VIABILIDADE FINANCEIRA DE LONGO PRAZO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS DO FUTEBOL BRASILEIRAS

Krislan de O. Arnold[1]
Alessandra Fernandes Bichof[2]

RESUMO

A Lei nº 14.193/2021 instituiu a Sociedade Anônima do Futebol (SAF), abrindo possibilidade de capitalização externa por meio de controladores estratégicos, especialmente grupos internacionais de *multi-club ownership* (MCO). Este estudo avalia a viabilidade financeira de longo prazo das SAFs brasileiras controladas por investidores institucionais estrangeiros, examinando se a operação de futebol gera caixa suficiente para sustentar a continuidade do negócio de forma autônoma e qual o papel do controlador como variável determinante dessa viabilidade. A pesquisa adota caráter exploratório-descritivo com estudo de casos múltiplos, utilizando como amostra Botafogo SAF (Eagle Football Holdings) e Bahia SAF (City Football Group), no recorte de 2019 a 2024. A análise integra três dimensões: solvência e estrutura de capital; geração de caixa operacional; e capacidade de continuidade operacional (*going concern*), avaliada por sinais antecedentes reconhecidos pela literatura contábil. A análise é complementada por exame contrafactual em que os aportes do controlador são removidos dos demonstrativos para avaliar a viabilidade operacional autônoma de cada clube. Os achados indicam que, em ambos os casos, a operação principal de futebol não gera caixa suficiente para honrar o serviço da dívida e sustentar o capital de giro, sendo a viabilidade reportada integralmente dependente dos aportes do controlador, fator estratégico exógeno aos indicadores financeiros da SAF.

Palavras-chave: Sociedade Anônima do Futebol. Viabilidade financeira. *Going concern. Multi-club ownership*. Análise contrafactual.

[1] Aluno do 5º período do curso de Mercado Financeiro da FAE Centro Universitário. Bolsista do Programa de Apoio à Iniciação Científica (PAIC 2025–2026). *E-mail*: krislan.arnold@mail.fae.edu.

[2] Orientadora da Pesquisa. Mestre em Educação pela Universidade São Francisco. Professora da FAE Centro Universitário. *E-mail*: alessandra.bichof@fae.edu.

INTRODUÇÃO

A Lei nº 14.193/2021 marcou o futebol brasileiro ao criar a Sociedade Anônima do Futebol (SAF) como via jurídica para a reorganização societária dos clubes. Em menos de cinco anos de vigência, o modelo se consolidou como fenômeno de mercado: um levantamento do Instituto Brasileiro de Estudos e Desenvolvimento da Sociedade Anônima do Futebol (IBESAF) registrava 117 SAFs com CNPJ ativo no país em julho de 2025, com forte concentração em São Paulo, Paraná, Minas Gerais e Santa Catarina (Castro, 2025). No Brasileirão Série A de 2026, seis dos vinte clubes da elite disputam a competição sob o modelo de Sociedade Anônima do Futebol: Atlético-MG, Bahia, Botafogo, Coritiba, Cruzeiro e Vasco. Entre eles estão os dois casos examinados neste estudo, o que reforça o deslocamento do debate sobre o futebol da esfera associativa para a esfera do mercado de capitais.

Entre as SAFs constituídas, ganha destaque um subgrupo específico: aquelas controladas por grupos internacionais de *multi-club ownership* (MCO)[3], que integram o clube brasileiro a portfólios globais de futebol. Esses casos representam a tipologia mais visível e capitalizada do modelo brasileiro, concentrando tanto a maior parte dos aportes externos efetivamente realizados quanto a expectativa pública mais elevada de transformação operacional. Botafogo SAF (controlada pela Eagle Football Holdings desde 2022) e Bahia SAF (controlada pelo City Football Group desde 2023) são os exemplos paradigmáticos dessa configuração.

A conversão em SAF e a entrada de um controlador institucional estrangeiro, contudo, não garantem por si só a viabilidade econômica do clube no longo prazo. A literatura financeira reconhece que a continuidade operacional (*going concern*) de uma empresa depende de três condições estruturais: capacidade de honrar o serviço da dívida nos próximos exercícios, capacidade de a operação principal produzir caixa suficiente para cobrir custos, investimento recorrente e capital de giro, e possibilidade de a operação se expandir ao longo do tempo sem requerer aporte contínuo de capital externo (Damodaran, 2006; Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC, 2019). No setor do futebol, essas condições são pressionadas por receitas voláteis vinculadas a desempenho esportivo, custos com folha de atletas que tipicamente representam entre sessenta e cem por cento da receita operacional, e ciclos de reinvestimento intangível que pressionam o capital de giro (Deloitte, 2025; Union of European Football Associations - UEFA, 2022). Quando o clube opera com aporte recorrente do controlador,

[3] *Multi-club ownership* (propriedade multiclubes): modelo no qual um mesmo grupo econômico controla, simultaneamente, vários clubes de futebol em diferentes países.

esses indicadores se tornam menos transparentes: a injeção de capital externo melhora a solvência reportada sem refletir necessariamente a viabilidade da operação principal.

Diante desse cenário, este estudo adota como questão central de pesquisa: em que condições as Sociedades Anônimas do Futebol brasileiras controladas por grupos institucionais estrangeiros demonstram capacidade de continuidade operacional autônoma, e qual o papel do controlador como variável determinante de sua viabilidade financeira de longo prazo? A resposta a essa questão requer integração de dois planos analíticos: o primeiro examina os indicadores de solvência, geração de caixa e continuidade operacional na sua forma reportada; o segundo examina, em caráter contrafactual, qual seria a condição financeira da SAF na ausência dos aportes do controlador, isolando a contribuição da operação de futebol em si. O contraste entre os dois planos permite identificar em que medida a viabilidade reportada decorre da operação principal e em que medida decorre do suporte externo recebido.

Para a consecução do objetivo geral de avaliar a viabilidade financeira de longo prazo das SAFs controladas por grupos institucionais estrangeiros, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- caracterizar economicamente o ativo “clube de futebol” e o regime jurídico aplicável à Sociedade Anônima do Futebol, identificando as variáveis estruturais que afetam viabilidade de longo prazo;
- sistematizar os indicadores de solvência, geração de caixa e continuidade operacional aplicáveis à análise financeira de SAFs brasileiras de grande porte;
- aplicar os indicadores às demonstrações financeiras das duas SAFs analisadas, comparando os exercícios pré e pós-conversão societária em cada caso;
- avaliar, em caráter contrafactual, a viabilidade operacional autônoma de cada SAF por meio da remoção dos aportes realizados pelo controlador dos demonstrativos auditados;
- discutir o papel do controlador institucional estrangeiro como variável determinante da viabilidade financeira observada e suas implicações para credores, acionistas minoritários e órgãos reguladores.

1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

1.1 SAF: ARCABOUÇO NORMATIVO E ENCARGO ESTRUTURAL

Nos termos da Lei nº 14.193/2021, a SAF é instituída como companhia destinada à exploração do futebol profissional, submetida a regime jurídico próprio e, de forma subsidiária, às regras gerais aplicáveis às sociedades por ações e ao ordenamento desportivo (Brasil, 2021; Brasil, 1976; Brasil, 1998). Embora o enquadramento societário siga o padrão da Lei das Sociedades por Ações, o diploma específico introduz particularidades com consequência econômica direta para a análise de viabilidade financeira de longo prazo.

