

M&A na *Prática*

Um guia prático sobre como as transações de fusões e aquisições realmente acontecem – do mandato ao closing, além do que está nos livros e nos modelos.

<small>NÍVEL</small> Intermediário	<small>FOCO</small> Processo · Valuation · Negociação	<small>MERCADO</small> Brasil · Middle Market
---------------------------------------	---	--

Por que M&A *existe*

A resposta começa há mais de quatrocentos anos. Em 1602, seis companhias holandesas concorrentes se uniram e formaram a VOC – Vereenigde Oost-Indische Compagnie. Não foi uma decisão estratégica sofisticada no sentido moderno: foi uma resposta à sobrevivência. Individualmente, nenhuma delas tinha capital suficiente para competir nas rotas de especiarias. Juntas, formaram um monopólio que durou duzentos anos.

Ali nasceu o primeiro IPO da história. A VOC emitiu ações ao público para financiar as expedições – e, com isso, inventou o mercado de capitais. A lógica que move M&A até hoje estava presente naquele momento: *crescer e continuar relevante numa velocidade que sozinho seria impossível.*

M&A não é uma invenção de Wall Street. É uma resposta humana à competição — que existe desde que existe comércio. Os fundamentos são os mesmos de 1602: fusão como resposta à concorrência, capital como instrumento estratégico, e a necessidade de escala para sobreviver.

O que mudou desde então é a formalização do processo, a sofisticação dos instrumentos e a regulação do mercado. O que não mudou é o racional por trás: empresas se unem porque juntas chegam mais longe, mais rápido – ou porque, separadas, perdem relevância num mercado em movimento.

No Brasil, o mercado de M&A se desenvolveu mais recentemente. Até pouco tempo atrás, as boutiques de assessoria estavam concentradas em São Paulo. Hoje o mercado está se descentralizando – há operações relevantes no Sul, Centro-Oeste e outras regiões – e a atividade passou do universo exclusivo dos grandes bancos para um ecossistema muito mais acessível a empresas médias.

O ecossistema do *Investment Banking*

M&A não opera sozinho. Ele é uma das áreas do Investment Banking – e entender o conjunto ajuda a compreender o papel de cada player e as diferenças entre os modelos de atuação.

DCM – DEBT CAPITAL MARKETS

Captação de *dívida*

- Debêntures, bonds, CRIs, CRAs
- A empresa capta dívida – não vende participação
- Foco em custo de capital e estrutura de passivos

ECM – EQUITY CAPITAL MARKETS

Captação via *participação acionária*

- IPOs, follow-ons, ofertas primárias e secundárias
- Comprador difuso – o mercado inteiro
- Narrativa para investidores públicos

M&A – MERGERS & ACQUISITIONS

Transações entre *partes identificadas*

- Fusões, aquisições, desinvestimentos e cisões
- Negociação bilateral – não com o mercado anônimo
- Poder de barganha distribuído diferentemente do ECM
- Negociação como competência central – não só o modelo

Bancos de Investimento vs *Boutiques de M&A*

A diferença não é só de tamanho – é de modelo, incentivo e tipo de deal.

DIMENSÃO	BANCO DE INVESTIMENTO	BOUTIQUE DE M&A
Foco	M&A + DCM + ECM + outros produtos	Exclusivamente M&A (ou Corporate Finance)
Conflito de interesse	Pode privilegiar captação de dívida do comprador vs. assessoria ao vendedor	Ganha junto com o cliente – só no sucesso
Hierarquia	Muitos níveis – decisão mais lenta, processo mais formal	Sócio conduz diretamente – mais agilidade e proximidade
Tipo de deal	Grandes transações – ticket mínimo justificado pela estrutura	Middle market – 50 a 500 milhões em geral
Vantagem para o profissional	Estrutura, prestígio, exposição a deals complexos	Visão do deal completo mais cedo, crescimento mais rápido

PRÁTICO Quando o comprador é um grupo grande e o banco está assessorando o vendedor, existe um incentivo real para o banco não antagonizar o comprador – que pode contratar captação de dívida depois. Esse conflito é estrutural, não moral. Conhecê-lo é parte de entender como o mercado funciona.

— CAPÍTULO 3

Quem compra — e *por quê*

Todo comprador se enquadra em uma de duas categorias. Identificar o perfil antes de iniciar o processo muda radicalmente como você constrói o material, conduz a negociação e avalia as propostas.

