

MECANISMOS DE CONTROLE PARA O CUMPRIMENTO DO PLANO DE INVESTIMENTO NA SAF

CONTROL MECHANISMS FOR COMPLIANCE WITH THE SAF INVESTMENT PLAN

Vitor Borges Monteiro

Doutor em Economia CAEN/UFC

Professor Associado da Faculdade de Economia, Administração, Atuariais e Contabilidade

E-mail: vitorborges@ufc.br

Marcelo Araujo Gomes, CFA

CEO da Nexti. Engenheiro de Infraestrutura Aeronáutica ITA

MBA University of Chicago Booth School of Business

E-mail: marcelo.araujo.gomes@gmail.com

Recebido em: 28 de março de 2025

Publicado em: 09 de maio de 2025

RESUMO

A ausência de exigências específicas na legislação brasileira para garantias em investimentos em Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs) cria desafios para a fiscalização do cumprimento dos planos de investimento. Este artigo discute a necessidade de mecanismos contratuais que garantam a execução dos aportes financeiros prometidos, explorando modelos como Project Finance, covenants financeiros e analogias com contratos de concessão pública. O Parecer CVM nº 41/2023 identifica vários aspectos impostos às SAF que, no âmbito das SA, são exigidos apenas àquelas de capital aberto, como a divulgação de informações periódicas no site exclusivo na internet, inclusive demonstrações financeiras, o que reforça que as SAF devem profissionalizar e auditar suas demonstrações nos mesmos moldes das companhias de capital aberto. Além disso, são discutidas soluções contratuais como cláusulas de reversão de ações, exigência de garantias reais, e limites de endividamento, visando equilibrar a proteção dos clubes e a viabilidade do investimento.

Palavras Chaves: SAF; Governança Corporativa; Controle Financeiro; Contratos de Investimento; Garantias e Riscos.

ABSTRACT

The absence of specific requirements in Brazilian legislation for guarantees in investments in Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs) creates challenges for monitoring compliance with investment plans. This article discusses the need for contractual mechanisms to ensure the execution of promised financial contributions, exploring models such as Project Finance, financial covenants, and analogies with public concession contracts. CVM Opinion No. 41/2023 identifies several obligations imposed on SAFs that, within the scope of S.A. (corporations), are required only for publicly traded companies, such as the disclosure of periodic information on an exclusive website, including financial statements, reinforcing that SAFs must professionalize and audit their financial reports in the same manner as publicly traded companies. Additionally, contractual solutions such as share reversion clauses, the requirement of real guarantees, and debt limits are discussed to balance club protection and investment feasibility.

Key Words: SAF; Corporate Governance; Financial Control; Investment Contracts; Guarantees and Risks.

1. Introdução

O futebol é um setor econômico peculiar, caracterizado por transações financeiras frequentemente elevadas e por um grau significativo de subjetividade, especialmente em operações como a compra e venda de atletas. Essa natureza particular torna o ambiente suscetível a práticas como superfaturamento e manipulação contábil, o que pode distorcer a real situação financeira dos clubes e das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs). Diante desse

cenário, a implementação de mecanismos eficazes de fiscalização e controle se torna essencial para garantir a transparência e a segurança dos investimentos realizados.

Um exemplo recente que evidencia a necessidade de mecanismos rigorosos de fiscalização ocorreu no caso da SAF do Vasco da Gama. Segundo Campelo (2024), a 4ª Vara Empresarial do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro suspendeu os efeitos do contrato de venda da SAF à 777 Partners, devolvendo o controle do futebol ao clube. O principal motivo da decisão foi a ausência de garantias financeiras robustas por parte da empresa investidora, o que gerou instabilidade e colocou em risco o cumprimento das obrigações previstas no contrato. Esse episódio expôs a vulnerabilidade das SAFs quando não há exigência de salvaguardas contratuais sólidas e critérios rigorosos de acompanhamento financeiro.