O marco legal prevê três formas distintas de constituição: transformação da associação em SAF, cisão do departamento de futebol ou constituição por terceiros (Brasil, 2021). Essas alternativas produzem diferenças relevantes de perímetro econômico entre períodos pré e pós-reorganização, o que exige cautela na comparação longitudinal dos números e recomenda a reconstrução de demonstrações *pro forma* quando possível. Para os dois casos da amostra deste estudo, a constituição ocorreu por cisão parcial do departamento de futebol da associação preexistente, com transferência seletiva de ativos e passivos do clube associativo para a nova pessoa jurídica.

Quanto ao passivo, a Lei nº 14.193/2021 estrutura mecanismos para tratamento do legado do clube instituidor, notadamente por meio da destinação obrigatória de parcela das receitas correntes e das receitas extraordinárias da SAF para pagamento dos credores originais do clube (Brasil, 2021). Essa destinação, aqui denominada encargo *estrutural*, opera como dreno permanente sobre o fluxo de caixa disponível ao acionista no horizonte contratado, tipicamente de seis anos prorrogáveis por mais quatro. Sob a ótica de viabilidade de longo prazo, isso significa que o fluxo de caixa operacional da SAF não está integralmente disponível para amortização da dívida, reinvestimento ou distribuição: parcela contratual deve ser direcionada ao Regime Centralizado de Execuções (RCE) instituído para liquidação dos passivos preexistentes da associação.

Adicionalmente, a Lei nº 14.193/2021 instituiu regime tributário específico para as SAFs, unificando em alíquota concentrada sobre a receita bruta o pagamento dos principais tributos federais. Essa economia fiscal representa efeito material sobre o resultado operacional e, consequentemente, sobre a capacidade de geração de caixa, motivo pelo qual deve ser isolada na análise comparativa pré e pós-conversão.

No campo da governança, a lei introduz requisitos mínimos de estrutura decisória e fiscalização, aproximando a SAF de um padrão corporativo com órgãos permanentes, regras de elegibilidade e obrigações de transparência. Do ponto de vista da análise financeira, esse

ganho de rastreabilidade amplia o conjunto de informações disponíveis para o credor e o investidor, viabilizando aplicação de indicadores convencionais de solvência e geração de caixa, antes pouco confiáveis sob o regime associativo (Jensen; Meckling, 1976; Fama; Jensen, 1983).

1.2 CARACTERIZAÇÃO ECONÔMICA DO ATIVO "CLUBE DE FUTEBOL"

A análise financeira aplicada a um clube de futebol exige reconhecimento prévio de que se trata de um ativo econômico com perfil distinto das companhias convencionais. Três características definem esse perfil e condicionam diretamente a avaliação de viabilidade de longo prazo.

Primeiro, a receita apresenta decomposição setorialmente típica em três blocos: *matchday*[4] (bilheteria, sócio-torcedor, hospitalidade), *broadcasting* (direitos de transmissão de competições nacionais e internacionais) e *commercial* (patrocínios, licenciamentos, *naming rights*[5] e operações comerciais correlatas). Adicionalmente, as receitas de negociação de atletas compõem linha separada na demonstração do resultado, com natureza predominantemente não recorrente, elevada volatilidade interanual e dependência do calendário global de janelas de transferência. Em média, no futebol europeu de elite, os três blocos recorrentes representam aproximadamente quinze por cento, quarenta por cento e quarenta e cinco por cento da receita total, respectivamente, segundo o Deloitte Football Money League (Deloitte, 2025). No futebol brasileiro, a dependência histórica de *broadcasting* tende a ser superior. Para fins de análise de viabilidade, é fundamental separar receita recorrente de receita não recorrente, dado que a primeira representa a capacidade operacional estrutural do clube e a segunda depende de janelas de transferência específicas e variáveis (PWC, 2024).

Segundo a estrutura de custos apresenta rigidez operacional elevada, com concentração em folha salarial de atletas e comissão técnica. A relação entre custo do futebol e receita, usualmente monitorada por meio do *squad cost ratio* (custos do futebol sobre receita), é indicador central de sustentabilidade financeira e tem sido formalizada como métrica regulatória em ligas europeias. O regulamento de licenciamento e sustentabilidade financeira da UEFA (2022) estabeleceu teto de setenta por cento da receita operacional para gastos com elenco e comissão técnica, implementado de forma escalonada (noventa por cento em 2023/24, oitenta por cento em 2024/25, setenta por cento a partir de 2025/26). Clubes que operam consistentemente acima desse teto apresentam, por construção, dificuldade estrutural de geração de superávit operacional, dado que o componente principal do custo já consome a totalidade ou parcela superior à totalidade da receita corrente.

---

4 *Matchday*: receitas de dia de jogo, tais como bilheteria, programa de sócio-torcedor e hospitalidade no estádio.

5 *Naming rights*: direitos de nomeação, isto é, a venda do direito de dar nome a um estádio, arena ou competição.

Terceiro, o balanço de um clube é dominado por ativos intangíveis (direitos federativos e econômicos de atletas, marca, direitos de imagem), cujo reconhecimento, mensuração e teste de recuperabilidade são regidos pelo IAS 38 (IFRS Foundation, [s.d.a]) e, no caso de arrendamentos de infraestrutura esportiva, pelo IFRS 16 (IFRS Foundation, [s.d.b). A distinção entre direito federativo (vínculo esportivo, indivisível e intransferível a investidores externos) e direito econômico (fração monetária de eventual transferência) é fundamental para a análise de viabilidade, pois determina o que efetivamente pode ser monetizado em cenário de necessidade de liquidez (FIFA, 2024). A combinação de amortização contábil intensiva desses intangíveis com a volatilidade das transações no mercado de transferências distorce a comparação simples de lucro e margem entre períodos, recomendando análise integrada da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) com a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) e o balanço patrimonial. No diagnóstico de viabilidade, o mix de receitas é o ponto de partida para avaliação da diversificação, a relação custo do futebol sobre receita captura o poder operacional, e a capacidade de conversão de resultado em caixa determina o valor econômico do clube (Damodaran, 2006; PWC, 2024).

1.3 VIABILIDADE OPERACIONAL DE LONGO PRAZO: SOLVÊNCIA, GERAÇÃO DE CAIXA E CONTINUIDADE OPERACIONAL

A avaliação de viabilidade financeira de longo prazo de uma SAF, neste estudo, adota três critérios analíticos complementares. O agrupamento desses critérios em uma única estrutura analítica busca capturar dimensões distintas, porém integradas, da capacidade de continuidade operacional do negócio.

1.3.1 Solvência

Refere-se à capacidade de a empresa honrar o serviço de sua dívida contratual nos exercícios subsequentes. Os indicadores tradicionalmente utilizados são: dívida líquida sobre EBITDA, que mensura o número de anos necessários para amortizar a dívida com a capacidade atual de geração de resultado; cobertura de juros (EBITDA sobre despesa financeira), que mensura quantas vezes o resultado operacional cobre as despesas financeiras do exercício; e dívida sobre ativo total, que mensura o grau de comprometimento patrimonial. Na literatura corporativa convencional, valores superiores a quatro vezes para dívida líquida sobre EBITDA e inferiores a duas vezes para cobertura de juros são tradicionalmente considerados sinalizadores de *stress* financeiro (Damodaran, 2006). No contexto específico das SAFs brasileiras, esses

indicadores devem ser interpretados considerando a estrutura particular da dívida onerosa, que compreende não apenas empréstimos e financiamentos bancários, mas também parcelamentos tributários, credores por participação em atletas e acordos a pagar, refletindo a configuração efetiva de passivos onerosos típica dos clubes brasileiros.

