

MERC GROUP

THINK GROWTH. THINK MERC.

GUIA TÉCNICO · FINANÇAS, GOVERNANÇA E AUDITORIA DO ESPORTE

Clubes de futebol e *SAFs* avaliação, governança e auditoria

Demonstrações financeiras, valuation, riscos e melhores práticas à luz da Lei 14.193/2021, da Lei 15.427/2026, da ITG 2003 (R2), do CPC 04 e do novo regime tributário setorial do futebol.

NORMA BASE

Lei 14.193/2021 · Lei
15.427/2026 · ITG 2003 (R2) ·
CPC 04 · LC 214/2025 e
227/2026

PÚBLICO

Dirigentes, conselhos e
investidores

EDIÇÃO

1ª edição

DATA

Setembro de 2026

SUMÁRIO

O que este guia cobre

01	Sumário executivo: o que decide o valor de um clube
02	Do clube-associação à SAF: o novo regime jurídico
03	Reestruturação do passivo pré-SAF
04	Governança mínima obrigatória da SAF
05	Regime tributário: do TEF ao regime setorial permanente
06	Demonstrações financeiras de clubes e SAFs
07	Atletas no balanço: ITG 2003 (R2) e CPC 04
08	As receitas do futebol e como reconhecê-las
09	Passivos e contingências típicos do setor
10	Indicadores que o conselho acompanha
11	Valuation: métodos, limites e value drivers
12	Exemplo ilustrativo de avaliação de uma SAF
13	Mapa de riscos do clube e da SAF
14	Governança e melhores práticas
15	Licenciamento e equilíbrio financeiro
16	Auditoria independente e due diligence
17	Prontidão para virar SAF: checklist do conselho
18	Perguntas frequentes
19	Glossário técnico

SUMÁRIO EXECUTIVO

O que decide o valor de um clube

O futebol brasileiro deixou de ser só paixão para virar classe de ativo. A Sociedade Anônima do Futebol abriu a porta para capital, mas quem entra sem ler o balanço, a governança e o passivo compra risco, não clube.

Três forças mudaram o jogo ao mesmo tempo. A **Lei 14.193/2021** criou a SAF e um regime próprio de dívidas e tributos. A **Lei 15.427/2026** reformou esse marco, ampliou a proteção ao investidor e redesenhou a responsabilidade por obrigações, com vetos que deixaram pontos em aberto. E a **ITG 2003 (R2)**, em vigor desde 1º de janeiro de 2024, alinhou a contabilidade das entidades desportivas ao padrão internacional. Avaliar um clube hoje exige ler as três camadas juntas.

Este guia trata o clube como o que ele é do ponto de vista técnico: uma empresa de receita recorrente (transmissão, comercial e matchday), com um ativo intangível volátil (os direitos sobre atletas), um passivo historicamente pesado (trabalhista, tributário e de imagem) e uma governança em transição. Cada um desses eixos entra no valuation, no risco e na auditoria.

A TESE EM UMA FRASE

O valor de um clube não está no elenco de hoje, e sim na qualidade e na recorrência da receita, no tamanho e na natureza do passivo e na governança que protege o caixa. Elenco valoriza; passivo e má governança destroem. A auditoria e a due diligence existem para separar um do outro antes de assinar.

Ao investidor e ao conselheiro, a mensagem é direta: o preço de tela de um elenco não é o valor da SAF. Entre o valor bruto do plantel e o valor do negócio há dívida, contingência, dependência de venda de atletas e risco de governança. Medir essa distância é o trabalho que precede qualquer cheque.

A linha do tempo do novo marco

Cinco anos concentraram a maior transformação regulatória do futebol brasileiro. A leitura de um clube hoje precisa saber em que ponto dessa linha cada norma está.

MARCO	O QUE MUDOU
2021 • Lei 14.193	Cria a SAF, o regime de dívidas e o regime tributário específico (TEF).
2024 • ITG 2003 (R2)	Elimina a capitalização da formação de atletas e converge ao padrão internacional.
2025 • LC 214	Institui a base da reforma tributária e o novo tratamento setorial do futebol.
2026 • LC 227	Ajusta o regime setorial permanente, com alíquota em torno de 6% e base ampla.
2026 • Lei 15.427	Reforma o marco da SAF, amplia proteção ao investidor e redesenha a responsabilidade por dívidas.
2027 • CBS e IBS	Integração dos novos tributos ao regime do futebol, com imunidade nas exportações.

PARTE 01

Regime *jurídico e tributário*

Da associação sem fins lucrativos à companhia. O que a SAF muda na responsabilidade por dívidas, na governança e na conta de tributos.

REGIME JURÍDICO

Do clube-associação à SAF

A SAF é uma companhia regida pela Lei das S.A. com um estatuto próprio na Lei 14.193/2021. Ela pode nascer de três formas, e a escolha tem efeito direto sobre patrimônio, dívidas e tributos.

01 Transformação

O clube ou a pessoa jurídica original se transforma em SAF, mantendo personalidade e assumindo a forma de companhia.

02 Cisão do departamento de futebol

O clube cinde a atividade de futebol e transfere para a SAF o patrimônio a ela relacionado, preservando a associação como acionista.

03 Iniciativa de terceiros

Pessoa natural, pessoa jurídica ou fundo de investimento constitui a SAF do zero e passa a explorar a atividade, tipicamente com aporte de capital.