O grande problema na venda das SAFs é que a transação não ocorre por meio da liquidação completa das quotas. Em vez disso, há um valuation do clube e um plano de investimento com base nesse valor, estabelecendo obrigações futuras por parte do investidor. No entanto, essa estrutura traz um desafio significativo para as associações: definir os termos da recuperação das ações em caso de inadimplência. A ausência de cláusulas claras nesse sentido pode deixar os clubes vulneráveis a descumprimentos contratuais, sem garantias eficazes para reaver o controle da SAF ou exigir a execução dos aportes prometidos.

A legislação vigente apresenta lacunas importantes no que diz respeito à prestação de contas e à recuperação das ações em caso de inadimplência. A Lei da SAF remete às regras da Lei das S.A., estabelecendo a obrigatoriedade de prestação de contas trimestralmente para empresas de capital aberto e anualmente para as de capital fechado. No entanto, quanto à possibilidade de retomada das ações por descumprimento contratual, tanto a Lei da SAF quanto a Lei das S.A. são omissas, uma vez que qualquer venda “fiada” precisa ser regida por instrumento particular. Esse aspecto torna fundamental a discussão sobre como estruturar contratos de cessão que incluam planos de investimento claros e mecanismos eficazes para definir e punir inadimplências. Por exemplo, manter salários de atletas em dia, com aumento significativo do endividamento da SAF, configuraria inadimplência? Ou seja, manter o plano de investimento com recursos de terceiros?

Um exemplo relevante é o caso do Clube Atlético Juventus-SP, cuja assembleia rejeitou a proposta de criação da CAJ SAF por uma votação apertada de 53 a 49, em julho de 2022. Apesar da rejeição, o racional da operação trouxe insights valiosos, especialmente em relação aos mecanismos de controle. Diferente de outros modelos, a proposta não exigia um plano de investimento, mas estabelecia gatilhos de reversão das ações para proteção do clube. Entre os critérios previstos, estava a recompra das ações por um valor simbólico de R\$ 1,00 caso ocorresse rebaixamento além do nível atual, com ausência de acesso a divisão superior nos dois anos seguintes ou endividamento superior ao nível da assinatura do contrato. Esse modelo se destaca por garantir uma fiscalização contínua da SAF, indo além do prazo de 10 anos comumente usados nos planos de investimento.

Nesse contexto, é crucial que os contratos de venda e investimento das SAFs contenham gatilhos de fiscalização objetivos e mecanismos de monitoramento financeiro, acompanhados por fontes independentes, como órgãos reguladores e entidades do sistema financeiro. O desafio reside em identificar métricas precisas e verificáveis que permitam avaliar a saúde financeira da SAF sem depender exclusivamente de projeções que podem ser manipuladas. Assim, a adoção de *covenants* financeiros, aliados a indicadores de endividamento e sustentabilidade

econômica, podem oferecer um modelo de controle mais eficaz, minimizando riscos e fortalecendo a governança das SAFs.

2. Garantias em Contratos de Investimento, a Lei das S.A. e Analogias com a Legislação de Concessões Públicas

A Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) não prevê a possibilidade de venda de ativos financeiros a prazo, sendo estas regidas por instrumentos particulares, como acordo de acionistas. Dessa forma, também não dispõe expressamente sobre a exigência de garantias em contratos de investimento que envolvam a venda de participações societárias a prazo.

No caso das SAFs, os investidores passam a deter a maioria das ações e assumem o controle da sociedade mesmo antes de liquidarem integralmente o plano de investimento. Com isso, as associações mantenedoras ficam com uma participação minoritária e ocupam um número reduzido de cadeiras no conselho de administração e no conselho fiscal, o que gera diversas incertezas sobre a efetividade da fiscalização do plano de investimento e garantias da operação.

Ainda assim, o ordenamento jurídico prevê algumas proteções para acionistas minoritários, com o objetivo de impedir abusos por parte dos controladores e administradores. Um exemplo é o mecanismo de *tag along*, que protege acionistas minoritários em casos de venda do controle acionário. Previsto no artigo 254-A da Lei das S.A., o *tag along* garante que os minoritários possam vender suas ações nas mesmas condições oferecidas ao controlador, ou novo controlador em caso de revenda. Contudo, essa proteção é obrigatória apenas para sociedades anônimas de capital aberto. No caso de sociedades de capital fechado, como as SAFs, o *tag along* só será aplicável se estiver expressamente previsto no estatuto social ou em acordos de acionistas.