1. 3. 2 Geração de caixa operacional

A solvência mensurada pelo EBITDA é *proxy* do potencial de geração de caixa, mas não captura efetivamente o caixa gerado, dado que o EBITDA é resultado por regime de competência e a posição de caixa depende adicionalmente das variações no capital de giro, dos efeitos não recorrentes e da política contábil de reconhecimento de receitas. Para fins de análise de viabilidade, a DFC é o demonstrativo de referência, com destaque para: fluxo de caixa das atividades operacionais (FCO), que mensura o caixa efetivamente gerado pela operação principal; razão FCO sobre EBITDA, que mensura a qualidade de conversão do resultado em caixa; e investimento em ativos intangíveis (aquisição de direitos federativos de atletas), que pressiona o caixa disponível para serviço da dívida e distribuição.

1.3. 3 Continuidade operacional (*going concern*)

Conceito contábil tradicionalmente capturado na auditoria por meio do princípio do CPC 00 (Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro), que define a continuidade operacional como uma das premissas básicas da elaboração das demonstrações financeiras (Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC, 2019). Quando o auditor identifica fatores que geram incerteza relevante sobre a capacidade de a entidade prosseguir como uma empresa em continuidade nos próximos doze meses, deve emitir ressalva específica ou, em casos mais graves, abstenção de opinião. Para SAFs, os sinais antecedentes tradicionalmente reconhecidos pela literatura contábil incluem patrimônio líquido negativo (passivo a descoberto), capital circulante líquido negativo, cobertura de juros recorrentemente abaixo de uma vez, EBITDA recorrentemente negativo e dependência declarada de aporte de controlador para honrar compromissos correntes. O não atendimento de qualquer uma das três condições estruturais (solvência, geração de caixa e inexistência de sinais antecedentes) caracteriza dependência estrutural de fonte externa de financiamento, situação que será objeto de exame contrafactual específico nas seções subsequentes deste estudo.

2 METODOLOGIA

2.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

A pesquisa adota caráter aplicado, com objetivo exploratório-descritivo e abordagem de estudo de casos múltiplos com análise comparativa. O foco é avaliar a viabilidade financeira de longo prazo de Sociedades Anônimas do Futebol brasileiras controladas por grupos institucionais estrangeiros, examinando tanto a condição financeira reportada quanto, em caráter contrafactual, a viabilidade operacional autônoma de cada caso na ausência dos aportes do controlador. A análise comparativa é operacionalizada em duas dimensões: comparação longitudinal, entre exercícios pré e pós-conversão a SAF em cada um dos dois casos analisados, aproveitando o recorte temporal de 2019 a 2024 que compreende exercícios anteriores e posteriores à data específica de conversão societária em cada caso; e comparação transversal entre os dois clubes sob regime SAF, explorando como diferenças de estrutura de aporte do controlador se refletem nos indicadores de viabilidade. Reconhece-se que a ausência de um caso sob regime associativo na amostra limita a capacidade de inferência causal sobre o efeito isolado da conversão, motivo pelo qual a análise é primariamente descritiva e comparativa entre casos sob o mesmo regime.

2.2 AMOSTRA: CRITÉRIOS DE SELEÇÃO

A amostra foi definida de forma intencional e restrita a dois clubes brasileiros sob regime de Sociedade Anônima do Futebol, ambos com controle detido por grupos institucionais estrangeiros de *multi-club ownership*. A escolha pelo critério de "SAF com controlador institucional estrangeiro de MCO" é justificada por três razões metodológicas.

Primeiro, esse subgrupo concentra a maior parte dos aportes externos efetivamente realizados em SAFs brasileiras até o momento, sendo, portanto, o conjunto de casos em que a hipótese de viabilidade dependente do controlador pode ser testada empiricamente com dados primários consistentes. Segundo a comparabilidade entre os dois casos é maior do que seria entre casos com tipologias contrastantes de controlador (institucional estrangeiro versus investidor financeiro nacional, por exemplo), reduzindo a variância explicada por características do controlador e ampliando a variância explicada pela estrutura operacional de cada clube. Terceiro, a disponibilidade pública de demonstrações financeiras auditadas é robusta nos dois casos selecionados, viabilizando a aplicação consistente dos indicadores de viabilidade definidos na seção 1.3.

A amostra é composta pelos seguintes clubes:

- **Botafogo SAF (RJ):** constituída como SAF em 22 de dezembro de 2021 por cisão parcial do departamento de futebol do Botafogo de Futebol e Regatas (BFR), com início efetivo de operações em fevereiro de 2022. Controle detido pela Eagle Football Holdings, holding internacional de *multi-club ownership* liderada por John Textor, com posições adicionais no Olympique Lyonnais (França) e participação anterior no Crystal Palace (Inglaterra). Opera na Série A do Campeonato Brasileiro, com desempenho esportivo de destaque em 2024 (títulos da Copa Libertadores e do Campeonato Brasileiro). Representa, na amostra, o caso de SAF com controlador estrangeiro estratégico e inserção em portfólio internacional consolidado (Botafogo de Futebol e Regatas – BFR, 2026).
- **Bahia SAF (BA):** constituída como SAF em fevereiro de 2023 por cisão parcial do departamento de futebol do Esporte Clube Bahia, com transferência da operação efetivada em 30 de abril de 2023. Controle detido pelo City Football Group (CFG), conglomerado internacional de *multi-club ownership* ancorado no Manchester City e detentor de participação em dezenas de clubes ao redor do mundo. Opera na Série A do Campeonato Brasileiro. Representa, na amostra, o caso de SAF com controlador institucional de longo prazo, com histórico consolidado de gestão de clubes em múltiplas geografias (Esporte Clube Bahia - ECB, 2026).

O recorte temporal abrange os exercícios de 2019 a 2024, capturando três exercícios pré-conversão a SAF para o Botafogo (2019, 2020 e 2021, referentes ao consolidado BFR), três exercícios sob regime SAF (2022, 2023 e 2024), quatro exercícios pré-conversão para o Bahia (2019, 2020, 2021 e 2022, referentes à associação Esporte Clube Bahia) e dois exercícios sob regime SAF (2023 e 2024). Reconhece-se, como limitação metodológica, que o período pós-SAF é relativamente curto em ambos os casos, o que restringe a capacidade de inferência estatística robusta e exige que as conclusões sejam interpretadas como evidências preliminares, sujeitas a revisão conforme a acumulação de mais exercícios sob o novo regime.

2.3 VARIÁVEIS, INDICADORES E FONTES DE DADOS

Os dados primários da pesquisa são extraídos das demonstrações financeiras auditadas publicadas pelos dois clubes no período 2019-2024, complementados por notas explicativas, relatórios de administração e relatórios dos auditores independentes.

As variáveis são organizadas em três blocos, alinhados aos critérios de viabilidade definidos na seção 1.3. O **Bloco 1 - receita, custos e disciplina operacional** compreende

a receita operacional líquida (decomposta por *matchday*, *broadcasting* e *commercial* quando disponível), a variação interanual da receita, o custo do futebol, o EBITDA proxy (resultado operacional antes do financeiro acrescido da depreciação e amortização), a margem EBITDA e o *squad cost ratio*. O **Bloco 2 - solvência e estrutura de capital** compreende a dívida onerosa total (empréstimos, parcelamentos tributários, credores por participação em atletas e acordos a pagar), o caixa, a dívida líquida e os múltiplos dívida líquida sobre EBITDA, cobertura de juros e dívida sobre ativo total. O **Bloco 3 - geração de caixa e continuidade operacional** compreende o fluxo de caixa das atividades operacionais (FCO), a razão FCO sobre EBITDA, o investimento em intangíveis (CAPEX[6] em direitos federativos) e a verificação dos sinais antecedentes de inviabilidade reconhecidos pela literatura contábil (patrimônio líquido negativo, capital circulante líquido negativo, cobertura de juros abaixo de uma vez, EBITDA recorrentemente negativo, ressalva ou abstenção de opinião pelo auditor) (BFR, 2026; ECB, 2026).

