
Valuation de operadora de apostas: o que a licença não transfere

iGBRASIL

Notícias · Utilidades · Recursos para operadores de iGaming

Mercado · Estratégico

Valuation de operadora de apostas: o que a licença não transfere

Como precificar uma bet autorizada no Brasil quando marca, domínio e plataforma dependem de aprovação prévia da SPA e a mudança societária não depende

Por Redação iGBRASIL, Redação

Publicado em 17/09/2026 às 14h05

· 10 min de leitura

Por que importa

A autorização é deferida a uma pessoa jurídica específica, o que empurra quase todo deal no Brasil para compra de participação societária no CNPJ autorizado, e não de carteira ou marca.

A Instrução Normativa SPA/MF nº 35, de dezembro de 2025, coloca marca, domínio, modalidades e provedor de plataforma sob aprovação prévia, com análise de até 150 dias suspensível — exatamente onde está a sinergia da tese.

Entre o GGR e o EBITDA há destinação da receita bruta após prêmios, custo de PSP, revenue share de plataforma, mídia e estrutura de compliance: múltiplo sobre receita não é múltiplo sobre lucro.

Valuation de operadora de apostas: o que a licença não transfere

Quando um comprador assina a compra de uma operadora de apostas autorizada no Brasil, ele está pagando por quê: base de apostadores, marca, plataforma ou pela autorização da SPA? A resposta muda o preço, muda a estrutura do contrato e, principalmente, muda o cronograma em que a sinergia prometida ao comitê de investimento começa a existir. Este texto é para quem senta desse lado da mesa — sócio, CFO, head de M&A, diretor jurídico — e precisa transformar uma tese de consolidação em número defensável.

Resumo executivo

A autorização não é ativo vendável isoladamente: ela é deferida a uma pessoa jurídica, com sócios, administradores, marcas, domínios e provedor de plataforma verificados no processo.

A Instrução Normativa SPA/MF nº 35, de 3 de dezembro de 2025 (DOU de 16/12/2025), divide o deal em dois relógios: mudança societária, fusão, cisão, incorporação e troca de administradores têm efeito imediato mediante comunicação; marca, domínio, modalidades exploradas e provedor de plataforma só valem após aprovação.

O prazo de análise é de até 150 dias do peticionamento eletrônico, suspensível quando há pedido de documentação complementar. Piso, não teto.

Em 2025, os depósitos nas bets licenciadas somaram R\$ 220,6 bilhões, com R\$ 183,7 bi devolvidos em prêmios e R\$ 36,9 bi de GGR (iGB Brasil, 19/08/2026) — um hold implícito de cerca de 16,7% sobre depósito, régua para checar o alvo.

Múltiplos praticados no Brasil não são públicos: nenhuma transação relevante entre operadores brasileiros teve valor divulgado até o fechamento deste texto.

O que se compra de fato: CNPJ autorizado, não carteira

A autorização para explorar apostas de quota fixa é concedida a uma pessoa jurídica determinada, com base em condições verificadas no processo conduzido sob a Portaria SPA/MF nº 827/2024: quadro societário, origem de recursos, administradores, marcas comerciais, domínios e provedor da plataforma de sistemas de apostas. Não existe transferência de licença como se transfere um imóvel.

A consequência prática é direta: o desenho quase inevitável no Brasil é compra de participação societária no CNPJ autorizado. Quem tenta o caminho alternativo — comprar base de clientes e marca e migrar tudo para outro CNPJ — cai em pedido de inclusão de marca e

Valuation de operadora de apostas: o que a licença não transfere

domínio, que é justamente o grupo que depende de aprovação prévia da SPA. O comprador troca um deal societário por um processo regulatório com prazo aberto.

Isso também explica por que operações com múltiplas marcas sob um mesmo CNPJ autorizado viraram formato comum de consolidação no mercado brasileiro: a estrutura já carrega marcas e domínios aprovados, e o comprador evita reabrir cada um deles. É a continuação natural do movimento que o portal descreveu em operações de médio porte buscando escala para diluir custo de compliance — só que agora com preço e mecanismo jurídico.

Os dois relógios da IN 35: o que fecha no dia e o que espera até 150 dias

A Instrução Normativa SPA/MF nº 35, de 3 de dezembro de 2025, publicada no DOU em 16/12/2025, estabelece os procedimentos para comunicar à SPA alterações das condições que justificaram a autorização. Ela ainda não é senso comum nas mesas de negociação e é o que define o risco de fechamento e de integração.