■ Responsabilidade por obrigações: onde mora o risco do investidor

A regra de partida é a separação. A SAF, em princípio, não responde pelas obrigações do clube original anteriores à sua constituição, salvo as que lhe forem expressamente transferidas e as inerentes ao seu objeto. O clube segue como o responsável pelo passivo pretérito, que é pago por um regime próprio.

A **Lei 15.427/2026** reforçou que o clube original é o responsável pelas obrigações anteriores, quitadas com recursos do próprio clube e com parcela das receitas da SAF, incluindo um percentual dos valores mensais recebidos sob o regime específico e parte dos dividendos e remunerações pagos ao clube como acionista. O mecanismo protege o caixa operacional da SAF, mas o desenho fino depende da redação vigente e de vetos presidenciais.

ATENÇÃO DE DUE DILIGENCE · OS VETOS DE 2026

A sanção da Lei 15.427/2026 vetou dispositivos que blindavam patrimônio e receitas da SAF contra dívidas do clube e afastavam a formação de grupo econômico. A justificativa foi proteger credores. O efeito prático é insegurança: a impenhorabilidade de ativos da SAF por dívida trabalhista antiga do clube passou a depender de construção jurisprudencial, e há decisões nos dois sentidos. Para o investidor, isso é risco a precificar em cláusula de indenização e retenção, não a ignorar.

As dívidas antigas comportam três caminhos de quitação previstos na lei: pagamento direto aos credores, o regime centralizado de execuções e a recuperação judicial ou extrajudicial. O regime centralizado concentra as execuções e abre prazo para um plano de pagamento aos credores, funcionando como uma reestruturação ordenada do passivo pré-SAF.

REESTRUTURAÇÃO DO PASSIVO

Os três caminhos da dívida pré-SAF

A dívida antiga não desaparece quando o clube vira SAF. Ela fica com o clube e é quitada por um dos três caminhos que a lei prevê, com recursos próprios e com a parcela das receitas da SAF destinada a esse fim. Entender qual caminho está em curso é parte da leitura de risco.

CAMINHO	COMO FUNCIONA	O QUE OBSERVAR
Pagamento direto	Quitação negociada diretamente com os credores, dentro da capacidade de pagamento	Ritmo do fluxo destinado à dívida e adesão dos credores
Regime centralizado de execuções	Concentra as execuções e abre prazo para um plano de pagamento aos credores	Prazo do plano, percentual das receitas comprometido, credores fora
Recuperação judicial ou extrajudicial	Reestrutura o passivo sob supervisão judicial ou por acordo homologado	Plano aprovado, deságios, garantias e cronograma de longo prazo

As **debêntures do futebol** entraram como instrumento de reestruturação: renegociam prazos e condições da dívida sem transferir o controle operacional, alongando o passivo para aproximá-lo da capacidade de pagamento. Como todo instrumento de dívida, exigem atenção a garantias, covenants e ao cronograma real de amortização.

LEITURA DE INVESTIDOR

Antes de aportar, saiba exatamente qual caminho de quitação da dívida antiga está em curso, quanto das receitas da SAF está comprometido com ele e por quanto tempo. Um plano longo que consome parcela relevante da receita reduz o caixa disponível para o projeto esportivo, e isso entra direto no valuation e na estrutura do negócio.

GOVERNANÇA DA SAF

A estrutura mínima que a lei exige

A SAF nasce com uma exigência de governança que a associação não tinha. A lei impõe uma estrutura permanente e transparência pública, e é por aí que o investidor mede se o clube leva a sério a prestação de contas.

EXIGÊNCIA	O QUE SIGNIFICA NA PRÁTICA
Conselho de Administração	Órgão permanente e obrigatório, com competência de orientação estratégica e fiscalização da diretoria.

EXIGÊNCIA	O QUE SIGNIFICA NA PRÁTICA
Conselho Fiscal	Órgão permanente de fiscalização das contas, distinto da auditoria independente e com atuação contínua.
Diretoria dedicada	Executivos com dedicação exclusiva à SAF, separando a gestão profissional da política associativa do clube.
Auditoria independente	As demonstrações financeiras da SAF são obrigatoriamente auditadas por auditor independente registrado na CVM.
Transparência	Publicação de estatuto, atas de assembleia e informações societárias, com prestação de contas acessível.

Essa moldura é o piso, não o teto. A boa prática vai além: comitês de auditoria e de investimentos, política de partes relacionadas entre clube e SAF, código de conduta e controles internos sobre o ciclo de contratação e venda de atletas. A governança é o primeiro filtro de valor, porque é ela que decide se o caixa gerado chega ao acionista ou vaza no caminho.

REGIME TRIBUTÁRIO

Do TEF ao regime setorial permanente

A SAF recolhe tributos por um regime próprio, e ele acaba de mudar de natureza. O desenho original da Lei 14.193/2021 era um incentivo temporário. A reforma tributária o transformou em um regime setorial permanente, com efeitos a partir de 2027.

No **regime original (TEF)**, a SAF recolhia de forma unificada e mensal, pelo regime de caixa, um percentual sobre a receita, substituindo um conjunto de tributos. Nos cinco primeiros anos a alíquota era de 5% sobre as receitas mensais, com exceção das receitas de cessão de direitos de atletas; após cinco anos, caía para 4% com a base ampliada para incluir as receitas de transferência.