Em sociedades anônimas de capital fechado, os acionistas podem estabelecer condições específicas para a entrada de novos investidores por meio de contratos particulares. Assim, é possível incluir cláusulas que exijam garantias como condição para a aquisição de participação societária, visando minimizar riscos de inadimplemento ou de descontinuidade do projeto de investimento. Tais garantias podem ser estruturadas de diferentes formas, incluindo: Fiança bancária; Seguro-garantia; Caução de ativos financeiros; Garantia real sobre patrimônio do investidor; ou mesmo as próprias ações adquiridas desde que tenha exposto no contrato cláusulas de reversão de ações.

O contrato de investimento em uma SAF pode ser comparado a uma concessão, na medida em que o investidor assume a gestão de um ativo e se compromete a realizar investimentos ao longo do tempo. Nesse sentido, pode-se recorrer ao princípio contido no artigo 18, inciso XV, da Lei nº 8.987/1995 (Lei das Concessões), que prevê a exigência de garantias proporcionais ao valor do empreendimento.

Conforme dispõe o art. 18, inciso XV, da Lei nº 8.987/1995, nos casos de concessão de serviços públicos precedida da execução de obra pública, os dados relativos à obra, dentre os quais os elementos do projeto básico que permitam sua plena caracterização, bem assim as garantias exigidas para essa parte específica do contrato, adequadas a cada caso e limitadas ao valor da obra (BRASIL, 1995).

Adaptando esse conceito para o contexto das SAFs, é possível argumentar que a exigência de garantias nos contratos de investimento é justificada, desde que seu valor não ultrapasse o montante investido. Isso garantiria que o endividamento decorrente do investimento esteja coberto por mecanismos que protejam os demais acionistas e a continuidade da operação da SAF.

3. *Project Finance*

O *Project Finance* é um conceito usado para flexibilizar garantias em projetos de concessão pública ou de investimentos elevados. Para Borges (1999), no caso de projetos de infraestrutura, em que os bens são reversíveis ao poder público e, portanto, não podem ser dados em garantia, a estruturação do financiamento tende a se centrar no próprio projeto e em seus fluxos de caixa futuros. A solução encontrada é a constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE), onde a garantia se concentra nos recebíveis do projeto, muitas vezes por meio de sua securitização.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) adota o ICSD como critério de elegibilidade para concessão de crédito em diversos projetos de infraestrutura. Para Trevisan (2019) o Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) é um dos principais indicadores utilizados para avaliar a viabilidade financeira de projetos estruturados sob a modalidade *Project Finance*. Nesse tipo de financiamento, as garantias reais são reduzidas em relação ao investimento total, tornando essencial a análise da geração de caixa do projeto como forma de assegurar o cumprimento das obrigações financeiras.

Por exemplo, é comum a exigência de um aporte mínimo de 20% de capital próprio (*equity*) e a manutenção de um Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) igual ou superior a 1,3. Em financiamentos de longo prazo, o banco pode exigir que o ICSD mínimo seja 1,3, o que significa que o fluxo de caixa operacional deve ser pelo menos 30% superior ao valor necessário para cobrir o serviço da dívida (juros, amortizações e demais encargos financeiros).

Aplicação Prática do ICSD: Suponha um projeto de infraestrutura financiado pelo BNDES, com os seguintes dados anuais:

- EBITDA: R\$ 130 milhões
- Novos financiamentos de longo prazo: R\$ 20 milhões
- Dividendos distribuídos: R\$ 10 milhões
- Serviço da dívida (juros + principal): R\$ 100 milhões

O cálculo do ICSD seria:

$$ICSD = \frac{(EBITDA + \text{Novos Investimentos} - \text{Dividendos})}{\text{Serviço da Dívida}}$$

$$ICSD = \frac{(130 + 20 - 10)}{100} = \frac{140}{100} = 1,4$$

Como o ICSD resultante (1,4) é superior ao mínimo exigido (1,3), o projeto atenderia aos critérios do BNDES e garantiria uma margem de segurança para imprevistos financeiros. Caso o ICSD ficasse abaixo de 1,3, o banco poderia exigir medidas adicionais, como redução na distribuição de dividendos, aumento da reserva de liquidez ou restrições ao endividamento, garantindo que o projeto mantenha sua sustentabilidade financeira ao longo do tempo.

