

RELATÓRIO

# M & A

PARA ASSESSORIAS DE INVESTIMENTOS

AAWZ

[aawzpartners.com.br](http://aawzpartners.com.br)

## Índice

1. Introdução
2. Quando sua empresa precisa fazer valuation?
3. Quem deveria avaliar sua assessoria?
4. *“Quantos % do AuC vale minha carteira?”* Não existe regra.
5. O valor da sua empresa pode variar de acordo com o evento
6. Qual o processo M&A?
7. Metodologia de valuation
8. Liquidez e rodadas de investimentos
9. Influência do mercado no valuation
10. Pós M&A
11. Conclusão

# Sobre AAWZ

Desde 2017, a AAWZ fornece a mais completa infraestrutura de serviços e tecnologia necessária para as assessorias de investimentos escalarem e profissionalizarem os seus negócios.

Os nossos serviços englobam: valuation, M&A, consultoria de negócios, gestão financeira, contabilidade, marketing, gestão comercial, resolução de conflitos, implementação e revisão de Partnership/contratos.

A AAWZ é a primeira e maior consultoria especializada em assessorias e com experiência em soluções de valuation:

- Valuation para implementação de Partnership, desde assessorias no início de negócio (start-up) até grandes corporações;
- Auxílio nas negociações entre partes vendedoras, compradoras e na mútua contratação;
- Auditoria para verificar a qualidade das informações financeiras e identificar pontos de atenção;
- Consultoria para criação de planos de Partnership e planos de integração do negócio (organogramas, remunerações, etc.);
- Auxílio na dissolução societária, através de opiniões isentas e com embasamento racional e jurídico.

# 1. Introdução

É comum simplificar M&A, através do processo de avaliação do valuation entre as partes. No entanto, além de ser uma visão simplista e extremamente questionável, o valuation pode variar significativamente, devido a métrica utilizada e das partes envolvidas nas negociações.

Além disso, a depender de quem realiza o valuation, é necessário considerar os interesses desse terceiro:

- Contexto individual, onde o comprador procura minimizar e o vendedor procura maximizar o valor.
- Contexto de mercado, considerando tendências e cenários futuros;
- Contexto institucional (momento de caixa x apetite de risco x estratégia).

Ao longo deste texto, vamos discutir as principais considerações a serem feitas ao realizar o **valuation** de uma empresa de assessoria com o objetivo de realizar M&A, diferenciando do processo realizado para a venda de participação interna para o seu **partnership**.

Não é nosso objetivo aprofundar nos mínimos detalhes da sua operação, até porque esse trabalho necessitaria de dados específicos do seu negócio e de uma equipe multidisciplinar da AAWZ (contadores, consultores, advogados etc.). Entretanto, também não simplificaremos ao ponto de definir o % AuC ou AuM.

Como uma empresa especializada no setor de assessoria, ao realizar esse tipo de aproximação por % AuC, estaríamos sendo simplistas e não estaríamos levando em consideração o crescimento, maturidade, tamanho dos passivos (multas), contratos com distribuidores, capacidade de retenção de equipe, entre outros fatores quantitativos e qualitativos.

## 1.1 Os diferentes modelos de assessorias

A comparação entre empresas de assessorias poderia ser simplificada comparando o valor investido (AuC) com a assessoria e a receita gerada (ROA). Porém, ao realizar esse tipo de comparação, estaríamos sendo tão simplistas quanto dizer que um hospital é melhor que uma clínica especializada ou consultório médico.

Ao iniciar uma empresa de assessoria, é natural que todos comecem como um consultório, preocupados em atrair clientes, pagar contas e gerar receita. Conforme o tempo passa, o negócio vai ficando mais complexo e exigindo mais maturidade dos sócios para manter o crescimento.

A segunda etapa é estruturar melhor a área de atendimento aos clientes, como as áreas de produtos (RV, RF e outros), assim como a estrutura interna básica para manutenção do negócio: financeiro, partnership/jurídico e alguns controles básicos de metas, indicadores (BI), que podem ser mais simplistas neste momento.

As etapas seguintes demandam cada vez mais profissionalização, exigindo melhorias na gestão comercial, controles financeiros, orçamentários, jurídico (Partnership), planejamento estratégico, planos de carreira para atrair e reter talentos, recursos humanos (RH) e outros.