O Investidor *Estratégico*

Compra para integrar. Seu objetivo é absorver o ativo na própria operação – e por isso, o que ele vai olhar é completamente diferente do investidor financeiro. Ele pode pagar um prêmio pela complementaridade: entrar num novo mercado, ganhar tecnologia, absorver uma base de clientes. A margem do EBITDA, muitas vezes, importa menos do que o quanto aquela aquisição vai acelerar o crescimento dele.

Não existe exit programado. Quando um grupo como o GPA comprava um supermercado, comprava para colocar sua marca – e continuar operando. O foco da due diligence era a parte imobiliária (continuidade da operação), não o EBITDA do target.

O Investidor *Financeiro*

Compra para retornar. O modelo financeiro precisa fechar – TIR, MOIC, prazo de saída. Ele compra já pensando em como vai vender. Por isso mantém a marca do ativo: vender uma marca trocada é muito mais difícil. É mais intolerante à incerteza porque o retorno depende de premissas que precisam se realizar.

A ideia não é excluir um perfil ou outro no início do processo — é entender quem vai ver mais valor naquele ativo específico e construir a narrativa adequada para cada um. O objetivo é sempre trazer os dois para a mesa.

— CAPÍTULO 4

O processo de M&A — *etapa a etapa*

O fluxo abaixo descreve um sellside organizado. Na prática, cada deal tem variações. O objetivo não é seguir o processo mecanicamente – é dominar a lógica de cada etapa para saber onde criar valor e onde evitar problemas.

01 **Mandato**

Formalização da contratação do assessor. Define escopo, fee de sucesso (tipicamente 2-6% no middle market), exclusividade e prazo. A exclusividade protege a narrativa do ativo no mercado – sem ela, o ativo pode aparecer de formas inconsistentes para os mesmos compradores.

02 **Valuation + Teaser + Memorando de Informações (IM)**

O valuation é interno – baliza a expectativa do vendedor antes de ir ao mercado. Compartilhá-lo com o comprador não é prática recomendada: o comprador vai montar o próprio modelo de qualquer forma, e revelar o número interno limita o poder de negociação. O teaser é anônimo e precisa gerar decisão rápida – se o investidor precisa de semanas para decidir se tem interesse, o teaser falhou. O IM é o material robusto que conta a história completa do ativo para quem já assinou o NDA.

03 **Go-to-Market (GTM)**

Montagem do long list de potenciais compradores – estratégicos e financeiros. Abordagem com o teaser. NDA antes do envio do IM. O objetivo é criar competição: quanto mais interessados na mesa, maior o poder de negociação do vendedor. Com um único comprador, o poder de barganha cai significativamente.

04 **Q&A e Proposta (NBO / LOI)**

O Q&A é uma etapa de sinalização – quanto mais perguntas, mais engajamento. Quando o comprador para de perguntar, pode ser sinal de perda de interesse. A proposta não-vinculante define premissas de valuation, condições de pagamento, prazo de DD e exclusividade. Ela é o filtro de seriedade: processos sem proposta formal perdem referência e poder de negociação na fase de contrato.

05 **Exclusividade + Due Diligence**

Três objetivos: (1) validar premissas da proposta – o mais crítico; (2) mapear riscos e contingências; (3) preparar integração pós-closing. Regra prática: tudo que é sensível deve ser revelado antes da proposta. O desconto que o comprador aceita antes de colocar a proposta é menor do que o abatimento que ele vai exigir ao descobrir o mesmo problema na DD. A DD nunca termina 100% – o que importa é priorizar o essencial.

06 **Negociação do SPA**

O contrato de compra e venda precisa refletir tudo que foi negociado comercialmente. Dívida materializada é desconto no preço pago – não reduz o valuation da empresa. Contingências (processos em andamento, riscos futuros) geram retenção de preço ou garantias. Advogado sem experiência em M&A pode travar o processo: M&A exige que ambas as partes cedam – é diferente do direito contencioso convencional.

07 **Signing → Condições Precedentes → Closing**

Signing e closing podem ser momentos diferentes. Entre os dois ficam as condições precedentes: transferência de contratos de locação, quitação de dívidas com garantia dos sócios, aprovações regulatórias. Sem prazo definido para as condições precedentes, o processo pode se arrastar indefinidamente – como acontece no caso real onde a locação levou quase um ano para ser formalizada, gerando custo desproporcional ao valor da transação.