O ICSD funciona como um mecanismo preventivo de risco em *Project Finance*, pois permite que os credores acompanhem a capacidade do projeto de gerar caixa suficiente para honrar suas obrigações. A exigência de um ICSD mínimo pelo BNDES é uma prática consolidada internacionalmente, adotada por instituições financeiras e agências de fomento para mitigar riscos de inadimplência.

Dessa forma, ao estruturar contratos de financiamento e investimentos, a inclusão de um índice de cobertura mínimo como $ICSD \geq 1,3$ pode ser um gatilho eficaz para assegurar a sustentabilidade e transparência na gestão financeira de projetos de longo prazo.

A relação entre investimentos e fluxo de caixa tem sido utilizada como evidência do efeito da restrição financeira sobre as firmas, indicando que o nível de investimento pode ser mais sensível à disponibilidade de recursos internos do que às oportunidades de investimento. No entanto, estudos empíricos apresentam divergências sobre o efeito do grau de restrição financeira nessa sensibilidade, o que sugere a necessidade de variáveis mais precisas para medir essa restrição (CLAUDIO, 2010).

4. *Covenants Financeiros* e SAF

Covenants financeiros são cláusulas contratuais inseridas em contratos de financiamento que impõem obrigações ou restrições de natureza financeira às empresas tomadoras de crédito. Seu objetivo é proteger os credores, assegurando que o devedor mantenha determinados padrões de saúde financeira durante a vigência do contrato. Essas cláusulas funcionam como gatilhos de controle: se forem descumpridas, podem permitir ao credor antecipar o vencimento da dívida, aumentar a taxa de juros, exigir garantias adicionais ou mesmo bloquear novos desembolsos.

Konraht (2017) realiza uma revisão de literatura sobre os *covenants contábeis* e ressalta que, seguindo a classificação de Ramsay e Sidhu (1998) e a abordagem de Christensen, Nikolaev e Demerjian, considera-se como *covenants financeiros* apenas aqueles baseados em indicadores contábeis ou de desempenho financeiro da empresa, não incluindo cláusulas contratuais relacionadas à venda de ativos ou à alteração do capital social.

O grande desafio da venda de uma Sociedade Anônima do Futebol é a fiscalização do contrato de investimento, uma vez que o cumprimento orçamentário anual não é eficiente neste ramo empresarial, haja vista a possibilidade de superfaturamento ou omissão de despesas, o que pode dificultar a verificação da efetiva aplicação dos recursos comprometidos. Diante disso, torna-se essencial a definição de gatilhos contratuais alternativos para monitorar e garantir a execução do plano de investimento.

Para assegurar o cumprimento das obrigações pactuadas e evitar manipulações contábeis, sugere-se a adoção de cláusulas contratuais que permitam acompanhar a saúde

financeira da SAF por meio de indicadores objetivos e verificáveis. Entre os principais mecanismos, destacam-se o estabelecimento de um limite máximo de endividamento, expresso, por exemplo, como uma razão entre a dívida líquida e a garantia apresentada (por exemplo, alavancagem de 1,5 vezes o valor da garantia). Ou, em caso de inexistência de garantia real, um limite de não ultrapassar o endividamento existente na assinatura do contrato.

O endividamento é o gatilho de acompanhamento mais eficaz, pois deve ser obrigatoriamente registrado no balanço anual apresentado, permitindo sua verificação de forma independente junto à Receita Federal e à Justiça do Trabalho. Dessa forma, o processo de fiscalização se torna mais transparente e preciso.