A verdade é que nem todas as assessorias precisam implementar essas evoluções, mas as que não implementarem também não podem esperar que seu valuation ou crescimento permaneçam em linha com as operações que implementaram **com sucesso**.

Mas como diferenciar os modelos se, no final do dia, a maior parte do mercado analisa apenas a custódia (AuC) x receita (ROA)? A resposta mais correta deveria ser a capacidade de geração de caixa, independente do modelo ou maturidade do negócio.

Dessa forma, conseguimos mensurar empresas que implementaram a transição para modelos corporativos com sucesso vs. empresas em modelos iniciais. No entanto, sabemos que, no mundo real, muitas assessorias ainda não geram caixa, ou as projeções são realizadas sem muita conexão com a realidade.

Por isso, a maior parte dos negócios estão travados e não vão para frente no mercado. Existe uma incapacidade de entender a diferença entre os modelos e a situação atual da empresa durante discussões de M&A, penalizando o valuation do negócio e inviabilizando o fechamento de diversos negócios com potenciais.

Quando analisamos os números de fusões que “movem o ponteiro” em uma assessoria, é importante considerar casos que envolvam assessorias com pelo menos 10 assessores. Nos últimos 12 meses, tivemos apenas 5 M&As que envolveram encerramento de CNPJ e 14 movimentações que envolveram +50% do time de uma assessoria, um número muito menor do que o potencial existente e uma conversão muito baixa em relação às conversas em andamento.

Estimamos que existam 10 vezes mais conversas, ou seja, uma taxa de finalização próxima de 10%.

GRÁFICO 1 - ENTRADAS vs. SAÍDAS (> 10 ASSESSORES)

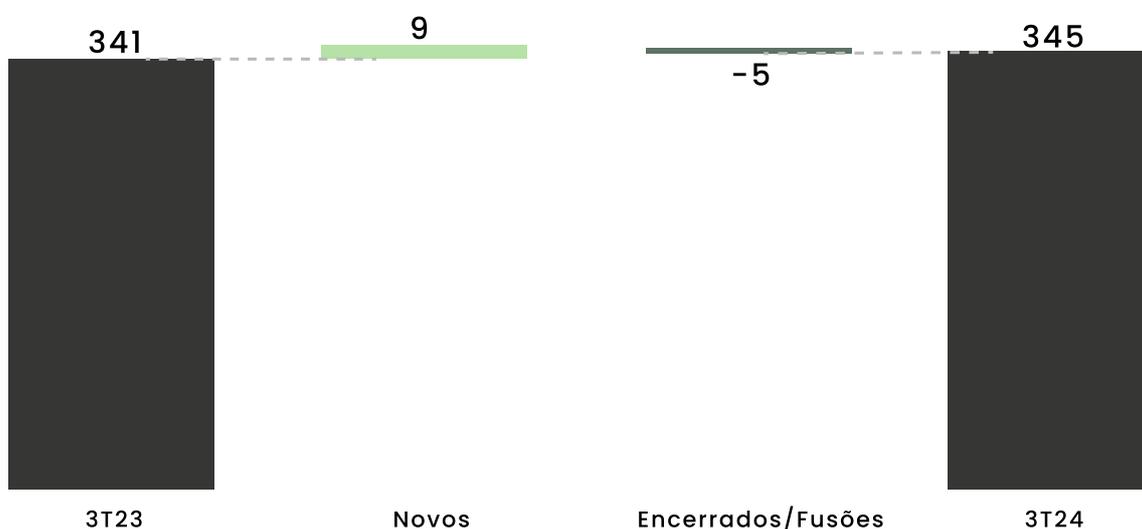
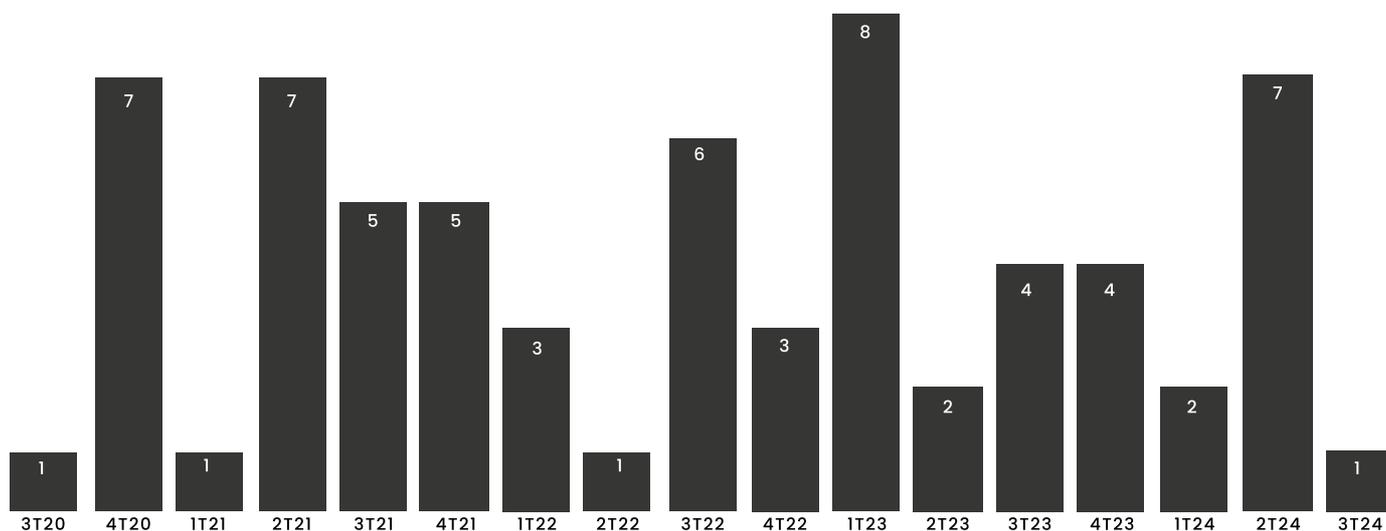