Com a **LC 214/2025, alterada pela LC 227/2026**, o regime deixou de ser transição e passou a permanente e setorial, com alíquota global em torno de 6% e base abrangente sobre as fontes de receita, integrando CBS e IBS a partir de 2027 e prevendo imunidade nas operações com o exterior. A leitura estratégica: menos benefício temporário, mais previsibilidade de longo prazo.

EIXO	REGIME ORIGINAL (TEF)	REGIME PERMANENTE (REFORMA)
Natureza	Incentivo temporário de transição	Regime setorial permanente do futebol
Alíquota	5% nos 5 primeiros anos; 4% depois	Em torno de 6%, unificado

EIXO	REGIME ORIGINAL (TEF)	REGIME PERMANENTE (REFORMA)
Base	Receita, excluindo cessão de atletas no início	Base abrangente sobre as fontes de receita
CBS e IBS	Fora do desenho original	Integrados a partir de 2027
Exportação	Sem tratamento específico	Imunidade nas operações com o exterior
Efeito no valuation	Vantagem que expira, difícil de perpetuar	Fluxo mais previsível e modelável

REGRA DE MÉTODO

Alíquotas e datas de vigência de tributos mudam. Nenhuma projeção de valuation deve fixar a carga tributária sem confirmar a redação vigente da lei complementar e das normas infralegais na data-base do trabalho. Em um regime em transição para 2027, a sensibilidade do fluxo à alíquota é uma premissa a testar, não um número a herdar.

PARTE 02

Demonstrações *financeiras*

Como se lê o balanço de um clube. Onde estão os atletas, como se reconhece a receita e quais passivos escondem o verdadeiro tamanho da dívida.

AS DEMONSTRAÇÕES

Como se estrutura o balanço de um clube

A contabilidade das entidades desportivas segue a **ITG 2003**, hoje na versão **R2**, somada aos pronunciamentos do CPC aplicáveis a qualquer companhia. A SAF, por ser S.A., publica o conjunto completo: balanço patrimonial, demonstração do resultado, demonstração dos fluxos de caixa, demonstração das mutações do patrimônio líquido e notas explicativas.

A leitura útil começa por três perguntas. Qual a composição e a recorrência da receita. Qual o peso do intangível de atletas e sua qualidade. E qual o tamanho real do passivo, somando dívida, parcelamentos e contingências. As notas explicativas, e não a face do balanço, é onde essas respostas costumam estar.

ATLETAS NO BALANÇO

ITG 2003 (R2) e o intangível de jogadores

O que mudou: o fim da capitalização da formação de atletas

A mudança central da **ITG 2003 (R2)**, em vigor desde 1º de janeiro de 2024, foi eliminar o reconhecimento de ativo intangível para os **custos de formação** de atletas das categorias de base. O argumento é de convergência ao padrão internacional: ativo gerado internamente, cujo valor futuro é incerto, não se capitaliza. Na transição, o saldo de formação registrado sob a norma anterior foi baixado integralmente contra os lucros acumulados na abertura de 2024.

O efeito é relevante para clubes formadores. Um ativo que antes figurava no balanço e sustentava o patrimônio líquido deixou de existir contabilmente, mesmo que o valor econômico do jovem atleta seja real. A consequência prática: o balanço passou a subavaliar clubes fortes em base, e a avaliação desse capital humano migrou de vez para fora da contabilidade, para o terreno do valuation.

Direitos adquiridos: o intangível que permanece

O que continua no ativo intangível são os **direitos federativos e econômicos adquiridos**, ou seja, o custo pago para contratar um atleta de outro clube, tratado sob o **CPC 04 (IAS 38)**. Esse ativo é amortizado ao longo do prazo do contrato e testado quanto à recuperabilidade quando há indício de perda, como lesão grave, queda de desempenho ou rescisão.

ELEMENTO	TRATAMENTO CONTÁBIL
Custo de formação (base)	Despesa do período. Não se capitaliza mais sob a ITG 2003 (R2).

ELEMENTO	TRATAMENTO CONTÁBIL
Direito adquirido de atleta	Intangível pelo custo de aquisição e gastos diretamente atribuíveis, sob o CPC 04.
Amortização	Linear ao longo do prazo do contrato do atleta com a entidade.
Recuperabilidade	Teste de impairment diante de lesão, queda de valor ou rescisão.
Ganho na venda de atleta	Não é receita de venda. Vai para outras receitas e despesas operacionais, pelo resultado da baixa do intangível.

ONDE A AUDITORIA OLHA PRIMEIRO

A conta de atletas concentra julgamento e é o foco natural da auditoria. Três pontos: a amortização acompanha renovações e rescisões de contrato; a recuperabilidade foi testada quando o valor de mercado do atleta caiu; e o resultado de vendas está classificado como outras receitas operacionais, e não inflando a receita. Erro nesses pontos distorce tanto o lucro quanto a leitura de dependência de trading.

AS RECEITAS

As fontes do futebol e como reconhecê-las

A receita de um clube tem naturezas diferentes, e a distinção importa porque nem toda receita tem a mesma qualidade. Receita recorrente e contratada vale mais, no valuation, do que ganho eventual com venda de atleta. A demonstração do resultado precisa separar as duas com clareza.