5. Parecer CVM nº 41 de 21 de agosto de 2023

O Parecer de orientação Nº 41/CVM pretende veicular as opiniões da CVM sobre o papel da Autarquia em relação: (i) à disciplina das SAF que sejam companhias abertas e (ii) à interpretação da Lei das Sociedades por Ações e da Lei da CVM em temas envolvendo a Lei da SAF, sempre na perspectiva do mercado de valores mobiliários. Sendo assim, as opiniões expressas no parecer de orientação devem ser lidas sob a premissa de sua aplicabilidade apenas às SAF que atuem no mercado de capitais (SAF de capital aberto), ainda que, eventualmente, embora não por força da competência da CVM, possam exprimir interpretação de dispositivos da Lei da SAF aplicáveis a todas as SAF.

A formação do capital da SAF, em qualquer das modalidades, deverá atender ao disposto na Lei das Sociedades por Ações, que prevê, em seu art. 7º, a possibilidade de contribuição em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro. O art. 3º da Lei da SAF prevê a possibilidade do patrimônio (ou parte dele) da associação compor o capital da SAF, no modelo expresso no art. 2º da mesma Lei, de Cisão do Departamento de Futebol, caso a associação tenha interesse a um capital superior aos 10% mínimos¹. A associação pode compor capital também através de bens intangíveis, como direitos sobre marca, direito de uso de estádio, arena ou instalações dedicadas à formação de atletas, direitos econômicos que envolvam atletas profissionais, dentre outros clube ou pessoa jurídica original para uma SAF.

O Parecer CVM 41/2023, no âmbito da governança corporativa, ressalta que a o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal são órgãos de existência obrigatória e de funcionamento permanente, diferentemente do que dispõe a Lei das Sociedades por Ações, que essa obrigatoriedade é apenas para companhias abertas, nas companhias de capital autorizado e nas sociedades de economia mista, conforme preveem os artigos 138, § 2º, e 239 da Lei das Sociedades por Ações.

O Parecer também identifica outras exclusividades na Lei das SAFs, que no âmbito das demais SA seriam previstas apenas para às capital aberto, como às divulgações periódicas

¹ a Lei da SAF estabelece, no art. 2º, §2º, VII, que a Sociedade Anônima do Futebol emitirá obrigatoriamente ações ordinárias da classe A para subscrição exclusivamente pelo clube ou pessoa jurídica original que a constituiu, com no mínimo 10%. Essas ações tem poder de veto sobre matérias como mudanças de símbolos, hinos e endereços. A Lei da SAF prevê, assim, uma exceção autorizativa à regra geral, de natureza proibitiva. Pois, A combinação dos artigos 15, §1º, 16 e 16-A da Lei das Sociedades por Ações resulta na proibição, imposta a companhias abertas, de emissão e manutenção de mais de uma classe de ações ordinárias.

(inclusive demonstrações financeiras). O art. 7º da Lei da SAF, as SAF são obrigadas a manter determinadas informações em sua página na rede mundial de computadores, obrigação, similar à imposta às companhias de capital aberto por força do art. 14 da Resolução CVM 80. A lei da SAF não traz nenhum artigo quanto Comunicados ao Mercado e Fatos Relevantes. O Parecer CVM 41/2023 afirma que as SAF de capital aberto seguem as disposições normativas atualmente contidas na Resolução CVM 44, e reconhece o desafio de controlar a informação em um ambiente de intenso acompanhamento de jornalistas, influenciadores digitais, torcedores e outros agentes que geram, diariamente, uma quantidade significativa de informações, notícias, reportagens, relatos e boatos, com propósitos variados.

O Parecer CVM 41/2023 também abre varias possibilidades de captação pelas SAF (de capital aberto), além das Debentures-fut já previstas nas SAFs de capital fechado. Como acesso a fundos de investimentos, *crowdfunding*, *Fan Tokens*, securitização de recebíveis, FIDC - Fundos de Direitos Creditórios, FIP – Fundos de Investimentos em Participações, notas comerciais, contratos futuros, opções e derivativos etc, conforme maturidade da empresa e capacidade de seus gestores.

