódios de volatilidade ligados a desempenho esportivo e a eventos de marketing pontuais, e não a fundamentos financeiros do clube emissor — o que ilustra o caráter especulativo e de baixa previsibilidade desse instrumento como fonte de receita recorrente.

4.3.3 Dimensão regulatória e de governança

O caso Corinthians evidencia como o modelo associativo tradicional, mesmo diante de sinais claros de insustentabilidade (endividamento crescente, custo de dívida elevado, risco de novas restrições contratuais), não gera por si só um movimento automático de conversão para SAF — a decisão permanece sujeita a fatores de governança interna, calendário político do clube e cálculo de vantagem tributária, e não apenas à lógica financeira que motivou originalmente a Lei 14.193/2021.

4.4 Síntese comparativa aprofundada

4.4.1 O exercício da "dívida ajustada" no caso Bahia

O achado mais relevante deste artigo para o problema de pesquisa decorre de um recálculo simples, mas revelador, a partir dos próprios dados publicados pelo Bahia SAF. Se a redução de dívida reportada (de R$ 821 milhões em 2024 para R$ 167,8 milhões em 2025 — queda nominal de 79,6%) for recomposta somando-se de volta os R$ 679 milhões reclassificados como AFAC, obtém-se uma dívida ajustada de aproximadamente R$ 846,8 milhões em 2025 — ou seja, uma variação de +3,1% em relação a 2024, e não a redução de quase 80% amplamente divulgada. Em outras palavras: expurgado o efeito puramente contábil da reclassificação, o passivo do clube esteve, na prática, estável ou marginalmente crescente no período — quadro substancialmente distinto da narrativa de "virada de chave" associada ao caso.

Esse recálculo também permite reinterpretar o indicador de alavancagem do clube. A relação dívida/receita líquida, que nos números oficiais cai para um patamar aparentemente saudável de 0,46x (R$ 167,8 mi / R$ 367,5 mi), sobe para 2,30x quando se utiliza a dívida ajustada. Adicionalmente, o aporte do CFG apenas em 2025 (R$ 907 milhões) foi 2,47 vezes superior à receita operacional líquida do clube no mesmo ano e quase dez vezes o valor pelo qual o prejuízo anual foi reduzido (R$ 91,9 milhões) — evidência de que o resultado financeiro do Bahia permanece fortemente dependente de aporte externo contínuo, e não de geração operacional própria.

4.4.2 Indicadores comparados entre os três casos

Indicador	Bahia	Fluminense	Corinthians
Status SAF	Convertido (2023)	Em negociação avançada	Em avaliação interna
Dívida — valor mais recente	R$ 167,8 mi (oficial) / R$ 846,8 mi (ajustada)	R$ 871 mi (proposta em negociação)	R$ 2,7 bi (projeção de até ~R$ 4 bi em 2026)
Variação no período de referência	−79,6% (oficial) / +3,1% (ajustada)	Estável (condição de redução até fim de 2025 não cumprida)	+48,1% (projeção 2026, se confirmada)
Relação dívida/receita	0,46x (oficial) / 2,30x (ajustada)	N/D — clube ainda associativo	N/D nesta pesquisa

Indicador	Bahia	Fluminense	Corinthians
Capital externo envolvido	R$ 907 mi só em 2025; R$ 1,1 bi acumulado em 3 anos (CFG)	R$ 500 mi de aporte inicial, de R$ 6,9 bi totais em 10 anos	Sem investidor definido
Redução de passivo por via própria	Não identificada isoladamente (redução vinculada ao AFAC)	Nenhuma até o momento	R$ 200 mi via acordo com a PGFN
Peso no endividamento setorial (R$ 16 bi, Sports Value 2025)	5,3% (ajustada) / 1,0% (oficial)	5,4%	16,9%

Nota metodológica: os percentuais de variação e a dívida ajustada do Bahia são estimativas próprias, calculadas a partir dos dados públicos citados nas subseções 5.1 a 5.3. A relação dívida/receita do Fluminense e do Corinthians não pôde ser calculada por falta de dado de receita líquida comparável nas fontes consultadas nesta etapa da pesquisa — ponto a ser complementado na consolidação final de dados.