FONTE	DO QUE SE TRATA	QUALIDADE PARA O VALUATION
Transmissão	Direitos de mídia e transmissão das competições	Alta: recorrente e contratada, embora concentrada em poucos pagadores
Comercial	Patrocínio, publicidade e licenciamento de marca	Alta: recorrente, sensível a desempenho e a exposição
Matchday	Bilheteria e programa de sócio-torcedor	Média a alta: recorrente, depende de estádio, base e desempenho
Trading de atletas	Resultado com cessão de direitos econômicos	Baixa recorrência: eventual e volátil, não é receita de venda
Premiação	Prêmios por participação e por resultado esportivo	Baixa: incerta e dependente de performance no campo

O ponto que mais engana o leitor apressado é o **trading**. Um ano de vendas fortes de atletas pode transformar um resultado estruturalmente deficitário em lucro contábil. Como esse resultado entra em outras receitas e despesas operacionais, e não na receita bruta, ler a linha de receita recorrente separada do trading é o que revela a real capacidade de geração de caixa do clube.

■ Reconhecimento de receita sob o CPC 47

Além da natureza, importa o momento. O **CPC 47 (IFRS 15)** rege quando a receita é reconhecida, e no futebol isso tem sutilezas. Direitos de transmissão e patrocínio são, em geral, cumpridos ao longo da temporada, o que leva ao reconhecimento pró-rata do período, e não à vista no recebimento. Antecipar receita contratada de temporadas futuras é um dos erros que a auditoria corrige.

Contraprestações variáveis pedem cuidado extra. Bônus de patrocínio por desempenho, premiações por resultado e metas contratuais só entram quando é altamente provável que não haverá reversão relevante. Reconhecer um bônus incerto como se fosse certo infla a receita e distorce o resultado que sustenta o valuation.

PASSIVOS E CONTINGÊNCIAS

O que esconde o tamanho real da dívida

O passivo é onde o valor se perde. Clubes brasileiros carregam, historicamente, dívida trabalhista, tributária e de imagem, além de parcelamentos de longo prazo e contingências que nem sempre estão provisionadas. Somar apenas a dívida financeira subestima a alavancagem real.

PASSIVO	O QUE O AVALIADOR PRECISA MEDIR
Trabalhista	Ações e verbas em atraso, mais o risco de reclassificação de contratos e o efeito da insegurança pós-vetos de 2026.
Tributário	Autuações, créditos discutidos e parcelamentos, como programas de refinanciamento, que comprometem o caixa futuro.
Direitos de imagem a pagar	Contratos de imagem, muitas vezes usados para reduzir encargos, com risco de requalificação trabalhista e fiscal.
Dívida financeira e debêntures	Empréstimos e debêntures do futebol, com atenção a covenants, garantias e cronograma de amortização.
Contingências	Passivos possíveis não provisionados, avaliados com os assessores jurídicos e testados pela circularização de advogados.

O ERRO CLÁSSICO

Comprar um clube pelo valor do elenco e descobrir o passivo depois. A conta que interessa não é o valor bruto do plantel, e sim o valor da empresa líquido de dívida, parcelamento e contingência. Entre os dois números há, com frequência, a diferença entre um bom negócio e um prejuízo herdado.

Direitos de imagem: o passivo que vira contingência

Os contratos de imagem merecem capítulo próprio porque concentram risco duplo. Historicamente, parte da remuneração do atleta foi paga como direito de imagem, por pessoa jurídica, para reduzir encargos trabalhistas e previdenciários. Quando a substância mostra que aquilo era, na prática, salário, a fisco e a Justiça do Trabalho podem requalificar o contrato, com efeito retroativo.

Para o avaliador, isso significa duas coisas. A conta de direitos de imagem a pagar precisa ser lida como possível passivo trabalhista e tributário disfarçado, não como despesa comercial trivial. E a contingência associada, muitas vezes não provisionada, entra na dívida líquida ajustada que separa o valor da empresa do valor bruto do elenco.

TESTE DE SUBSTÂNCIA

A pergunta que a auditoria e a due diligence fazem sobre um contrato de imagem é simples: o pagamento remunera uso real de imagem ou é salário com outra etiqueta? A resposta define se há contingência a provisionar. Volume alto de imagem a pagar em relação à folha é sinal de alerta que pede exame de cada contrato relevante.

INDICADORES

O que o conselho acompanha mês a mês

Um conjunto pequeno de indicadores diz mais sobre a saúde de um clube do que o resultado contábil isolado. São métricas que o conselho e o investidor acompanham para separar disciplina financeira de dependência de venda de atletas.

INDICADOR	O QUE MEDE	LEITURA
Folha sobre receita	Gasto com pessoal dividido pela receita	Quanto menor, mais disciplina; folha alta comprime margem e valor
Dívida líquida sobre receita	Endividamento em relação à receita anual	Alavancagem estrutural; múltiplos altos acendem alerta de continuidade
Receita recorrente sobre total	Peso de transmissão, comercial e matchday	Quanto maior, mais previsível o caixa e maior o múltiplo

INDICADOR	O QUE MEDE	LEITURA
Dependência de trading	Peso do resultado de venda de atletas	Alta dependência esconde déficit operacional recorrente
Cobertura de juros	Geração operacional sobre o serviço da dívida	Baixa cobertura sinaliza fragilidade de caixa e risco de plano
Contingências sobre patrimônio	Passivos possíveis frente ao patrimônio líquido	Mede o risco fora do balanço que a auditoria investiga

Nenhum indicador vale isolado. A folha sobre receita perde sentido sem a dívida líquida ao lado, e a receita recorrente engana se ignorar o trading que a sustenta. Lidos juntos, esses números formam o retrato que o valuation traduz em preço e a auditoria confirma com evidência.