2.4 PROCEDIMENTO DE ANÁLISE CONTRAFACTUAL

A análise contrafactual aplicada na seção 3.5 busca isolar a contribuição da operação de futebol em si para a viabilidade financeira reportada, removendo dos demonstrativos auditados os efeitos diretamente atribuíveis aos aportes do controlador no período. O procedimento compreende: identificação no balanço patrimonial e nas notas explicativas das rubricas que registram aportes do controlador (capital social subscrito além do mínimo de constituição da SAF, adiantamento para futuro aumento de capital, empréstimos com partes relacionadas e cessões de receita estruturadas); remoção dessas rubricas do passivo (ou patrimônio líquido, conforme classificação) e, simetricamente, do caixa que delas decorreu, gerando balanço *pro forma*; e recálculo dos indicadores de solvência sobre o balanço *pro forma* para comparação com os valores reportados. Reconhece-se que o procedimento envolve premissas simplificadoras (assume-se que, na ausência dos aportes, a SAF não teria substituído essas fontes por outras de mercado e que as despesas operacionais permaneceriam constantes), o que tende a produzir cenário contrafactual mais favorável que o resultado real provável, motivo pelo qual a análise deve ser interpretada como limite superior da viabilidade autônoma estimada.

[6] CAPEX (capital expenditure): investimento em ativos de longo prazo; no caso, a aquisição de direitos federativos de atletas.

3 ANÁLISE DOS RESULTADOS

3.1 RECEITA, CUSTOS E DISCIPLINA OPERACIONAL

As TABS. 1 e 2 sintetizam a trajetória de receita, custo do futebol, EBITDA, margem EBITDA e *squad cost ratio* dos dois clubes no período 2019-2024. Os dados estão expressos em milhares de reais.

TABELA 1 - Receita, custos e indicadores operacionais: Botafogo (2019-2024)

Botafogo	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita total (R$ mil)	202.344	156.524	121.461	141.688	279.197	552.271
Variação a.a.	–	-23%	-22%	17%	97%	98%
Custo do futebol	(116.418)	(121.415)	(85.005)	(258.748)	(374.834)	(608.584)
EBITDA	17.146[2]	(111.564)[2]	(67.703)[2]	(151.641)	67.642	22.175
Margem EBITDA	8%	-71%	-56%	-107%	24%	4%
Squad cost ratio	58%	78%	70%	183%	134%	110%

FONTE: Adaptado de BFR (2026); ECB (2026).

TABELA 2 - Receita, custos e indicadores operacionais: Bahia (2019-2024)

Bahia	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Receita total (R$ mil)	174.352	119.424	193.849	100.160	–	237.600
Variação a.a.	–	-32%	62%	-48%	–	–
Custo do futebol	(136.433)	–	(158.760)	(99.581)	–	(445.460)[1]
EBITDA	20.932[2]	–	77.448[2]	(59.087)	–	–
Margem EBITDA	12%	–	40%[3]	-59%	–	–
Squad cost ratio	78%	–	82%	99%	–	187%[1]

FONTE: Adaptado de BFR (2026); ECB (2026).

Notas autores: [1] O "custo do futebol" da SAF Bahia em 2024 (R$ 445.460 mil) agrega custos com salários, reforços e operação esportiva conforme reportado pela imprensa especializada citando o balanço auditado; pode incluir amortização de intangíveis (atletas), não sendo diretamente comparável ao custo do futebol estrito reportado pelo Botafogo. O squad cost ratio de 187% deve ser interpretado com essa ressalva. [2] EBITDA dos exercícios pré-SAF de ambos os clubes é proxy calculado como "Resultado Operacional antes do Resultado Financeiro + Depreciação e Amortização". Para o Bahia 2021, o EBITDA reportado (R$ 77.448 mil) inclui R$ 64.283 mil em "Outras Receitas Operacionais", cujo principal item é o ganho não recorrente na venda dos direitos federativos do atleta Gregore. Excluído esse ganho, o EBITDA seria de R$ 13.165 mil (margem de 7%), refletindo o resultado operacional recorrente. [3] A margem EBITDA do Bahia em 2021 (40%) reflete o ganho não recorrente descrito na nota 2. A margem operacional recorrente, no mesmo critério, seria de aproximadamente 7%.

A leitura das TABS.1 e 2 evidencia três padrões estruturais relevantes para a análise de viabilidade. O primeiro padrão é o salto de escala de receita após a entrada do controlador estrangeiro. No Botafogo, a receita líquida quase quadruplicou entre 2022 e 2024, passando de R$ 141 milhões para R$ 552 milhões. No Bahia, a comparação direta

é limitada pela mudança de pessoa jurídica entre 2022 (associação) e 2024 (SAF), mas a receita operacional líquida de R$ 237 milhões em 2024 representa mais que o dobro dos R$ 100 milhões reportados pela associação em 2022. Esse salto é fato observável e reflete tanto a profissionalização da gestão quanto a injeção de capital que viabilizou aquisições de atletas com potencial de monetização superior.

O segundo padrão é a deterioração concomitante da disciplina de custos. No Botafogo, o *squad cost ratio* saiu de uma faixa de 58% a 78% nos exercícios do BFR (2019-2021) para valores entre 110% e 183% após a conversão a SAF, indicando que o custo do futebol passou a superar consistentemente a receita operacional. No Bahia, o exercício de 2024 reporta *squad cost ratio* de 187% sob a interpretação ampla do custo, indicando padrão estrutural análogo, embora com a ressalva metodológica de comparabilidade descrita no rodapé da Tabela. Nos dois casos, os clubes operam consistentemente acima do teto de 70% definido pela UEFA como parâmetro de sustentabilidade financeira. Esse desalinhamento entre custo e receita operacional é o primeiro sinal antecedente de inviabilidade autônoma identificado no estudo.

O terceiro padrão é a oscilação severa do EBITDA, com sinal negativo recorrente. O exercício de transição do Botafogo (2022) apresenta EBITDA fortemente negativo, refletindo o ciclo de investimento intensivo em elenco característico do primeiro ano sob nova gestão; no Bahia, o EBITDA dos exercícios sob regime SAF (2023 e 2024) não pôde ser apurado nas fontes disponíveis, mas o custo do futebol equivalente a 187% da receita em 2024 sugere pressão análoga sobre o resultado operacional. O Botafogo conseguiu retornar a EBITDA positivo em 2023 e 2024, mas em magnitudes modestas (R$ 67 milhões e R$ 22 milhões) e dependentes de receitas não recorrentes, particularmente a cessão de 20% dos direitos comerciais à Liga Forte União em 2023 (R$ 182 milhões reconhecidos como outras receitas operacionais). Esses números indicam que o EBITDA recorrente, descontados efeitos extraordinários, é insuficiente em ambos os casos para sustentar autonomamente a estrutura de capital observada - questão examinada em detalhe na subseção 3.2.

3.2 SOLVÊNCIA E ESTRUTURA DE CAPITAL

As TABS. 3 e 4 apresentam os indicadores de solvência dos dois clubes no período 2019-2024, separados por entidade. A definição de dívida onerosa adotada compreende empréstimos e financiamentos, parcelamentos tributários, credores por participação em atletas e acordos a pagar, refletindo a estrutura efetiva de passivos onerosos típica dos clubes brasileiros.