4.4.3 Leitura conjunta

Somando-se as três dívidas na sua forma mais representativa (dívida ajustada do Bahia + dívida do Fluminense + dívida do Corinthians), chega-se a aproximadamente R$ 4,42 bilhões — o equivalente a 27,6% do endividamento setorial agregado de R$ 16 bilhões reportado pela Sports Value (2025), concentrados em apenas três dos mais de 150 clubes mapeados entre SAFs constituídas e associações que ainda avaliam a conversão. Esse dado, ainda que descritivo, ilustra um segundo achado relevante para a discussão da seção 6: o problema de endividamento do futebol brasileiro não é uniformemente distribuído, mas fortemente concentrado em um número reduzido de clubes de grande porte — o que tem implicações diretas para o desenho de qualquer política de Fair Play Financeiro que trate o setor de forma homogênea.

Do ponto de vista estritamente numérico, os três casos ocupam posições distintas em um mesmo espectro de "encobrimento contábil versus exposição bruta": o Bahia apresenta a dívida nominalmente mais baixa, mas sustentada por reclassificação e aporte contínuo; o Fluminense apresenta dívida intermediária, mas sem qualquer mecanismo de mitigação em curso (daí a estagnação da negociação); e o Corinthians apresenta a maior dívida em termos absolutos e a única trajetória de crescimento não contido, apesar de sinais localizados de gestão de passivo (PGFN, RCE). Essa gradação numérica sustenta empiricamente a tese de que a SAF, isoladamente, não determina o resultado financeiro — o que determina é a combinação entre desenho contratual, disposição de aporte do investidor e disciplina de execução.

5. Discussão e Considerações Finais

5.1 Retomando o paradoxo central

Este artigo partiu de um paradoxo empírico: entre 2021 e 2026, mais de 60 clubes brasileiros — chegando a 117 segundo o mapeamento mais recente do IBESAF (MIGALHAS, 2026) — converteram-se em Sociedade Anônima do Futebol, mecanismo desenhado precisamente para equacionar o histórico problema de endividamento do setor; ainda assim, o passivo agregado do futebol brasileiro não apenas persistiu, como voltou a crescer, atingindo R$ 16 bilhões em 2025 (SPORTS VALUE, 2025). A análise dos três casos selecionados — Bahia, Fluminense e Corinthians — permite qualificar esse paradoxo, e não apenas confirmá-lo: ele não decorre de uma falha genérica do modelo societário, mas de uma variação estrutural entre clubes na forma como a conversão (ou a sua negociação) se traduz — ou não — em solvência real.

O achado mais significativo deste artigo, obtido na seção 5.4, é que mesmo o caso mais frequentemente citado como evidência de sucesso da SAF — o Bahia — não sustenta, sob exame mais rigoroso, a narrativa de recuperação financeira genuína. A reclassificação contábil de R$ 679 milhões de empréstimos do CFG para a rubrica de AFAC produziu uma redução nominal de dívida de quase 80%, mas, quando essa reclassificação é revertida analiticamente, a dívida ajustada do clube se revela estável — com variação de apenas +3,1% no período —, e a relação dívida/receita salta de um confortável 0,46x para 2,30x. Esse resultado tem uma implicação metodológica importante para o campo de estudos sobre financeirização do esporte: indicadores de endividamento pós-SAF divulgados oficialmente por clubes não são diretamente comparáveis entre si nem ao longo do tempo, sem que se examine a composição qualitativa das variações reportadas.

5.2 Três padrões, um mesmo problema estrutural

A leitura conjunta dos casos sugere que a SAF, isoladamente, não é condição suficiente — nem sempre necessária no curto prazo — para a reorganização financeira de um clube; ela é, antes, um veículo cuja eficácia depende inteiramente da qualidade e da natureza do capital que a preenche. Os três casos ilustram três variações desse problema: no Bahia, a solvência aparente é sustentada por aporte contínuo de um controlador único e por engenharia contábil, não por geração operacional de caixa; no Fluminense, o mercado impôs, na proposta original, uma condicionalidade de resultado que, ao não ser cumprida, travou a negociação, expondo o risco de que clubes mais endividados sejam justamente os que têm mais dificuldade em atrair capital em condições favoráveis; e no Corinthians, observa-se um clube que permanece associativo, com endividamento crescente, no qual a SAF é discutida não como resposta

emergencial a uma crise de solvência iminente, mas como instrumento de otimização tributária de médio prazo.