PARTE 03

Valuation

Por que os métodos tradicionais tropeçam no futebol, quais realmente funcionam e o que move o valor de um clube na prática.

VALUATION

Métodos, limites e value drivers

Avaliar um clube é diferente de avaliar uma empresa comum por um motivo simples: a maioria opera no vermelho, com receita sensível ao resultado esportivo e um ativo humano volátil. Isso não impede a avaliação, mas obriga a combinar métodos em vez de confiar em um só.

■ Por que o fluxo de caixa descontado, sozinho, tropeça

O **fluxo de caixa descontado** é o método mais rigoroso na avaliação de empresas, mas pressupõe fluxos projetáveis e razoavelmente estáveis. No futebol, o desempenho em campo muda receita, premiação e valor de elenco de um ano para o outro, e boa parte dos clubes não gera caixa operacional positivo de forma consistente. Aplicado isolado, o DCF vira um exercício de premissas frágeis.

Há ainda o custo de capital. O desconto de fluxos de um clube exige uma taxa que reflita o risco setorial, a alavancagem e a volatilidade esportiva, tipicamente mais alta do que a de uma empresa comum de mesmo porte. Sob juros elevados, essa taxa sobe e comprime o valor presente, o que penaliza justamente os projetos de retorno mais longo, como estádio e base. Por isso o DCF, quando usado, entra como um dos ângulos, calibrado por múltiplos e pela soma das partes, nunca como resposta única.

■ Os métodos que funcionam quando combinados

MÉTODO	COMO FUNCIONA	QUANDO USAR
Múltiplo de receita	Aplica um múltiplo sobre a receita, já que muitos clubes não têm EBITDA positivo	Referência de mercado e sanidade; comparação entre clubes
Fluxo de caixa descontado	Projeta e desconta fluxos por um custo de capital	Clubes com receita contratada estável e governança madura
Modelo multivariado	Combina receita, patrimônio, resultado, estádio e folha	Visão estrutural que corrige o viés de um único indicador
Soma das partes	Avalia elenco, estádio e imóveis, marca e base separadamente	Ativos relevantes fora da operação; cenários de reestruturação

Na prática de mercado, os **múltiplos de receita** dão a régua. Clubes de elite, com marca global e receita diversificada, alcançam múltiplos da ordem de seis a sete vezes a receita; clubes menores, com receita concentrada e mais risco, operam em faixas de duas a três vezes. O múltiplo não é o valor, é o ponto de partida que a análise de fundamentos ajusta.

■ O que move o múltiplo: os value drivers

01 Recorrência da receita

Peso de transmissão e comercial contra dependência de venda de atletas. Quanto mais recorrente, maior o múltiplo.

02 Folha sobre receita

A relação entre gasto com pessoal e receita mede disciplina financeira. Folha alta comprime margem e valor.

03 Estrutura de capital

Dívida, parcelamentos e contingências. Passivo pesado derruba o valor da empresa mesmo com bom elenco.

04 Propriedade do estádio

Estádio próprio gera matchday e receita comercial e adiciona ativo imobiliário à soma das partes.

05 Qualidade da base

Capacidade de formar e vender atletas, hoje fora do balanço, mas central no valor econômico do clube.

06 Governança

Conselho atuante, controles e transparência reduzem o risco percebido e sustentam múltiplos mais altos.

Soma das partes: os ativos além do elenco

Quando o clube tem ativos relevantes fora da operação, a soma das partes complementa o múltiplo. Ela avalia separadamente cada ativo e evita que o valor do negócio ignore patrimônio real. É especialmente útil em cenários de reestruturação, quando o valor de liquidação de partes importa.

ATIVO	COMO SE AVALIA E O QUE OBSERVAR
Elenco	Direitos econômicos dos atletas, comparando valor de mercado e valor contábil, com desconto por contrato e por risco de lesão.
Estádio e imóveis	Avaliação patrimonial dos ativos imobiliários, que geram matchday e receita comercial e adicionam valor de liquidação.
Marca	Valor da marca pela capacidade de gerar receita comercial e licenciamento, sensível a torcida, história e desempenho.
Categorias de base	Capacidade de formar e vender atletas, hoje fora do balanço, avaliada pelo histórico de formação e venda.
Direitos a receber	Parcelas de vendas de atletas e mecanismos de solidariedade ainda não recebidos, líquidos de risco de crédito.

A soma das partes não substitui o múltiplo, dialoga com ele. Um clube pode valer mais pela operação recorrente do que pela soma de ativos, ou o contrário, se o negócio queima caixa mas detém patrimônio. Comparar os dois ângulos é o que dá segurança à conclusão de valor.

EXEMPLO ILUSTRATIVO

Avaliação simplificada de uma SAF

AVISO

Os números a seguir são hipotéticos e didáticos, sem correspondência com qualquer entidade real. Servem para mostrar o raciocínio, não para indicar valores de mercado. Nenhum dado apresentado é real.

Considere uma SAF hipotética com receita recorrente anual de 300 unidades (transmissão, comercial e matchday), mais um resultado de trading que varia muito ano a ano. A dívida líquida, somando financeira, parcelamentos e contingências prováveis, é de 250 unidades. O estádio é próprio.