No entanto, o Parecer CVM 41/2023 não traz nada expresso sobre as garantias de um contrato de investimento, como já era de se imaginar, pois a lei das SAs não prevê venda a prazo e, conseqüentemente, essas condições devem ser expressas em contrato particular. Porém, A CVM reforça a necessidade de aprimorar a governanças corporativa da SAF com auditoria independente sobre a prestações de contas e prestações de contas periódicas, nos mesmos moldes das companhias abertas.

Conclusão

Diante da ausência de exigências específicas na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) quanto à exigência de garantias em projetos de investimento em Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs), torna-se essencial adotar princípios jurídicos e financeiros capazes de orientar a construção de contratos mais seguros, sustentáveis e compatíveis com a lógica associativa do futebol brasileiro. Nesse contexto, modelos como o *Project Finance* e o uso de *covenants financeiros* oferecem valiosas referências, ao estruturar garantias contratuais baseadas na geração de caixa, em indicadores objetivos de desempenho e em mecanismos de gatilho para controle de risco.

A adoção de cláusulas que limitem o endividamento ou o condicionem à apresentação de garantias, como a exigência de que o passivo não ultrapasse determinado percentual do investimento previsto, representa uma forma eficiente de mitigar riscos sem comprometer a atratividade do aporte privado. Tais *covenants*, aplicáveis enquanto vigorar o contrato de investimento, promovem a disciplina financeira da SAF, oferecem instrumentos objetivos de monitoramento contínuo por parte da associação cedente, e garante que a estrutura de capital da SAF tenha um aporte de recursos próprios superior ao de recursos de terceiros. É fundamental garantir que durante o “contrato de venda/investimento” a estrutura de capital seja majoritariamente própria, com negociação das ações e não atração de passivo.

Contudo, reconhecendo que o vínculo entre clube e SAF não se limita à duração do contrato, propõe-se a complementação desse arcabouço com cláusulas de salvaguarda estrutural, comumente chamadas de cláusulas pétreas, que asseguram a proteção do clube

inclusive após a vigência do plano de investimento. A experiência do CAJ SAF do Juventus-SP ilustra esse modelo, ao vincular o controle acionário ao cumprimento de metas orçamentárias, à regularidade fiscal e trabalhista, e ao desempenho esportivo. O descumprimento desses critérios gera, de forma progressiva e objetiva, a reversão parcial do capital da SAF à associação original, podendo alcançar até a recompra integral das ações por valor simbólico.

Essa dualidade entre *covenants financeiros* e cláusulas estruturais pós-contratuais constitui um mecanismo de governança híbrido, que equilibra segurança institucional com a autonomia da gestão da SAF. Recomenda-se, portanto, que esses instrumentos estejam formalmente previstos no contrato de cessão e/ou no acordo de acionistas, vinculando os aportes e a manutenção do controle societário a critérios verificáveis, auditáveis e ajustados à realidade do futebol.

Importa destacar, ainda, que a implementação de cláusulas de reversão parcial ou total das ações deve prever períodos de carência e mecanismos graduais de advertência, de modo a garantir tempo hábil para a correção de eventuais descumprimentos. No caso dos *covenants financeiros*, por exemplo, a reversão acionária pode ser ativada após dois trimestres consecutivos de inadimplência, precedidos de comunicação formal e tentativa de regularização. Já nas cláusulas de natureza desportiva, é possível estabelecer a perda progressiva de controle em caso de não acesso a divisões superiores por número determinado de temporadas consecutivas, mesmo após o término do contrato de investimento. Assim, equilibra-se o rigor contratual com a flexibilidade operacional, garantindo um ambiente mais transparente, resiliente e alinhado aos interesses de longo prazo da agremiação esportiva e de sua torcida.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Gustavo Salum; MELLO, João. Gerenciamento de Risco em Ativos no Mercado Financeiro: Uma Análise de Formulação de Carteiras como Projetos. **Revista Gestão e Gerenciamento**, [S.l.], v. 11, n. 11, p. 13-29, abr. 2020. ISSN 2447-1291. Disponível em: <<https://nppg.org.br/revistas/gestaoegerenciamento/article/view/435>>. Acesso em: 10 fev. 2025.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: instrumento de garantia em project finance. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, p. 117-135, jun. 1999. Disponível em: <http://bibliotecadigital.economia.gov.br/handle/123456789/527461>.