TABELA 3 - Botafogo: indicadores de solvência (2019-2024)

Indicador	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dívida bruta (R$ mil)	604.337	559.940	374.847	263.195	736.073	1.017.093
Caixa e equiv. (R$ mil)	133	267	2.593	3.375	16.057	130.020
Dívida líquida (R$ mil)	604.204	559.673	372.254	259.820	720.016	887.073
Dív. líq. / EBITDA	35,2x	-[1]	-[1]	-[1]	10,6x[2]	40,0x
Cobertura de juros	0,46x	-[1]	-[1]	-[1]	0,87x	0,14x
Dívida / Ativo total	363%[3]	410%[3]	258%[3]	94%	90%	74%

FONTE: Os autores (2026)

Nota: [1] Não significativo: EBITDA negativo torna a razão sem interpretação econômica. [2] Cálculo conservador; o EBITDA da TAB. 1 (R$ 67.642 mil em 2023) exclui receitas não recorrentes; considerando o EBITDA do Relatório de Gestão (R$ 198,2 milhões), o múltiplo seria 3,6x. [3] Dívida/Ativo superior a 100% nos anos do BFR reflete o patrimônio líquido profundamente negativo do clube associativo (R$ 730 mi em 2019; R$ 869 mi em 2020; R$ 791 mi em 2021), com ressalva de continuidade operacional pela BDO em todos os exercícios.

TABELA 4 - Bahia: indicadores de solvência (2019-2024)

Indicador	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dívida bruta (R$ mil)	132.010	-	120.730	185.755	-	1.310.000[4]
Caixa e equiv. (R$ mil)	2.825	2.177	2.594	3.156	-	134.000
Dívida líquida (R$ mil)	129.185	-	118.136	182.599	-	1.176.000
Dív. líq. / EBITDA	6,2x	-[1]	1,5x[2]	-[1]	-	-[5]
Cobertura de juros	2,06x	-[1]	1,61x	-[1]	-	-[5]
Dívida / Ativo total	103%[3]	-	111%[3]	160%[3]	6%	93%

FONTE: Os autores (2026)

Nota: [1] Não significativo: EBITDA negativo torna a razão sem interpretação econômica. [2] Indicadores de 2021 calculados sobre o EBITDA reportado, que inclui ganho não recorrente de R$ 64,3 mi (venda do atleta Gregore). Excluído esse efeito, a dívida líquida sobre EBITDA seria de 9,0x e a cobertura de juros de 0,27x. [3] Dívida/Ativo superior a 100% reflete o patrimônio líquido negativo da associação. [4] Dívida bruta total inclui R$ 570 mi em empréstimos do CFG e R$ 290 mi em receitas a apropriar (contrato Globo Libra 2025-2029); a dívida onerosa estrita, excluídos esses itens e demais passivos não onerosos, é estimada pela imprensa especializada em aproximadamente R$ 262 mi. [5] EBITDA da SAF Bahia 2024 não foi possível calcular com precisão por ausência da DRE desagregada na fonte secundária.

A leitura das TABS. 3 e 4 evidencia trajetórias distintas, mas convergentes no diagnóstico de *stress* financeiro estrutural. O Botafogo apresenta deterioração acelerada da estrutura de capital após a conversão a SAF: a dívida onerosa bruta cresceu de R$ 263 milhões em 2022 para R$ 1.017 milhões em 2024, um aumento de 286% em dois anos. A cobertura de juros de 0,14x em 2024 significa que o EBITDA do exercício cobre apenas 14% das despesas financeiras, situação estruturalmente insustentável para qualquer empresa em condições normais de mercado. A razão dívida líquida sobre EBITDA de 40 vezes em 2024 está fora de qualquer faixa investível: a literatura corporativa convencional considera valores acima de 4 vezes como sinalizadores de *stress*; o nível observado supera esse patamar em ordem de magnitude.

O Bahia apresenta padrão diferente em magnitude, mas convergente em direção. Como associação, a dívida onerosa do clube manteve-se entre R$ 120 e R$ 186 milhões no período 2019-2022, com patrimônio líquido profundamente negativo (de R$ 138 milhões a R$ 233 milhões de passivo a descoberto). Após a constituição da SAF em 2023 e a transferência da operação de futebol, a estrutura de passivos reportada pela SAF saltou para aproximadamente R$ 1,3 bilhão em 2024. A dívida onerosa estrita (excluídos os empréstimos do controlador e as receitas a apropriar, que representam contratos futuros de transmissão pré-pagos) é estimada em R$ 262 milhões pela imprensa especializada; a esse montante somam-se R$ 570 milhões em empréstimos diretos do City Football Group, evidenciando dependência estrutural de aporte do controlador para sustentação do balanço. Em nenhum dos dois casos, em 2024, o EBITDA recorrente cobre os custos financeiros do exercício de forma autônoma.

3.3 GERAÇÃO DE CAIXA E QUALIDADE DE CONVERSÃO OPERACIONAL

A análise de viabilidade de longo prazo requer, além da avaliação da solvência sobre EBITDA, o exame da efetiva geração de caixa operacional. A TAB. 5 apresenta o fluxo de caixa das atividades operacionais (FCO) e a razão FCO sobre EBITDA dos dois clubes no período 2019-2024.

TABELA 5 - Geração de caixa operacional: Botafogo e Bahia (2019-2024)

Indicador	Clube	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA (R$ mil)	Botafogo	17.146	(111.564)	(67.703)	(151.641)	67.642	22.175
	Bahia	20.932	-	77.448	(59.087)	-	-
FC operacional (R$ mil)	Botafogo	(11.420)	(74.366)	(50.135)	(168.443)	(135.872)	(298.476)
	Bahia	-	-	-	-	-	-
FCO / EBITDA	Botafogo	-	-	-	-	-2,0x	-13,5x
	Bahia	-	-	-	-	-	-

FONTE: Os autores (2026)

Nota: Botafogo - Demonstrações de Fluxo de Caixa do BFR (2019-2021) e da SAF Botafogo (2022-2024), auditadas pela BDO RCS. Bahia - dado primário indisponível; imprensa especializada reporta FCO negativo de R$27.345 mil em 2024. Valores em R$ mil; "-" indica dado indisponível ou razão sem interpretação econômica.

A leitura da TAB. 5 evidencia o segundo sinal estrutural de inviabilidade operacional autônoma dos clubes da amostra. No Botafogo, o fluxo de caixa operacional é negativo em todos os seis exercícios do período analisado, com magnitude crescente nos anos da SAF: R$ 168 milhões negativos em 2022, R$ 136 milhões negativos em 2023 e R$ 298 milhões negativos em 2024. A razão FCO sobre EBITDA, quando calculável, é fortemente negativa, indicando que o resultado operacional reportado pela DRE não se

converte em caixa real. Essa diferença é explicada por três fatores: o ciclo de capital de giro pressionado pelas aquisições de atletas pagáveis em prazo curto; o investimento contínuo em ativos intangíveis (direitos federativos); e o efeito de receitas reconhecidas mas não recebidas no exercício (especialmente cessões de direitos futuros).

No Bahia, os dados de fluxo de caixa não foram acessíveis em fonte primária para os exercícios da SAF, limitando a análise. A informação disponível por meio de cobertura especializada indica geração de caixa operacional negativa de R$ 27 milhões em 2024, padrão alinhado ao observado no Botafogo: o EBITDA reportado não se converte em caixa operacional positivo, refletindo o mesmo ciclo de capital de giro pressionado por investimento em elenco. A diferença de magnitude entre os dois clubes em 2024 sugere que o Bahia opera com gestão de capital de giro mais conservadora, mas o sinal qualitativo (FCO negativo recorrente) é estruturalmente convergente.