ETAPA	RACIOCÍNIO (VALORES HIPOTÉTICOS)
Receita recorrente	300 unidades, excluído o trading volátil da base de múltiplo.
Múltiplo aplicado	3,0 vezes a receita recorrente, coerente com clube de porte médio.
Valor da operação	$300 \times 3,0 = 900$ unidades de valor da empresa (enterprise value).
Menos dívida líquida	$900 \text{ menos } 250 = 650$ unidades de valor do equity operacional.
Mais ativos separáveis	Estádio e imóveis avaliados à parte, somados ao equity.
Sensibilidade	Múltiplo de 2,5 a 3,5 move o valor da empresa de 750 a 1.050 unidades.

O exemplo mostra três lições. O múltiplo incide sobre a receita **recorrente**, não sobre o trading. A dívida líquida, incluindo contingência, é o que separa o valor da empresa do valor que sobra ao acionista. E a sensibilidade ao múltiplo é grande, o que torna a qualidade da receita e do passivo, apuradas na due diligence, mais decisivas do que a escolha do número em si.

PARTE 04

Riscos, governança *e auditoria*

O mapa de riscos que o investidor precisa precificar, as práticas de governança que protegem o valor e o papel da auditoria e da due diligence.

MAPA DE RISCOS

O que o investidor precisa precificar

Risco no futebol não é abstrato: é passivo que aparece depois, receita que depende de resultado e governança que deixa o caixa vazar. O trabalho técnico é nomear cada risco, medir a exposição e desenhar a mitigação antes do aporte.

RISCO	VETOR	MITIGAÇÃO
Continuidade	Alavancagem alta e caixa operacional negativo	Teste de going concern (NBC TA 570), plano de reestruturação, aporte condicionado
Trabalhista	Passivo antigo e insegurança dos vetos de 2026	Due diligence trabalhista, cláusula de indenização, retenção de preço, escrow
Tributário	Autuações e parcelamentos que comprometem o caixa	Levantamento de contingências, revisão de parcelamentos, garantia contratual
Dependência de trading	Resultado sustentado por venda de atletas	Separar receita recorrente, projetar sem trading, avaliar a base
Direitos de imagem	Contratos de imagem com risco de requalificação	Revisão de contratos, provisão adequada, teste de substância
Governança e partes relacionadas	Fluxos entre clube e SAF	Política de partes relacionadas, comitê de auditoria, transparência
Esportivo	Rebaixamento e queda de receita e premiação	Cenários de estresse por divisão, covenants dimensionados ao risco

O risco que a reforma de 2026 tornou mais agudo é o **trabalhista**. Ao vetar a blindagem de ativos e receitas da SAF contra dívidas do clube, a lei deixou à jurisprudência a definição de até onde a SAF responde pelo passivo antigo. Enquanto o tema não se assenta, o investidor prudente trata a impenhorabilidade como incerta e a cobre em contrato.

GOVERNANÇA

Melhores práticas que protegem o valor

A governança mínima da lei é o começo. O que separa uma SAF investível de uma frágil é a camada de práticas que controla o ciclo de dinheiro e a relação com o clube acionista.

01 Comitê de auditoria

Instância técnica que supervisiona controles, riscos e a relação com a auditoria independente, acima da rotina da diretoria.

02 Política de partes relacionadas

Regras claras para transações entre clube e SAF, com aprovação independente e divulgação, para evitar extração de valor.

03 Controles sobre atletas

Governança do ciclo de contratação, renovação e venda, com alçada, trilha e avaliação independente de direitos econômicos.

04 Gestão de folha

Limite de folha sobre receita como disciplina financeira, monitorado pelo conselho, não só pela diretoria de futebol.

05 Transparência e prestação de contas

Demonstrações auditadas, publicação tempestiva e comunicação com acionistas e credores no padrão de companhia.

06 Licenciamento e sustentabilidade

Aderência às exigências de licenciamento das competições e a métricas de equilíbrio financeiro do setor.

O TESTE DE GOVERNANÇA

Pergunte quem aprova a venda de um atleta, quem revisa um contrato entre clube e SAF e quem responde pelo limite de folha. Se as três respostas apontam para a mesma pessoa, sem instância independente, o risco de governança está subprecificado, por melhor que seja o elenco.

LICENCIAMENTO

Equilíbrio financeiro e sustentabilidade

O acesso às competições passou a exigir disciplina financeira. Licenciamento de clubes e regras de equilíbrio, no país e no continente, condicionam a participação ao cumprimento de critérios econômicos, e não só esportivos. Isso muda o cálculo de quem gere e de quem investe.

- Sustentabilidade financeira como condição de disputa, com limites a prejuízo acumulado e a atrasos com atletas, clubes e fisco.
- Transparência de demonstrações auditadas como requisito de licença, o que aproxima a régua esportiva da régua contábil.
- Limites de gasto ligados à receita, que pressionam a relação folha sobre receita e penalizam a indisciplina.
- Consequência prática: descumprir equilíbrio financeiro passou a ter custo esportivo, não apenas contábil, o que eleva o valor de uma governança que já nasce aderente.

Para o investidor, licenciamento é ao mesmo tempo risco e proteção. Risco, porque o descumprimento pode custar participação e receita. Proteção, porque um clube que já opera dentro das regras de equilíbrio carrega menos passivo oculto e chega mais perto do valor que aparenta.

AUDITORIA E DUE DILIGENCE

O que se examina antes de assinar

A auditoria independente das demonstrações é obrigação legal da SAF e a primeira linha de confiança sobre os números. A due diligence é o trabalho que antecede um investimento, uma aquisição ou a conversão em SAF, e vai além do que a auditoria anual cobre.