Em conjunto, os três casos sustentam a resposta ao problema de pesquisa deste artigo: a conversão em SAF está associada a mudanças relevantes de governança e de acesso a capital, mas não garante, por si só, reorganização financeira sustentável — esta depende da natureza do capital aportado, variável que a SAF, como desenho institucional, não determina nem controla diretamente.

5.3 Tokenização: instrumento complementar, não estrutural

Os três casos analisados confirmam a hipótese levantada na seção 3.3: os fan tokens operam como instrumento complementar de receita e engajamento, mas com papel financeiro marginal frente à magnitude dos passivos discutidos. Essa conclusão converge com a de Arantes et al. (2026), cujo estudo de pesquisa documental sobre fan tokens no futebol brasileiro identifica, entre suas implicações práticas, a necessidade de reforçar mecanismos de proteção aos torcedores investidores diante de riscos de insolvência — constatação que decorre justamente da natureza especulativa e da baixa capilaridade financeira desses ativos frente ao porte das dívidas dos clubes emissores. O caso do Corinthians — o mais maduro dos três no uso desse instrumento — ilustra bem essa desproporção: mesmo o fan token mais estabelecido da amostra movimentou, em sua oferta inicial, R$ 8,8 milhões (ARANTES et al., 2026), cifra de ordem de grandeza muito inferior à dívida do clube (R$ 2,7 bilhões). Essa fragilidade estrutural da tokenização como resposta ao problema de endividamento é agravada pela ausência de regulação específica que confira a esses instrumentos maior previsibilidade e proteção ao investidor-torcedor (MARCELLO MACÊDO ADVOGADOS; WIN THE GAME, [s.d.]; ARANTES et al., 2026).

5.4 Implicações para o debate sobre Fair Play Financeiro no Brasil

Os achados deste artigo dialogam diretamente com a implementação, em 2026, do Sistema de Sustentabilidade Financeira (SSF) pela CBF (TIMES BRASIL, 2026) — mecanismo que busca conter, justamente, o tipo de descontrole financeiro que a análise dos casos evidencia mesmo entre clubes convertidos em SAF. A experiência internacional de Financial Fair Play (FFP) da UEFA oferece um contraponto teórico relevante para qualificar essa discussão.

Peeters e Szymanski (2014), em estudo publicado no periódico Economic Policy, analisam o impacto financeiro e esportivo do regime de FFP em quatro das principais ligas

europeias (Inglaterra, Espanha, Itália e França). Os autores demonstram que a regra de equilíbrio financeiro (break-even constraint) embutida no FFP teve o efeito de reduzir substancialmente a folha salarial média e a razão salário/faturamento dos clubes, ao mesmo tempo em que fortaleceu a posição competitiva dos clubes tradicionalmente dominantes — na medida em que restringiu justamente o mecanismo (aporte externo intensivo de investidores/patrocinadores) que permitia a clubes emergentes financiar uma ascensão esportiva rápida. Como os benefícios dessa regra para os consumidores (torcedores) permanecem incertos, os autores argumentam que regulações desse tipo, ao deslocarem renda entre os agentes do setor sem ganho líquido evidente, poderiam até esbarrar no direito da concorrência europeu (PEETERS; SZYMANSKI, 2014).

Essa conclusão dialoga diretamente com o caso Bahia analisado neste artigo: o aporte do CFG financiou uma ascensão esportiva acelerada exatamente por meio do mecanismo — capitalização intensiva via controlador único — que a regra europeia de break-even buscaria conter. Um regime de Fair Play Financeiro brasileiro inspirado no modelo da UEFA teria, portanto, potencial para restringir também esse padrão de dependência, mas enfrentaria o mesmo dilema identificado pelos autores: conter o aporte externo pode significar, na prática, blindar a posição de clubes já consolidados financeiramente e dificultar a entrada de investimento em clubes historicamente endividados — justamente o público que a Lei da SAF pretendeu beneficiar.