— CAPÍTULO 5

O papel *estratégico* do assessor

O assessor de M&A não é o dono do modelo de Excel. Ele é quem traduz dois mundos muito diferentes – o do vendedor, emocional e ancorado no passado, e o do comprador, analítico e focado no futuro – e encontra o ponto onde os dois se encontram.

No lado do vendedor

→ **Liberar o foco do empresário**

O principal papel do assessor é tirar o peso do processo do vendedor para que ele continue tocando o negócio. Se o empresário se dispersa, o valuation cai – e o deal fica mais difícil de fechar pelo preço combinado.

→ **Criar e manter competição**

Um único comprador interessado reduz drasticamente o poder de negociação. O assessor estrutura o processo para que múltiplos perfis cheguem à mesa – e usa isso como alavanca de pressão legítima.

→ **Gerir o timing**

Urgência sem desespero. Pressionar demais afasta o comprador. Deixar arrastar mata o momentum – e o comprador começa a olhar outros ativos. O ritmo é uma variável estratégica tão importante quanto o preço.

→ **Ser o filtro emocional**

O vendedor carrega décadas de história. O assessor precisa entender esse peso – sem ser dominado por ele. A negociação precisa ser técnica. É papel do assessor absorver a carga emocional e manter a racionalidade do processo.

Sobre valuation e negociação

O valuation do assessor é uma referência – não uma verdade. O preço real de um ativo é o que o mercado quer pagar naquele momento, com aquele perfil de comprador, naquele contexto competitivo. Um valuation feito dois anos atrás com premissas que não se realizaram não vale nada como âncora de negociação – precisa ser atualizado.

No final do dia, o quanto vale uma empresa é quanto eu quero pagar e quanto você aceita receber. É um pouco de ciência e um pouco de arte. O assessor experiente sabe quando o modelo serve de argumento — e quando ele precisa sair de trás dele.

Além do valuation: caixa excedente, imóveis, ativos não operacionais, condições de pagamento – tudo faz parte do "pacote". Negociações que parecem travadas em preço às vezes se resolvem quando se olha além do múltiplo de EBITDA.

— CAPÍTULO 6

Onde as transações *travam* — e o que fazer

Os maiores gargalos em M&A raramente são financeiros. São humanos, políticos e de processo. Conhecê-los antecipadamente é o que separa um assessor experiente de um assessor técnico.

1. Gap de expectativa de preço

O vendedor ancora no upside de projeções otimistas. O comprador desconta riscos reais. O gap raramente é só técnico – tem componente emocional e de apego. A solução não é discutir qual valuation está certo, mas ir ao mercado e ouvir o que o comprador está disposto a pagar. O mercado tem a resposta. O Excel tem uma aproximação.

2. Surpresas na due diligence

Tudo que é sensível – passivo, contingência, irregularidade – deve ser revelado antes da proposta. O comprador vai descobrir na DD de qualquer forma. A diferença é que o desconto concedido antes da proposta é negociado com o vendedor ainda com poder de barganha. O desconto exigido depois de uma surpresa na DD é outro: o comprador já investiu tempo, o processo está avançado, e ele usa a surpresa como alavanca.

ATENÇÃO Quando o comprador descobre algo que não foi revelado, toda a confiança cai – e cada informação subsequente passa a ser questionada. Uma transparência antecipada custa menos do que uma surpresa tardia.

3. O SPA e o jurídico sem experiência em M&A

M&A é assumir riscos – as duas partes precisam ceder em algum ponto. Um advogado sem experiência em transações de M&A pode travar o processo tentando eliminar todo o risco do contrato – o que é impossível em qualquer deal real. O assessor financeiro precisa trazer o jurídico para perto desde o início do processo, explicar como M&A funciona e garantir que as questões comerciais sejam refletidas corretamente no contrato. Se o advogado do vendedor o assessora há vinte anos e diz "não assina", provavelmente vai ser ouvido – independentemente do que o assessor financeiro diga.

4. Earnout mal estruturado

Earnout é um prêmio – não uma ferramenta para fechar um gap de valuation que não existe consenso. Se o vendedor não está confortável com o Enterprise Value base, você não tem um deal. Usar earnout para disfarçar isso só adia o problema. Na prática: earnout acima de 10% do valor total é sinal de que as partes ainda não chegaram num consenso real. Se o earnout não se realizar, o vendedor vai ter vendido por menos do que esperava – e vai lembrar disso para sempre, inclusive do assessor que "fechou" esse deal.