Focos técnicos da auditoria de um clube ou SAF

ÁREA	FOCO DO AUDITOR
Intangível de atletas	Amortização, recuperabilidade e classificação do resultado de vendas em outras receitas operacionais.
Receita	Reconhecimento de transmissão, comercial e matchday, com separação do trading e teste de competência de período.
Provisões e contingências	Suficiência de provisões trabalhistas, tributárias e cíveis, com circularização de advogados.
Partes relacionadas	Completude e substância das transações entre clube e SAF, sob a NBC TA 550.
Continuidade	Avaliação de going concern sob a NBC TA 570, com atenção a alavancagem e geração de caixa.

Roteiro de due diligence para investir em uma SAF

01 Financeira e contábil

Qualidade da receita, EBITDA sem trading, dívida líquida real e aderência à ITG 2003 (R2) e ao CPC 04.

02 Trabalhista

Passivo antigo, ações em curso, contratos de imagem e a exposição criada pelos vetos de 2026 à blindagem da SAF.

03 Tributária

Autuações, créditos discutidos, parcelamentos e o efeito da transição para o regime setorial de 2027.

04 Contratual e esportiva

Direitos de atletas, cláusulas, direitos de transmissão, patrocínios e obrigações de licenciamento.

05 Societária e de dívida antiga

Modalidade de constituição, regime de pagamento das obrigações do clube e riscos do regime centralizado de execuções.

06 Governança

Estrutura de conselhos, partes relacionadas e controles, com desenho de cláusulas de indenização, retenção e escrow.

■ Cláusulas que traduzem risco em proteção

Achar o risco não basta; é preciso cobri-lo no contrato. A due diligence alimenta a negociação com instrumentos que transferem ao vendedor, ou reservam, a parte do risco que não se quer comprar.

01 Declarações e garantias

O vendedor declara a situação de passivos, contingências e contratos, com responsabilidade por informação falsa ou omitida.

02 Indenização específica

Cobertura direcionada a riscos identificados, como uma autuação em curso, separada da indenização geral.

03 Retenção e escrow

Parte do preço fica retida ou em conta garantida, liberada conforme os riscos se resolvem ou prescrevem.

04 Ajuste de preço

Mecanismo que corrige o preço por dívida líquida e capital de giro reais apurados na data de fechamento.

A conclusão de um trabalho bem-feito não é um número único, e sim a distância entre o valor aparente e o valor defensável, com os riscos precificados e cobertos em contrato. É esse delta, e não o brilho do elenco, que decide se o investimento cria ou destrói valor.

PRONTIDÃO PARA A SAF

Checklist do conselho antes de converter

Converter em SAF sem preparação é trocar um problema por outro. Antes de decidir a modalidade e abrir para o capital, o conselho precisa fechar seis frentes. A lista abaixo resume o que uma preparação séria cobre.

01 Diagnóstico do passivo

Levantar dívida trabalhista, tributária, de imagem e contingências, com valor e probabilidade, antes de qualquer negociação.

02 Escolha da modalidade

Definir entre transformação, cisão e iniciativa de terceiros à luz do patrimônio, das dívidas e do objetivo de capitalização.

03 Contabilidade em ordem

Aderir à ITG 2003 (R2) e ao CPC 04, com o intangível de atletas correto e demonstrações auditáveis.

04 Estrutura de governança

Montar conselho de administração, conselho fiscal, comitês e política de partes relacionadas entre clube e SAF.

05 Plano da dívida antiga

Escolher o caminho de quitação e dimensionar o percentual das receitas comprometido, preservando o caixa esportivo.

06 Data room e valuation

Organizar informação confiável para a due diligence do investidor e sustentar o valuation com método e evidência.

O SINAL DE MATURIDADE

Um clube pronto para virar SAF é aquele cujo balanço já suporta uma auditoria sem surpresas, cujo passivo está medido e cujo conselho consegue responder quem aprova o quê. Quando essas três coisas existem, a conversão atrai capital em boas condições. Quando faltam, o clube vende risco a desconto.

COMO A MERC ATUA

Auditoria e assessoria especializadas

A MERC é auditoria e assessoria especializada no mercado financeiro e em estruturas reguladas. No esporte, isso significa auditar as demonstrações da SAF com foco no intangível de atletas, na receita e nas provisões; conduzir a due diligence que antecede o aporte ou a conversão; e apoiar o valuation com método e ceticismo, separando o valor do elenco do valor do negócio.

Para clubes, o ganho é uma prestação de contas no padrão de companhia, que atrai capital em melhores condições. Para investidores e conselhos, é a segurança de decidir sobre informação auditada e riscos precificados. Para os dois, é transformar paixão em ativo governável.

PERGUNTAS FREQUENTES

O essencial em respostas diretas

A SAF responde pelas dívidas antigas do clube?

Em regra, não pelas anteriores à sua constituição, salvo as expressamente transferidas e as do seu objeto. O clube segue responsável, com pagamento por regime próprio. A Lei 15.427/2026 reforçou essa lógica, mas vetos deixaram a blindagem de ativos da SAF sujeita à jurisprudência, sobretudo no passivo trabalhista. Trate a questão como risco a cobrir em contrato.

Por que o balanço de um clube formador parece mais fraco desde 2024?