BRANDÃO, E. O.; ARAÚJO, F. K. F.; MONTEIRO, V. B. TRANSIÇÃO PARA A SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL: CONTEXTO INTERNACIONAL E OPINIÕES. **REVISTA FOCO**, [S. l.], v. 17, n. 1, p. e4170, 2024. DOI: 10.54751/revistafoco.v17n1-085. Disponível em: <https://ojs.focopublicacoes.com.br/foco/article/view/4170>. Acesso em: 10 fev. 2025.

BRASIL. **Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021**. Institui a Sociedade Anônima do Futebol e dispõe sobre regras de constituição, governança, controle e meios de financiamento da atividade futebolística. 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

BRASIL. **Lei nº 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/l6404compilada.htm. Acesso em: 10 fev. 2025.

BRASIL. **Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995**. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previstos no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 14 fev. 1995. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18987compilado.htm. Acesso em: 10 fev. 2025.

CAPELO, Rodrigo. Justiça aceita pedido do Vasco e tira controle da SAF das mãos da 777. **GE.GLOBO**, Rio de Janeiro, 15 maio 2024. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/vasco/noticia/2024/05/15/justica-aceita-pedido-do-vasco-e-tira-controle-da-saf-das-maos-da-777.ghtml>. Acesso em: 10 fev. 2025.

CLAUDIO, Alexandre Kogake. Sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa: evidência de empresas brasileiras. 2010. 83 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração de Empresas) – **Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas**, São Paulo, 2010. Disponível em: <https://hdl.handle.net/10438/8261>. Acesso em: 10 fev. 2025.

CLUBE ATLÉTICO JUVENTUS. **Ofício PCD 010/2022**. São Paulo, 14 jan. 2022. Disponível em: <https://www.juventus.com.br/wordpress/wp-content/uploads/2022/01/OFICIO-PCD-010-2022.pdf>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer de Orientação CVM nº 41, de 21 de agosto de 2023**. Rio de Janeiro: CVM, 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare041.html>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações relevantes, a vedação ao uso de informações privilegiadas e a negociação de valores mobiliários emitidos por companhias abertas. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 24 ago. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 30 mar. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>.

FERREIRA, Daniel Meirelles. Artigo 15: A SAF e o mercado de capitais. In: **SAF – Sociedade Anônima do Futebol: novos paradigmas para governança e investimentos no futebol brasileiro**. São Paulo: LTR, 2024. e-book. p. 207.

KONRAHT, Jonatan Marlon et al. Determinantes da utilização dos covenants contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA. 2017. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio Econômico, **Programa de Pós-Graduação em Contabilidade**, Florianópolis, 2017.

MONTEIRO, V. B. Valuation de uma Sociedade Anônima do Futebol (SAF): Proposta de mensuração do Valor de um clube. . **Revista de Gestão e Negócios do Esporte**, [S. l.], v. 8, n. 1, 2024. Disponível em: <https://rgne.org.br/index.php/home/article/view/135>. Acesso em: 10 fev. 2025.

MONTEIRO, V. B.; PEREIRA, P. L. V. Análise da inadimplência em um programa sócio-torcedor: o uso do credit scoring como ferramenta de gestão esportiva. **PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review**, v. 11, n. 1, p. 145-174, 2022.

SOUZA, Felipe Santos Guedes de. Lei das Sociedades Anônimas de Futebol no Brasil: O impacto do modelo SAF nas Finanças do Clube de Regatas Vasco da Gama. 2024. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – **Universidade Federal da Paraíba**, João Pessoa, 2024.

TREVISAN, Ricardo. Índice de cobertura do serviço da dívida (ICSD). **Blog Ricardo Trevisan**, 16 set. 2019. Disponível em: <https://ricardotrevisan.com/2019/09/16/indice-de-cobertura-do-servico-da-divida-icsd/>. Acesso em: 10 fev. 2025