GRÁFICO 2 - FUSÕES POR TRIMESTRE



Fonte: Consolidação AAWZ

## 1.2 O valor do setor de distribuição

Se analisarmos o mercado de distribuição há 20 anos, o valor estava no produto e menos no distribuidor. Por esse fator, o setor de assessoria, por muitos anos, foi tratado como empresas “sem valor” no setor, quando consideradas como empresas de distribuição.

Conforme a taxa de juros caiu ao longo de 2016 e a XP Investimentos conseguiu provar o valor do seu negócio nos negócios com o Itaú e seu IPO, as assessorias começaram a ganhar visibilidade. Hoje, assim como em mercados mais maduros, as empresas de wealth e distribuição possuem cada vez mais valor que as tradicionais assets.

## 2. Quando sua empresa precisa fazer valuation?

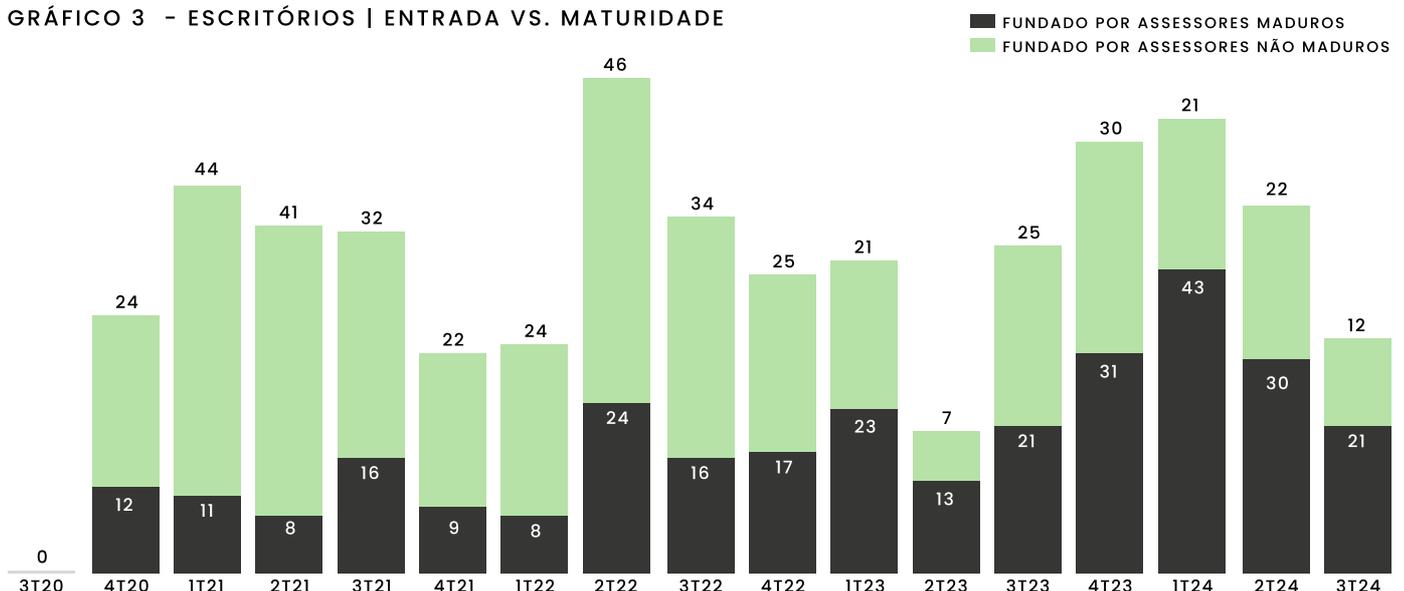
Independentemente do estágio de maturidade do seu negócio, caso você tenha sócios, o valuation é algo que deveria ser discutido desde o início. Não estabelecer valuation de entrada e saída de sócios é o mesmo que iniciar um casamento sem saber em qual regime de bens.