Porque a ITG 2003 (R2), em vigor desde 1º de janeiro de 2024, eliminou a capitalização dos custos de formação de atletas, com baixa do saldo contra lucros acumulados na transição. O valor econômico da base continua real, mas passou a viver fora da contabilidade, no valuation.

O lucro de um clube que vendeu muitos atletas é receita?

Não como receita de venda. O resultado da cessão de direitos econômicos é classificado em outras receitas e despesas operacionais, pela baixa do intangível. Por isso a análise separa a receita recorrente, de transmissão, comercial e matchday, do trading volátil de atletas.

Qual método de valuation usar em um clube?

Nenhum isolado. O múltiplo de receita dá a régua de mercado, o fluxo de caixa descontado exige receita estável e governança madura, o modelo multivariado corrige vieses e a soma das partes captura estádio, imóveis, marca e base. A combinação, ancorada em due diligence, é o caminho.

Quanto muda a tributação da SAF com a reforma?

O regime deixou de ser incentivo temporário e passou a setorial permanente, com alíquota em torno de 6% e base abrangente, integrando CBS e IBS a partir de 2027 e com imunidade nas exportações. Toda projeção deve confirmar a redação vigente antes de fixar a carga tributária.

A auditoria da SAF é obrigatória?

Sim. As demonstrações financeiras da SAF são obrigatoriamente auditadas por auditor independente registrado na CVM, ao lado de conselho de administração e conselho fiscal permanentes e da publicação de atos societários. É condição do regime e o primeiro filtro de confiança dos números.

Qual a diferença entre direito federativo e direito econômico de um atleta?

O direito federativo é o vínculo esportivo que habilita o atleta a jogar pelo clube. O direito econômico é a participação no resultado de uma futura transferência, que pode ser fracionada entre clube, atleta e terceiros. A auditoria examina a titularidade e o percentual, porque eles definem quanto do valor de uma venda pertence de fato ao clube.

Como o investidor se protege do passivo antigo do clube?

Com due diligence que dimensiona o passivo e com instrumentos contratuais: declarações e garantias, indenização específica para riscos identificados, retenção de parte do preço em conta garantida e ajuste de preço por dívida líquida real na data de fechamento. Diante da insegurança criada pelos vetos de 2026, essa proteção contratual deixou de ser opcional.

GLOSSÁRIO TÉCNICO

Os termos que aparecem no balanço e no contrato

TERMO	DEFINIÇÃO
SAF	Sociedade Anônima do Futebol, companhia regida pela Lei 14.193/2021 para explorar a atividade de futebol.
TEF	Regime de Tributação Específica do Futebol, recolhimento unificado sobre a receita, hoje em transição para o regime setorial permanente.
ITG 2003 (R2)	Norma contábil das entidades desportivas, vigente desde 2024, que eliminou a capitalização da formação de atletas.
CPC 04 (IAS 38)	Pronunciamento de ativo intangível, base do registro e da amortização dos direitos adquiridos sobre atletas.
Direito federativo	Vínculo esportivo do atleta com o clube, que o habilita a atuar pela entidade.
Direito econômico	Participação no resultado econômico de uma futura transferência do atleta, que pode ser fracionada.
Matchday	Receita de jogo: bilheteria e programa de sócio-torcedor.
Trading de atletas	Resultado com a compra e venda de direitos de atletas, registrado em outras receitas e despesas operacionais.
Debênture do futebol	Título de dívida usado para reestruturar o passivo do clube alongando prazos e condições.
Regime centralizado de execuções	Mecanismo que concentra as execuções contra o clube e abre prazo para um plano de pagamento aos credores.
Going concern	Pressuposto de continuidade operacional, avaliado na auditoria sob a NBC TA 570.
Enterprise value	Valor da empresa, do qual se deduz a dívida líquida para chegar ao valor do acionista.

ASSINATURA TÉCNICA

Quem responde por este material

Este guia é assinado pelos sócios da MERC Group responsáveis por auditoria, due diligence e assessoria a estruturas reguladas. O conteúdo reflete a leitura técnica da equipe sobre normas e práticas vigentes na data de edição.

Gabriel Carolei

SÓCIO · MERC GROUP

Auditoria, regulação e finanças. Condução de trabalhos de assecuração, due diligence e valuation no mercado financeiro e em estruturas reguladas.

Bruno Zamboni

SÓCIO · MERC GROUP

Auditoria e governança. Coordenação técnica de auditoria independente, controles e conformidade normativa em entidades reguladas.

PRÓXIMO PASSO

Estruture, *audite e proteja o valor.*

A MERC é auditoria e assessoria especializada no mercado financeiro e em estruturas reguladas. Atuamos em auditoria independente, due diligence, valuation e assessoria em SAF para clubes, investidores e conselhos que querem decidir com informação confiável. Fale com a nossa equipe.

SITE	www.mercgroup.com.br
CONTEÚDO	www.mercgroup.com.br/insights
E-MAIL	contato@mercgroup.com.br
TELEFONE	+55 11 98196 1447
ENDEREÇO	Av. Adolfo Pinheiro, 1001, São Paulo SP

Material técnico de apoio da MERC Group, de caráter informativo. Não constitui aconselhamento jurídico, contábil, tributário ou de investimento, nem oferta de serviços a entidades para as quais a independência seja vedada. Os exemplos são genéricos e hipotéticos, sem referência a instituição específica. Normas e alíquotas citadas devem ser confirmadas em sua redação vigente antes de qualquer decisão.