Já Preuss, Haugen e Schubert (2014), em artigo publicado no European Journal of Sport Studies, aplicam um modelo de teoria dos jogos para analisar a efetividade do FFP e demonstram que, por colocar os clubes em uma situação estruturalmente análoga a um Dilema do Prisioneiro, o regime cria fortes incentivos para que os clubes tentem contornar a regulação por meio do que os autores denominam "acrobacias financeiras" (creative book-keeping) — sendo necessário, para conter esse comportamento, não apenas a definição de sanções superiores ao benefício esperado do descumprimento, mas também mecanismos de transparência que reduzam o custo de monitoramento do regulador. Essa é precisamente a mecânica que a seção 5.4 deste artigo identificou no caso Bahia via AFAC: uma operação contabilmente lícita, mas que desloca a métrica de endividamento sem alterar a posição de dependência financeira do clube — o tipo de "arbitragem contábil" que a literatura internacional sobre enforcement de FFP já identificava como vulnerabilidade estrutural de qualquer regime baseado primariamente em indicadores de estoque de dívida, em vez de indicadores de fluxo e origem de capital (PREUSS; HAUGEN; SCHUBERT, 2014).

Essa dupla leitura da literatura internacional reforça o argumento central da seção 6.4: um eventual regime de Fair Play Financeiro brasileiro (SSF/CBF) que se inspire no modelo europeu precisaria incorporar explicitamente (i) regras de transparência sobre a natureza de reclassificações contábeis entre exigível e patrimônio líquido, de modo a evitar que instrumentos como o AFAC sejam utilizados para mascarar, ainda que licitamente, a real posição de endividamento de uma SAF; e (ii) parâmetros mínimos de sustentabilidade operacional (relação entre receita própria e despesa, independentemente de aporte externo), de modo a diferenciar clubes que geram capacidade própria de solvência daqueles estruturalmente dependentes de aporte contínuo de controladores — fechando exatamente a brecha que este artigo identificou empiricamente no caso Bahia, e evitando, ao mesmo tempo, os efeitos colaterais de reforço da desigualdade competitiva apontados por Peeters e Szymanski (2014) no contexto europeu.

5.5 Limitações do estudo

Este artigo apresenta limitações que devem ser reconhecidas. Primeiro, a amostra de três casos, embora selecionada com critério de contraste teórico (theoretical sampling), não permite generalizações estatísticas para o universo de mais de 150 clubes mapeados entre SAFs constituídas e clubes ainda associativos — os achados devem ser lidos como hipóteses analiticamente robustas, mas empiricamente circunscritas aos casos estudados. Segundo, a comparação numérica da seção 5.4 não pôde incluir a relação dívida/receita para Fluminense e Corinthians, por indisponibilidade de dado de receita líquida comparável nas fontes secundárias consultadas — lacuna que fragiliza parcialmente a comparabilidade direta entre os três casos e que fica registrada como agenda de pesquisa futura. Terceiro, o caso Fluminense, por não ter a conversão para SAF ainda consumada, foi analisado em um momento de transição (negociação em curso), o que significa que seus dados financeiros podem mudar substancialmente após o fechamento efetivo de um acordo — a análise aqui apresentada, portanto, tem validade temporal circunscrita a agosto de 2026.

5.6 Considerações finais

Passados cinco anos da promulgação da Lei 14.193/2021, o caso brasileiro oferece uma lição relevante para a literatura internacional sobre financeirização e propriedade estrangeira no futebol: reformas institucionais que alteram a estrutura de governança e abrem o capital de organizações esportivas a investidores externos não produzem, automaticamente, disciplina financeira — elas criam as condições para essa disciplina, mas sua efetividade depende de

variáveis que permanecem, em grande medida, fora do escopo do desenho legal: a qualidade do capital aportado, a existência de condicionalidades de desempenho vinculantes, e a capacidade — ainda incipiente no Brasil — de um regime de Fair Play Financeiro capturar não apenas o estoque de dívida reportado, mas a natureza e a origem das variações desse estoque ao longo do tempo. O paradoxo que abriu este artigo — mais conversões, mais dívida agregada — não é, portanto, uma contradição a ser resolvida por mais SAFs, mas um sintoma de que a reestruturação societária, sem regulação complementar robusta sobre a qualidade do capital e a transparência contábil, tende a reproduzir, sob nova roupagem institucional, o mesmo padrão de dependência financeira que a lei se propôs a superar.

Referências

A TARDE. Bahia SAF: balanço de 3 anos, títulos, dívidas e planos do Grupo City. Salvador, 5 maio 2026. Disponível em: https://atarde.com.br/esportes/bahia-saf-balanco-de-3-anos-titulos-dividas-e-planos-do-grupo-city-1387919. Acesso em: 8 ago. 2026.