Para empresas em estágios iniciais de maturidade, a regra é simplificar: não invista muito tempo tentando acertar o valor do seu negócio, através de projeções – é muito provável que você erre 100% delas.

Se você optar por não realizar o valuation da sua empresa com base no valor patrimonial, o maior cuidado é não criar uma métrica que seja muito cara e cause desalinhamento de expectativas com sócios no futuro. Exemplo: vender mais barato ou a valores próximos do pago internamente.

A falta de transparência societária - representado por alto valuation interno, incapacidade de participar ou entender as decisões de governança e falta de gestão - é um dos grandes pilares para o churn de assessores maduros (+3 anos) e com carteira. Abaixo, o gráfico demonstra um aumento do número de novos escritórios sendo fundados por esses profissionais com carteira e com atuação no mercado.

GRÁFICO 3 - ESCRITÓRIOS | ENTRADA VS. MATURIDADE



Fonte: Consolidação AAWZ

Não gostamos de regras de bolo, mas como baliza indicamos que o valuation interno seja 3-4x menor que o valuation externo. Na seção 7, apresentamos uma tabela de mercado com múltiplos de empresas do setor, dessas formas você consegue balizar o valuation da sua operação. No entanto, existem outras situações que envolvem a necessidade de realizar o valuation em determinado momento, como venda de participação externa, cisão, etc.

## 2.1 Acordo de sócios

Documento central para a execução do modelo de partnership, o acordo de sócios é um conjunto de regras básicas que norteia as relações internas e as discussões sobre a gestão e o funcionamento do negócio.

É no acordo de sócios que se estabelecem os direitos, deveres e responsabilidades dos sócios entre si e com a sociedade, além das principais regras, como a entrada e saída de sócios, a resolução de conflitos, a tomada de decisões e outras disposições que não estão necessariamente contempladas no contrato social da empresa.

Vale reforçar que o acordo de sócios é um organismo vivo, e as regras precisam ser constantemente aprimoradas e adaptadas à realidade sua assessoria.

Regras de prateleira dificilmente vão se adequar ao seu modelo e momento de negócio. Por esse motivo, é importante contar com o apoio de uma equipe especializada, que não apenas conheça as peculiaridades do setor, mas também busque entender a fundo as particularidades do seu negócio e, a partir disso, estruture um acordo de sócios sob medida para atender às necessidades específicas da sua assessoria.

Empresas em estágio inicial devem ter acordos simplificados, sem a implementação de órgãos de governanças que possam travar o crescimento.

No entanto, conforme aumenta o número de sócios, lideranças e executivos, é necessário aprimorar as regras, de forma a reorganizar a estrutura de governança, instituindo um conselho de administração e, se necessário, comitês específicos.

A estruturação de conselhos e comitês dentro de uma organização pode, à primeira vista, parecer um processo que adiciona camadas de burocracia, potencialmente atrasando a tomada de decisões. No entanto, a realidade é muitas vezes o oposto: a criação e o bom funcionamento desses órgãos podem, de fato, acelerar e melhorar a qualidade das decisões tomadas.