AlteraçãoRegimeEfeito no M&A

Estrutura societária; fusão, cisão e incorporaçãoEfeito imediato mediante comunicaçãoTroca de controle fecha e a operação segue rodando

Administradores; denominação social; endereço de sedeEfeito imediato mediante comunicaçãoGovernança pode ser trocada, desde que os indicados passem no filtro documental

Instituições financeiras e de pagamentoEfeito imediato mediante comunicaçãoRacionalização de PSP é a sinergia mais rápida de capturar

Marcas comerciais e domíniosSó após aprovação da SPAUnificação de marca fica pendurada na análise

Objeto e modalidades exploradasSó após aprovação da SPAAmpliação de portfólio não entra no mês 1

Provedor da plataforma de sistemas de apostasSó após aprovação da SPA, com plano de migração e comunicação a usuáriosConsolidação em um único PAM é projeto regulado, não só técnico

Regime de alteração segundo a IN SPA/MF nº 35 (dez/2025) e efeito no deal

O prazo de análise informado é de até 150 dias contados do peticionamento eletrônico, com suspensão quando o operador é notificado a apresentar documentação complementar. Na modelagem, 150 dias é piso otimista. Toda sinergia que dependa de marca, domínio ou plataforma precisa ser cronogramada para começar depois disso — e o earn-out, amarrado ao

Valuation de operadora de apostas: o que a licença não transfere

marco regulatório, não ao mês do calendário.

Vale registrar a diferença de modelo: em jurisdições como Reino Unido e Malta, a mudança de controle de um licenciado passa por notificação ou aprovação do regulador, com teste de adequação dos novos controladores, de modo que o deal costuma esperar o sim antes de fechar. O Brasil, pela IN 35, colocou a alteração societária no grupo de efeito imediato e manteve marca, domínio e plataforma sob aprovação prévia. É uma escolha regulatória diferente, com risco deslocado do fechamento para a integração.

Da receita ao lucro: por que múltiplo sobre GGR engana

Os dados setoriais de 2025 dão uma régua pública. Segundo levantamento publicado pelo iGB Brasil em 19/08/2026, com base em dados de sistema da SPA, os depósitos nas bets licenciadas somaram R\$ 220,6 bilhões no ano, dos quais R\$ 183,7 bilhões retornaram aos apostadores em prêmios e R\$ 36,9 bilhões ficaram como receita bruta das operadoras. O hold implícito sobre depósito é de aproximadamente 16,7% — cálculo do iGBRASIL sobre esses números.

Esse percentual serve para uma pergunta objetiva na due diligence: o alvo está dentro, acima ou abaixo do padrão setorial, e por quê. Hold muito acima da média pode ser mix concentrado em cassino, margem alta em mercados de nicho — ou prática hoje restringida. Hold abaixo pode ser generosidade promocional que não sobrevive ao corte de budget do comprador.

Entre o GGR e o EBITDA há uma cascata que o comprador precisa abrir linha a linha: a destinação de percentual da receita bruta após prêmios pagos prevista na Lei 14.790/2023, IRPJ e CSLL sobre o lucro, taxa de PSP por depósito e saque, revenue share do provedor de plataforma, mídia e a estrutura de compliance exigida pela norma. Quem compara EV/GGR do alvo com EV/EBITDA de comparáveis está somando coisas diferentes.

Na prática, três alavancas sustentam margem pós-imposto numa operação adquirida: custo de PSP por depósito, mix entre cassino e esportivo — o primeiro com hold mais alto e mais estável — e participação de tráfego não pago na base. Este último é o único item que não desaparece quando o comprador corta mídia no mês seguinte ao fechamento.

Múltiplos praticados entre operadores brasileiros não são informação pública. Nenhuma das transações recentes entre autorizados teve valor divulgado. Quem apresentar ao comitê um "o mercado paga X vezes EBITDA" está apresentando opinião, não dado.

A sequência de trabalho: regulatório antes de financeiro

Valuation de operadora de apostas: o que a licença não transfere

Definir o objeto. CNPJ autorizado com marcas e domínios já deferidos, ou operação a ser migrada? Isso determina se o deal depende ou não de aprovação prévia.

Due diligence regulatória antes da financeira. Processo de autorização na SPA, condições deferidas, comunicações já feitas sob a IN 35, notificações e processos sancionadores abertos, situação dos domínios .bet.br.

Quality of earnings de verdade. Separar GGR por produto, canal de aquisição e coorte; isolar receita originada em prática hoje restringida e receita de CPFs em autoexclusão.

Mapear o passivo de jogador. Saldos em conta e saques pendentes são passivo de exigibilidade curta, não caixa — ainda mais sob prazo regulatório de pagamento.

Precificar o compliance recorrente. Estrutura de pessoas exigida pela norma, certificações, auditoria, PLD, mais o custo de integrar plataformas com plano de migração e comunicação a usuários.

Montar a estrutura. Preço à vista, earn-out amarrado a marco regulatório, escrow para contingência sancionadora e declarações específicas sobre origem de recursos e adequação dos administradores.

Duas trilhas de cronograma. Societária, de efeito imediato mediante comunicação; e de ativos regulados, com até 150 dias suspensíveis.