Earnout deve ser um prêmio para ambos os lados — não uma ferramenta para resolver o que a negociação não resolveu. Se existe essa lacuna muito grande entre as visões de valor, provavelmente não existe um deal.

5. Perda de momentum

Processos que se arrastam perdem energia dos dois lados. O comprador começa a olhar outros ativos. O desgaste acumula e qualquer questão menor vira pretexto para recuar. Deals morrem de cansaço – não só de desacordo. O ritmo precisa ser gerido ativamente pelo assessor, que é o único com visão completa do processo.

— CAPÍTULO 7

Glossário de *M&A*

Os termos essenciais do mercado – com definições práticas orientadas ao dia a dia das transações.

Closing

FECHAMENTO

Marco de transferência de controle e responsabilidades. Define a data de corte de passivos. Pode ser posterior ao signing.

DCF

FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Principal metodologia de valuation. Projeta fluxo de caixa futuro e traz a valor presente via WACC. Muito sensível às premissas.

DD

DUE DILIGENCE

Investigação do ativo: valida premissas, mapeia riscos e prepara integração. Nunca termina 100% em transações médias ou grandes.

Earnout

PRÊMIO CONTINGENTE

Parcela adicional condicionada a metas futuras. Deve ser prêmio, não ferramenta para fechar gap de valuation.

EBITDA

RESULTADO OPERACIONAL

Proxy de caixa operacional. Base do múltiplo mais usado em M&A de empresas privadas. EBITDA ajustado: normaliza despesas não recorrentes.

EV

ENTERPRISE VALUE

Valor total da empresa. Dívida líquida é desconto no preço pago – não reduz o EV. EV/EBITDA é o múltiplo de referência.

GTM

GO-TO-MARKET

Fase de abordagem ao mercado com o teaser.

IM

INFORMATION MEMORANDUM

Material principal do sellside. Conta a história completa do

LBO

LEVERAGED BUYOUT

Aquisição alavancada: o comprador financia parte do

Começa com long list de potenciais compradores (estratégicos + financeiros).

ativo. Enviado pós-NDA. Deve ser exaustivo mas nunca vai contemplar tudo.

preço com dívida. Estrutura típica de fundos de private equity.

LOI / NBO

PROPOSTA NÃO-VINCULANTE

Define premissas, valuation indicativo e condições. Abre exclusividade para DD. Filtro de seriedade no processo.

Mandato

ENGAGEMENT LETTER

Contrato entre vendedor e assessor. Define escopo, fee de sucesso e exclusividade. Fee de sucesso só é devido se a transação for concluída.

MOIC

MULTIPLE ON INVESTED CAPITAL

Múltiplo do capital investido na saída. Complementa a TIR na análise de retorno de fundos financeiros.

NDA

CONFIDENCIALIDADE

Assinado antes do envio do IM. Condição para receber informações identificáveis do ativo. Primeiro filtro formal do processo.

Q&A

PERGUNTAS E RESPOSTAS

Etapa entre o IM e a proposta. Quanto mais perguntas, mais engajamento. Silêncio do comprador pode sinalizar desinteresse.

Signing

ASSINATURA DO SPA

Pode não coincidir com o closing. Entre os dois: condições precedentes a cumprir com prazo definido.

SPA

SHARE PURCHASE AGREEMENT

Contrato definitivo. Reflete negociações, achados da DD e responsabilidades pós-closing. Cada SPA é único.

Teaser

ONE-PAGER ANÔNIMO

Primeiro material enviado. Não identifica o ativo – gera interesse inicial. Deve gerar decisão rápida no comprador.

TIR

TAXA INTERNA DE RETORNO

Retorno anualizado do investimento. Equivalente ao IRR. Métrica central para fundos de PE/VC.

VDR

VIRTUAL DATA ROOM

Repositório de documentos da DD. Pode ser um OneDrive ou plataforma específica, dependendo da complexidade do deal.

WACC

CUSTO MÉDIO DE CAPITAL

Taxa de desconto do DCF. Combina custo do capital próprio e da dívida. Sensível a alavancagem e perfil de risco.