A TARDE. Clube da Série A recusa R$ 6,9 bilhões para virar SAF e aguarda oferta. Salvador, 2026. Disponível em: https://atarde.com.br/esportes/clube-da-serie-a-recusa-r-69-bilhoes-para-virar-saf-e-aguarda-oferta-1397682. Acesso em: 8 ago. 2026.

ARANTES, J. C.; CESAR, A. O.; ANTUNES, M. M.; DOMINGUES, J. S.; REIS, R. M.; TELLES, S. C. C. Criptoativos no futebol brasileiro: um estudo sobre fan tokens. Revista de Gestão Social e Ambiental (RGSA), v. 20, n. 1, p. 1-20, e014241, 2026. DOI: https://doi.org/10.24857/rgsa.v20n1-042.

BAHIA NOTÍCIAS. Bahia SAF salta para R$ 367 milhões em receitas e reduz prejuízo; especialista analisa avanço financeiro. Salvador, 18 abr. 2026. Disponível em: https://www.bahianoticias.com.br/esportes/bahia/33609-bahia-saf-salta-para-r-367-milhoes-em-receitas-e-reduz-prejuizo-especialista-analisa-avanco-financeiro. Acesso em: 8 ago. 2026.

BRASIL. Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021. Institui a Sociedade Anônima do Futebol (SAF). Diário Oficial da União, Brasília, DF, 2021.

CORINTHIANS. Corinthians firma acordo com a PGFN e reduz dívida em cerca de R$ 200 milhões. São Paulo: Agência Corinthians, 6 fev. 2026. Disponível em: https://www.corinthians.com.br/noticias/corinthians-firma-acordo-com-a-pgfn-e-reduz-divida-em-cerca-de-r-200-milhoes. Acesso em: 8 ago. 2026.

ERNST & YOUNG. Estudo sobre o passivo líquido dos clubes de futebol brasileiros. 2021.

ESPN BRASIL. Diretor do Corinthians vê SAF como caminho, detalha dívida de R$ 2,7 bilhões e diz: 'Dá para pagar em cinco anos'. 1 abr. 2026. Disponível em: https://www.espn.com.br/futebol/corinthians/artigo/_/id/16515688/. Acesso em: 8 ago. 2026.

ESPORTE CLUBE BAHIA S.A.F. Demonstrações Financeiras e Relatório dos Auditores Independentes — exercício de 2025. Salvador, 2026. Disponível em: https://esporteclubebahia.com.br/wp-content/uploads/2026/04/. Acesso em: 8 ago. 2026.

EXAME. Os 5 clubes com maior dívida líquida no Brasil — 4 deles são SAF; veja lista completa. São Paulo, 13 ago. 2025. Disponível em: https://exame.com/esporte/os-5-clubes-com-maior-divida-liquida-no-brasil-4-deles-sao-saf-veja-lista-completa/. Acesso em: 8 ago. 2026.

FORBES BRASIL. Clubes brasileiros da Série A registram faturamento recorde de R$ 14,9 bilhões, mas dívidas acompanham crescimento. São Paulo, 19 maio 2026. Disponível em: https://forbes.com.br/forbes-money/2026/05/clubes-brasileiros-da-serie-a-registram-faturamento-recorde-de-r-149-bilhoes-mas-dividas-acompanham-crescimento/. Acesso em: 8 ago. 2026.

JORNAL DA PARAÍBA. Modelo SAF perde ritmo no futebol brasileiro em 2026; veja times que aderiram. 16 maio 2026. Disponível em: https://jornaldaparaiba.com.br/esportes/modelo-saf-perde-ritmo-no-futebol-brasileiro-em-2026-veja-times-que-aderiram. Acesso em: 8 ago. 2026.

LANCE!. Brasileirão ganha nova SAF em 2026, mas mantém mesmo número de clubes; veja lista. 27 jan. 2026. Disponível em: https://www.lance.com.br/lance-negocios/brasileirao-ganha-nova-saf-em-2026-mas-mantem-mesmo-numero-de-clubes-veja-lista.html. Acesso em: 8 ago. 2026.

LANCE!. Corinthians tenta renegociar dívida com a Caixa e evitar bloqueio de receitas. 2026. Disponível em: https://www.lance.com.br/corinthians/corinthians-tenta-renegociar-divida-com-a-caixa-e-evitar-bloqueio-de-receitas.html. Acesso em: 8 ago. 2026.