A implicação dessa análise é direta: ambos os clubes operam em situação na qual a operação principal de futebol não gera caixa suficiente para autossustentação. O caixa final positivo reportado em 2024 (R$ 130 milhões no Botafogo, R$ 134 milhões no Bahia) decorre integralmente das atividades de financiamento, ou seja, dos aportes do controlador e das operações estruturadas de cessão de direitos. Essa constatação é fundamental para a análise contrafactual da seção 3.5.

3.4 CONTINUIDADE OPERACIONAL: AVALIAÇÃO DO GOING CONCERN

A combinação dos resultados das subseções 3.1, 3.2 e 3.3 permite aplicar os critérios de continuidade operacional definidos na seção 1.3. Conforme estabelecido pelo CPC 00, a continuidade operacional é premissa básica da elaboração das demonstrações financeiras, e a presença de sinais antecedentes específicos exige avaliação do auditor sobre a capacidade de a entidade prosseguir como uma empresa em continuidade nos próximos doze meses. Os sinais reconhecidos pela literatura contábil incluem patrimônio líquido negativo, capital circulante líquido negativo, cobertura de juros recorrentemente abaixo de uma vez, EBITDA recorrentemente negativo e dependência declarada de aporte do controlador.

Para o Botafogo, a avaliação em 2024 identifica a presença de quatro dos cinco sinais. O patrimônio líquido reportado é negativo em R$ 174 milhões. O capital circulante líquido foi reportado em R$ 549 milhões negativos. A cobertura de juros do exercício é de 0,14 vezes, recorrentemente abaixo de uma vez nos três últimos exercícios. O EBITDA recorrente, depois de excluídas receitas não recorrentes, é insuficiente para cobrir o

serviço da dívida. Em conjunto, esses indicadores caracterizam o que a literatura define como dependência estrutural de fonte externa de financiamento.[7]

Para o Bahia, a avaliação em 2024 identifica três dos cinco sinais. O patrimônio líquido reportado pela SAF é negativo em R$ 96 milhões (com a associação remanescendo com PL positivo de R$ 18 milhões após o *drop-down*[8] dos passivos para a SAF). O capital circulante líquido foi reportado em R$ 27 milhões negativos. Adicionalmente, embora não figure entre os cinco sinais elencados, a geração de caixa operacional foi negativa, em magnitude menor do que no Botafogo. O terceiro sinal, e diferença qualitativa relevante, é a estrutura do passivo: aproximadamente R$ 570 milhões da dívida onerosa do Bahia em 2024 são empréstimos diretos do City Football Group, configurando dependência declarada e contratualmente formalizada de aporte do controlador. Em conjunto, esses elementos caracterizam padrão equivalente ao do Botafogo no que se refere à dependência estrutural de financiamento externo, embora com perfil de risco distinto dado o histórico institucional do CFG como controlador.

A síntese da análise de *going concern* indica que ambos os clubes da amostra apresentam, em 2024, conjunto de sinais antecedentes consistente com dependência estrutural de fonte externa de financiamento. Em nenhum dos dois casos a operação principal de futebol, em isolamento, gera caixa suficiente para honrar o serviço da dívida contratual, cobrir o investimento recorrente em intangíveis e sustentar o capital de giro. A viabilidade reportada decorre da continuidade dos aportes do controlador. Essa constatação motiva a análise contrafactual da subseção 3.5.

3.5 O PAPEL DO CONTROLADOR: ANÁLISE CONTRAFACTUAL

A análise desenvolvida nas subseções 3.1 a 3.4 indica que, na forma reportada, nenhum dos dois clubes da amostra demonstra viabilidade operacional autônoma em 2024. Resta examinar em que magnitude essa inviabilidade seria evidente caso os aportes realizados pelos controladores fossem removidos dos demonstrativos. O exame é conduzido em duas etapas: primeiro, mapeamento qualitativo da natureza dos aportes em cada caso; segundo, recálculo contrafactual dos indicadores de solvência sobre o balanço *pro forma*.

---

[7] Em conformidade com o recorte temporal do estudo, a análise se concentra nos exercícios de 2019 a 2024. Cabe registrar, contudo, que a auditoria das demonstrações da SAF Botafogo do exercício de 2025 resultou em abstenção de opinião pela BDO RCS, com base em incerteza relevante quanto à continuidade operacional da entidade, e a SAF Botafogo protocolou pedido de recuperação judicial em abril de 2026. Esses eventos posteriores ao recorte da pesquisa confirmam empiricamente os sinais antecedentes identificados na análise dos exercícios de 2023 e 2024.

[8] *Drop-down*: operação em que ativos e passivos são transferidos (“descidos”) da entidade original para uma subsidiária — no caso, da associação para a SAF.

A natureza do suporte prestado pelo controlador difere materialmente entre os dois casos. No Botafogo, a Eagle Football Holdings atuou principalmente por meio de operações estruturadas com terceiros, particularmente cessão fiduciária de direitos creditórios à XP Investimentos (R$ 340 milhões em 2023, quitada em 2024) e cessão de 20% dos direitos comerciais futuros à Liga Forte União (R$ 182 milhões reconhecidos como outras receitas operacionais em 2023). Aportes diretos via adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC) ou empréstimos com partes relacionadas foram limitados no período 2022-2024, em magnitude inferior a R$ 50 milhões agregados. No Bahia, ao contrário, o City Football Group atuou predominantemente via aporte direto: R$ 190 milhões na subscrição do capital social na constituição da SAF (maio de 2023), R$ 68 milhões adicionais em caixa para quitação de passivos até dezembro de 2023, e R$ 570 milhões em empréstimos diretos do controlador no exercício de 2024, totalizando aproximadamente R$ 828 milhões em três exercícios.

Essa diferença qualitativa de modelo de suporte tem implicação direta para a análise contrafactual. No Botafogo, a remoção dos aportes do controlador no exercício de 2024 produz alteração modesta nos indicadores de solvência, dado que a maior parte do suporte ocorreu indiretamente por meio de operações estruturadas com terceiros que já estavam quitadas no encerramento do exercício. A inviabilidade autônoma do Botafogo em 2024 é visível na forma reportada e não requer ajuste contrafactual para se tornar evidente, conforme a cobertura de juros de 0,14 vezes e a razão dívida líquida sobre EBITDA de 40 vezes documentadas na TAB. 3.

No Bahia, o exercício contrafactual produz alteração substancial nos indicadores. A TAB. 6 sintetiza o efeito da remoção dos R$ 570 milhões em empréstimos diretos do CFG e da reversão do capital aportado pelo controlador além do mínimo necessário à constituição da SAF.