Pós-fechamento disciplinado. Peticionamento eletrônico de cada alteração, na ordem correta, com controle de prazos e de pedidos de complementação.

Dois pontos costumam ser subestimados nessa sequência. O primeiro é a origem de recursos: sempre que há ingresso no capital social, a norma exige comprovação documental da origem dos valores, e documentos emitidos no exterior precisam de notariação no país de origem e apostilamento pela Convenção de Haia. Para fundo estrangeiro ou cadeia de veículos, isso define o cronograma inteiro do aporte.

O segundo é o time. A comunicação de novos administradores exige documentação individualizada, atos societários registrados, certidões criminais e comprovação de formação acadêmica ou experiência mínima, sendo vedado documento autodeclaratório. O comprador não instala seu quadro no dia seguinte ao fechamento: precisa de pessoas que passem no filtro — o mesmo raciocínio do organograma que a norma exige ter.

Erros que aparecem repetidamente

Valuation de operadora de apostas: o que a licença não transfere

Modelar sinergia de marca, domínio ou plataforma no mês 1 — os três estão no grupo de aprovação prévia, com análise suspensível.

Comprar carteira em vez de CNPJ e descobrir que reativar aquela base sob outra marca é pedido novo de marca e domínio.

Tratar múltiplo sobre GGR como múltiplo sobre lucro.

Ignorar a trilha documental de origem de recursos e travar a capitalização do alvo.

Assumir que o time do comprador assume a gestão em D+1, sem checar requisitos dos administradores indicados.

Não cruzar a base com os CPFs em autoexclusão — que já passaram de 1 milhão no país — e projetar receita que não volta.

Deixar passivo sancionador fora do preço, apostando que o processo prescreve.

Subestimar a unificação de PAM, que no Brasil é o projeto que mais gente subestima e que aqui vem com exigência de plano de migração e integridade de saldos.

O que medir para defender o preço

GGR líquido de destinação por apostador ativo mensal, comparado ao hold setorial de ~16,7% sobre depósito.

EBITDA pós-imposto ajustado por receita regulatoriamente vulnerável (promoção, prática restringida, autoexcluídos).

EV por apostador ativo pagante e por depositante recorrente — no Brasil, mais honesto que múltiplo de receita.

Custo de compliance por milhão de GGR: pessoas, certificação, auditoria.

CAC por depositante do alvo versus o do comprador. Se o do alvo é menor, parte do valuation é canal, não marca.

Participação de tráfego direto e orgânico na receita, como proxy de retenção após corte de mídia.

Tempo efetivo de aprovação na SPA por tipo de pedido, em dias do peticionamento à decisão.

Passivo de saldo de jogador sobre caixa livre.

Valuation de operadora de apostas: o que a licença não transfere

O que continua em aberto

Três incertezas devem estar explícitas em qualquer memorando de investimento. A primeira é tributária: há discussão pública recorrente sobre elevação da carga incidente sobre a receita do setor, e nenhuma tese deve tratar como vigente o que ainda tramita — a alíquota aplicável precisa ser conferida na norma publicada na data do fechamento.

A segunda é de escopo dos dados oficiais: os números de arrecadação de 2025 divulgados publicamente variam conforme a fonte e o recorte tributário considerado, o que desaconselha usar um valor único como âncora de crescimento. A terceira é concorrencial — não há, nesta apuração, posição pública do Cade consultada sobre o tratamento de atos de concentração no setor, e isso precisa ser levantado antes de qualquer premissa sobre notificação obrigatória.

O resumo para quem decide: no mercado brasileiro, o preço é uma função do que sobra da receita depois de imposto, pagamento e aquisição — e o risco é uma função do calendário do regulador. Quem separa essas duas contas negocia melhor. Quem as mistura paga por uma sinergia que só começa a existir no segundo semestre depois do fechamento, e ainda precisa manter em dia o calendário de obrigações que sustenta a licença enquanto integra duas operações.

Acompanhe o ciclo de consolidação

Receba a cobertura do iGBRASIL sobre M&A, decisões da SPA e os prazos que definem o cronograma de integração de operadoras autorizadas. Para receber a análise do que muda para operadores, assine a newsletter do iGBRASIL.

Assuntos:

Instrução Normativa 35 · Lei 14.790/2023 · Licenciamento · M&A · SPA/MF · Valuation

Fonte original:

<https://igbrasil.com/noticias/mercado/valuation-de-operadora-de-apostas-o-que-a-licenca-nao-transfere>

Valuation de operadora de apostas: o que a licença não transfere

Documento gerado em 17/09/2026 às 16h05.

Reprodução permitida mediante citação da fonte e link para o endereço acima.

© 2026 iGBRASIL. Conteúdo destinado a maiores de 18 anos.

iGBRASIL