LANCE!. Fluminense aguarda nova proposta pela SAF, diz Montenegro. 2026. Disponível em: https://www.lance.com.br/fluminense/fluminense-aguarda-nova-proposta-pela-saf-diz-montenegro.html. Acesso em: 8 ago. 2026.

LANCE!. Proposta da SAF Fluminense: R$ 6,9 bi em investimentos e assunção da dívida. 9 set. 2025. Disponível em: https://www.lance.com.br/fluminense/proposta-da-saf-fluminense-r-69-bi-em-investimentos-e-assuncao-da-divida.html. Acesso em: 8 ago. 2026.

MARCELLO MACÊDO ADVOGADOS; WIN THE GAME. Mapeamento dos contratos entre entidades esportivas e empresas cripto no Brasil. [s.d.].

MIGALHAS. O mapa dos clubes que não constituíram ou se transformaram em SAF. Coluna Meio de Campo, 6 mar. 2026. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/coluna/meio-de-campo/451021/. Acesso em: 8 ago. 2026.

MONITOR MERCANTIL. Alavancagem e governança: o mapa econômico das SAFs e o novo equilíbrio de poder em 2026. 18 mar. 2026. Disponível em: https://monitormercantil.com.br/alavancagem-e-governanca-o-mapa-economico-das-safs-e-o-novo-equilibrio-de-poder-em-2026/. Acesso em: 8 ago. 2026.

MONTEIRO, V. B. Um ensaio sobre os reflexos da Lei Pelé na gestão financeira dos clubes de futebol. Revista de Gestão e Negócios do Esporte, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 102-120, jan./jun. 2021.

NAKAMURA, W. T.; CERQUEIRA, S. de A. A nova era do futebol brasileiro e clubes geridos como negócio. Revista de Administração Contemporânea (RAC), v. 25, n. 4, p. 1-5, 2021.

PEETERS, T.; SZYMANSKI, S. Financial fair play in European football. Economic Policy, v. 29, n. 78, p. 343-390, 2014. DOI: https://doi.org/10.1111/1468-0327.12031.

PREUSS, H.; HAUGEN, K. K.; SCHUBERT, M. UEFA financial fair play: the curse of regulation. European Journal of Sport Studies, v. 2, n. 1, p. 33-51, 2014.

RODRIGUES, M. G. Clube empresa: Sociedade Anônima de Futebol como alternativa de refinanciamento das altas dívidas dos clubes de futebol brasileiros. 2021. Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Econômicas) — Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2021.

ROMEU AMARAL ADVOGADOS. SAF Bahia divulga primeiro balanço financeiro com 86% de dívidas quitadas. 9 maio 2024. Disponível em: https://romeuamaral.com.br/saf-bahia-divulga-primeiro-balanco-financeiro-com-86-de-dividas-quitadas/. Acesso em: 8 ago. 2026.

SAUDAÇÕES TRICOLORES. Com foco na transparência, presidente do Fluminense detalha projeto da SAF e exige quitação integral da dívida. 23 jun. 2026a. Disponível em: https://www.saudacoestricolores.com/. Acesso em: 8 ago. 2026.

SAUDAÇÕES TRICOLORES. Mattheus Montenegro revela negociação por nova proposta de SAF do Fluminense e mira aumento no aporte inicial. 4 ago. 2026b. Disponível em: https://www.saudacoestricolores.com/. Acesso em: 8 ago. 2026.

SPORTS VALUE. Levantamento sobre o endividamento do futebol brasileiro. 2025.

TIMES BRASIL. Brasileirão 2026 começa com recorde de SAFs e fair play financeiro. 28 jan. 2026. Disponível em: https://timesbrasil.com.br/entretenimento/esportes/brasileirao-2026-comeca-com-recorde-de-safs-e-fair-play-financeiro/. Acesso em: 8 ago. 2026.

UM DOIS ESPORTES. Ranking de dívidas das SAFs: Prejuízo bilionário no futebol brasileiro. 12 maio 2026a. Disponível em: https://www.umdoisesportes.com.br/futebol-brasileiro/rankings-dividas-safs-prejuizo-bilionario/. Acesso em: 8 ago. 2026.