TABELA 6 - Análise contrafactual: efeito dos aportes do controlador — Botafogo e Bahia SAF (2024)

Indicador	Botafogo reportado	Botafogo s/ aportes	Bahia reportado	Bahia s/ aportes
Dívida onerosa (R$ mi)	1.017	1.017	1.310	740
Caixa e equiv. (R$ mi)	130	130	134	(504)
Dívida líquida (R$ mi)	887	887	1.176	1.244
Patrimônio líquido (R$ mi)	(174)	(174)	(96)	(164)
Dív. líq. / EBITDA	40,0x	40,0x	-[2]	-[2]
Cobertura de juros	0,14x	0,14x	-[2]	-[2]

FONTE: Os autores (2026)

Nota autores: Balanço pro forma “sem aportes”: remove R$ 570 milhões em empréstimos do controlador e R$ 68 milhões em capital aportado em 2023 (e caixa decorrente); mantém a subscrição inicial de R$ 190 milhões,

capital de constituição da SAF. Para o Botafogo, os aportes diretos do controlador em 2024 foram imateriais (o suporte se deu por operações estruturadas com terceiros, já quitadas no encerramento do exercício), de modo que o cenário "sem aportes" coincide com o reportado: a inviabilidade autônoma já é visível na forma reportada, com cobertura de juros de 0,14x e dívida líquida sobre EBITDA de 40,0x. [2] No cenário contrafactual do Bahia, sem os aportes do CFG, o EBITDA seria insuficiente para cobrir a despesa financeira remanescente, ainda que removidos os empréstimos do controlador; as razões não são apresentadas por indisponibilidade da DRE desagregada da SAF Bahia em 2024.

A leitura da TAB. 6 evidencia que, no Bahia, a remoção contrafactual dos aportes do controlador reduz o caixa para nível negativo (R$ 504 milhões negativos), aprofunda o patrimônio líquido negativo para R$ 164 milhões e mantém a dívida líquida em magnitude similar à reportada, dado que a remoção do empréstimo do CFG é compensada pela remoção do caixa que ele financia. Em termos práticos, o cenário contrafactual indica que, sem os aportes do CFG, o Bahia SAF não teria condição de honrar suas obrigações correntes no exercício de 2024 e configuraria caso de insolvência técnica imediata.

A constatação central da análise contrafactual é que, nos dois casos da amostra, a viabilidade operacional reportada em 2024 não decorre da capacidade autônoma de a operação de futebol gerar resultado e caixa, mas da continuidade do aporte do controlador. No Botafogo, a inviabilidade já é visível na forma reportada, sem necessidade de ajuste contrafactual. No Bahia, o ajuste contrafactual revela que a viabilidade reportada é integralmente sustentada pela disposição do CFG em prover capital, sob forma de empréstimo direto, capital social ou cobertura operacional. Em nenhum dos dois casos, a SAF, isolada do suporte do controlador, demonstra condição de continuidade operacional nos próximos doze meses.

3.6 DETERMINANTES ESTRUTURAIS DA INVIABILIDADE OPERACIONAL AUTÔNOMA

A análise das subseções anteriores demonstrou que nenhum dos dois clubes gera caixa suficiente para autossustentação. Essa constatação, contudo, não é idiossincrática dos casos examinados: decorre de dois determinantes estruturais que afetam o conjunto do futebol brasileiro e ajudam a explicar por que o *squad cost ratio* supera consistentemente a receita operacional.

O primeiro é a assimetria cambial entre a receita e o custo de mercado do principal ativo operacional. As receitas de um clube brasileiro são integralmente denominadas em real, moeda sujeita a desvalorização persistente frente às divisas fortes: o euro, cotado na casa dos R$ 3 em meados da década passada, alcançou R$ 5,84 em maio de 2026 (Banco Central Do Brasil [BCB], 2026). O principal custo operacional, a aquisição e a retenção de atletas, é precificado em um mercado global de transferências referenciado

em moeda forte (FIFA, 2024). Ainda que a folha seja paga em real, o valor de mercado do jogador é determinado internacionalmente: um atleta de destaque recebe propostas europeias em euro, e o clube brasileiro, para retê-lo ou substituí-lo, desembolsa um valor em real que acompanha essa referência. A cada ciclo de desvalorização, o custo de manter um elenco competitivo cresce em real mais rápido do que a receita, atrelada ao mercado doméstico. Essa dinâmica explica parte da deterioração do *squad cost ratio* observada nos dois clubes após a entrada de controladores que ampliaram a ambição esportiva e, com ela, a exposição ao mercado internacional de atletas.

O segundo determinante é a combinação de concentração e baixa magnitude da receita. No futebol brasileiro, direitos de transmissão e transferências de atletas respondem por cerca de 65% das receitas dos clubes (Sportsvalue, 2025), configuração distante do equilíbrio entre *matchday*, *broadcasting* e *commercial* dos clubes europeus de elite (Deloitte, 2025). A concentração reduz o poder de barganha e expõe o clube a choques específicos: a dependência de um único contrato de transmissão ou de um setor patrocinador concentrado, como o das casas de apostas, fonte recente e instável que já levou clubes da amostra a perder patrocínio máster, fragiliza a previsibilidade do caixa. Mais determinante, porém, é a magnitude absoluta: o Flamengo, maior clube do país, faturou EUR 198,2 milhões em 2024, apenas a 30ª posição mundial, enquanto o líder global superou EUR 1 bilhão; a soma das receitas recorrentes dos quatro maiores clubes brasileiros não alcança metade da receita de um único clube no topo europeu (Deloitte, 2025). Como o mercado de atletas é global e referenciado em moeda forte, o clube brasileiro disputa o mesmo ativo dispondo de uma fração da capacidade financeira de seus concorrentes, e com receita em moeda fraca, o que combina os dois determinantes em um único mecanismo de desvantagem.

Os dois fatores operam de forma cumulativa e indicam que a inviabilidade autônoma identificada não é defeito de gestão pontual, mas característica estrutural do futebol brasileiro no estágio atual. Levantamento setorial estima que, em 2025, os custos das equipes da Série A equivaleram a 108% das receitas recorrentes, o que confirma o caráter deficitário da operação para além dos dois casos analisados (Galapagos Capital, 2025). O aporte do controlador estrangeiro funciona, nesse contexto, como o mecanismo que compensa a desvantagem estrutural: substitui, com capital em moeda forte, a lacuna entre a receita doméstica e o custo internacional do elenco. Isso reforça a conclusão da subseção 3.5: o controlador não é acelerador de uma operação viável, mas condição de cobertura de um déficit de raízes estruturais, não apenas conjunturais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo geral avaliar a viabilidade financeira de longo prazo das Sociedades Anônimas do Futebol brasileiras controladas por grupos institucionais estrangeiros, examinando se a operação de futebol gera caixa suficiente para sustentar a continuidade do negócio de forma autônoma e qual o papel do controlador como variável determinante dessa viabilidade. A análise foi conduzida com base nas demonstrações financeiras auditadas da Botafogo SAF (controlada pela Eagle Football Holdings) e da Bahia SAF (controlada pelo City Football Group) no período 2019-2024, com aplicação de indicadores de solvência, geração de caixa e continuidade operacional, complementada por exame contrafactual do papel do controlador.

Os achados empíricos podem ser sintetizados em três proposições. Primeiro, a conversão a SAF e a entrada do controlador estrangeiro produziram, nos dois casos da amostra, salto substancial de receita operacional, que mais que dobrou em ambos os casos entre os exercícios anteriores e posteriores à reorganização societária, com alta superior a duzentos por cento no Botafogo. Segundo, esse salto de receita foi acompanhado de deterioração concomitante da disciplina de custos, com *squad cost ratio* operando consistentemente acima de cem por cento nos exercícios da SAF, em contraste com a referência regulatória internacional de setenta por cento estabelecida pela UEFA. Terceiro, em nenhum dos dois casos analisados a operação principal de futebol, em isolamento, gera caixa suficiente para honrar o serviço da dívida, cobrir o investimento recorrente em intangíveis e sustentar o capital de giro. A viabilidade financeira reportada em 2024 decorre integralmente dos aportes realizados pelos controladores, seja por meio de operações estruturadas (Botafogo) seja por meio de aportes diretos de capital e empréstimos (Bahia).

A resposta empírica à questão central de pesquisa é, portanto, direta: no estágio atual do modelo brasileiro de SAF, as Sociedades Anônimas do Futebol brasileiras controladas por grupos institucionais estrangeiros de grande porte não demonstram capacidade de continuidade operacional autônoma. A entrada do controlador é condição necessária para a viabilidade financeira observada, mas não promove transformação operacional capaz de tornar a operação autossustentável no horizonte analisado. O controlador não opera como acelerador de uma operação previamente viável, mas como variável estrutural de cobertura de déficit recorrente. Esse déficit, por sua vez, tem origem em dois determinantes estruturais do futebol brasileiro discutidos na subseção 3.6: a assimetria cambial entre a receita doméstica, em moeda fraca, e o custo de aquisição e retenção de elenco, referenciado no mercado internacional em moeda forte; e a concentração e a baixa magnitude relativa das receitas, que deixam

o clube brasileiro disputando o mesmo ativo esportivo com uma fração da capacidade financeira de seus concorrentes globais.

Para o investidor minoritário e o credor, essa conclusão tem implicações específicas. A variável crítica de risco não é a operação do clube em si, mas a continuidade do compromisso estratégico do controlador, fator exógeno aos indicadores reportados pela SAF. Os ratios convencionais de solvência calculados sobre o balanço auditado subestimam sistematicamente o risco efetivo da operação autônoma, dado que incorporam o suporte do controlador como se fosse parte da capacidade operacional do clube. Para o regulador, a constatação sugere a necessidade de mecanismos específicos de monitoramento da estrutura de financiamento subjacente, com transparência reforçada sobre a natureza e o volume dos aportes recebidos do controlador em cada exercício. O Sistema de Sustentabilidade Financeira (SSF) instituído pela CBF para o Brasileirão 2026 representa avanço nessa direção e seu desempenho efetivo merecerá acompanhamento empírico nos próximos exercícios.

Reconhecem-se quatro limitações principais do estudo: o período pós-SAF é relativamente curto em ambos os casos (três exercícios para o Botafogo, dois para o Bahia), o que exige que as conclusões sejam interpretadas como evidências preliminares; a amostra restrita a dois casos com tipologia de controlador semelhante impede generalização para SAFs com outras estruturas de controle (investidores financeiros nacionais, *tokens* de torcedores); o procedimento contrafactual envolve premissas simplificadoras que tendem a produzir cenário mais favorável que o resultado real provável; e a indisponibilidade de algumas demonstrações primárias do Bahia SAF levou ao uso complementar de cobertura jornalística especializada para alguns indicadores. Como agenda futura, três desdobramentos se destacam: análise longitudinal com mais exercícios sob o SSF da CBF; ampliação da amostra para incluir casos de deterioração pós-SAF com mudança de controlador, particularmente a SAF do Vasco sob a 777 Partners; e estudo específico do encargo estrutural da Lei nº 14.193/2021 como dreno de caixa sobre a capacidade autônoma de geração de fluxo disponível ao acionista.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de câmbio**: cotações e boletins. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2026. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conversao. Acesso em: 28 maio 2026.

BOTAFOGO DE FUTEBOL E REGATAS (BFR). **História**. Rio de Janeiro: Botafogo de Futebol e Regatas, 2026. Disponível em: https://www.botafogo.com.br/historia. Acesso em: 10 jun. 2026.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 29 dez. 2025.

BRASIL. **Lei n. 9.615, de 24 de março de 1998**. Institui normas gerais sobre desporto (Lei Pelé). Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 25 mar. 1998. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9615consol.htm. Acesso em: 30 dez. 2025.

BRASIL. **Lei n. 14.193, de 6 de agosto de 2021**. Institui a Sociedade Anônima do Futebol e dispõe sobre normas de constituição, governança, controle e transparência, meios de financiamento da atividade futebolística, tratamento dos passivos das entidades de práticas desportivas e regime tributário específico. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 9 ago. 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14193.htm. Acesso em: 29 dez. 2025.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Segunda atualização do mapa da SAF no Brasil. **Migalhas**, [S. l.], 30 jul. 2025. Coluna Meio de Campo. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/coluna/meio-de-campo/435666/segunda-atualizacao-do-mapa-da-saf-no-brasil. Acesso em: 28 set. 2026.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento Conceitual Básico CPC 00 (R2)**: estrutura conceitual para relatório financeiro. Brasília, DF: CPC, 2019. Disponível em: https://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80. Acesso em: 11 dez. 2025.

CONFEDERAÇÃO BRASILEIRA DE FUTEBOL (CBF). **CBF apresenta Sistema de Sustentabilidade Financeira do futebol brasileiro**. Rio de Janeiro: CBF, 26 nov. 2025. Disponível em: https://www.cbf.com.br/a-cbf/noticias/informes-cbf/a/cbf-apresenta-sistema-de-sustentabilidade-financeira-do-futebol-brasileiro. Acesso em: 30 set. 2026.

DAMODARAN, A. **Damodaran on Valuation**: security analysis for investment and corporate finance. 2. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2006.

DELOITTE. **Football Money League 2025**. Manchester: Deloitte Sports Business Group, 2025. Disponível em: https://www.deloitte.com/global/en/Industries/tmt/analysis/deloitte-football-money-league.html. Acesso em: 18 dez. 2025.

ESPORTE CLUBE BAHIA (ECB). **O começo**. Salvador: Esporte Clube Bahia, 2026. Disponível em: https://www.esporteclubebahia.com.br/o-comeco/. Acesso em: 10 jun. 2026.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 26, n. 2, p. 301-325, jun. 1983.

FIFA. **Global Transfer Report 2024**. Zurique: Fédération Internationale de Football Association, 2024. Disponível em: https://inside.fifa.com/transfer-system/global-transfer-report. Acesso em: 2 fev. 2026.

GALAPAGOS CAPITAL. **Relatório Convocados 2025**. São Paulo: Galapagos Capital, 2025. Disponível em: https://galapagoscapital.com/relatorio-convocados/. Acesso em: 10 jun. 2026.

IFRS FOUNDATION. **IAS 38**: intangible assets. London: IFRS Foundation, [s. d.a]. Disponível em: https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-38-intangible-assets/. Acesso em: 29 set. 2026.

IFRS FOUNDATION. **IFRS 16**: leases. London: IFRS Foundation, [s. d.b]. Disponível em: https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-16-leases/. Acesso em: 29 set. 2026.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PwC). **Accounting for typical transactions in the football industry**: IFRS accounting standards guide. Londres: PwC, 19 mar. 2024. Disponível em: https://viewpoint.pwc.com/dt/gx/en/pwc/industry/industry_INT/industry_INT/football/accounting-for-typical.html. Acesso em: 15 jan. 2026.

REZENDE, A. J.; DALMÁCIO, F. Z. A influência da governança corporativa na transparência dos relatórios financeiros dos clubes de futebol brasileiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 26, n. 68, p. 161-175, maio/ago. 2015.

SPORTSVALUE. **Finanças dos clubes brasileiros 2024**. São Paulo: Sportsvalue, maio 2025. Disponível em: https://www.sportsvalue.com.br/wp-content/uploads/2025/05/Financas-clubes-2024-Final-report-maio-2025.pdf. Acesso em: 4 jun. 2026.

UNION OF EUROPEAN FOOTBALL ASSOCIATIONS (UEFA). **Club Licensing and Financial Sustainability Regulations 2022**. Nyon: UEFA, 2022. Disponível em: https://documents.uefa.com/r/UEFA-Club-Licensing-and-Financial-Sustainability-Regulations-2022-Online. Acesso em: 18 dez. 2025.