Estruturas bem definidas de conselhos e comitês, quando devidamente executadas, podem reduzir a burocracia interna, estabelecendo processos claros e ágeis para a aprovação e implementação de decisões. Sugerimos que o conselho de administração seja criado para tomada de decisão de pautas que não estejam avançando de forma consensual ou para assuntos mais complexo como um eventual M&A, evitem conselho para apresentar e discutir resultados – no mercado de assessoria, esse assunto pode ser tratado em comitê com os executivos e/ou responsáveis pelas metas.

É importante ressaltar que, uma vez constituído e assinado, o acordo de sócios deve ser executado no dia a dia. É comum encontrarmos assessorias com conselho de administração, mas as decisões ainda precisam ser tomadas por 100% dos sócios, e não por meio de uma votação organizada, na qual as divergências são acomodadas e o negócio consegue continuar testando novos caminhos.

### **2.1.1 Transações internas x disputas de sócios**

Com o cenário macroeconômico mais difícil nos últimos 2 anos, recebemos diversos questionamentos sobre a possibilidade de saída de alguns sócios mais antigos da operação.

Independentemente de ser uma saída motivada por desalinhamentos, disputas internas ou sucessão, entendemos que essa saída deve ocorrer através das regras estabelecidas pelo acordo de sócios.

Muitas vezes, somos questionados sobre a possibilidade de procurar algum investidor ou player que possa auxiliar neste processo de sucessão, pagando o valuation externo.

Entendemos que um *player* com conhecimento específico do mercado de assessoria e estratégico para a empresa dificilmente aceitará realizar a transição de um sócio com valores que vão além do valuation interno, em casos de aquisição minoritária. Esses valores podem variar em aquisições de 100% por outra assessoria, mas vamos abordar esse caso mais para frente.

Nossa sugestão é que o sócio que esteja se retirando da sociedade analise sua saída sob a perspectiva natural de qualquer negócio e fuja da famosa síndrome do F.O.M.O. (medo de não acompanhar os eventos futuros).

Por fim, vale reforçar que a dinâmica de “organismo vivo” de um *partnership* serve para atrair novos sócios com capacidade de levar a empresa a outro patamar, mas também para repelir sócios que estejam desmotivados ou que não estejam mais agregando valor à sociedade.

Uma sociedade madura é capaz de exercer o acordo de sócios e retirar o sócio desmotivado pelas regras estabelecidas. **É papel dos sócios que permanecem executar essas cláusulas para manter a sociedade viva.**

Para se resguardar em eventuais conflitos e garantir o devido processo de execução das cláusulas e regras do seu *partnership*, é necessário que toda a estrutura contratual da sua assessoria esteja em dia e devidamente diligenciada. Através do nosso time de Partnership & Contratos, ao realizarmos o levantamento dos contratos de diversas operações, seja para casos envolvendo M&A, identificamos diversas operações que não possuem todos os documentos necessários, devidamente assinados pelos sócios da

operação. Isso pode, em situações de retirada de sócios, exercício de call option ou qualquer outro evento societário, complicar a resolução, trazendo prejuízo e instabilidade para o negócio.

### 2.1.2 Principais disputas e questionamentos

Podemos segregar as principais disputas entre sócios em disputas de minoritários vs. majoritários e entre majoritários. O primeiro caso é uma disputa mais fácil de resolver, mesmo que envolva negociações em relação ao valor da quota e à transferência da carteira e relações pessoais.

O maior problema normalmente está na disputa entre sócios majoritários. Se não for realizada com cuidado, a cisão pode ter como consequências como perda de equipe para concorrentes.

Entre majoritários, as disputas não ficam apenas restritas aos valores das quotas e à transferência da carteira do sócio que está saindo, mas também envolvem a análise das despesas, da estrutura física, da marca e do contrato com a corretora parceira.

Nossa sugestão é que as partes tenham um terceiro para avaliar os impactos financeiros de determinados cenários em que a sociedade fica com a carteira de clientes e despesas, porém pague o valor das quotas conforme determinado no acordo de sócios. Caso a negociação envolva transferência de clientes, multas, despesas e marca, esses valores podem ser descontados do *valuation*.

Vale reforçar que o negócio de assessoria é diferente de uma empresa comum, então ao contratar *advisors* não especializados no setor para auxiliar na negociação, o risco de o negócio demorar mais tempo do que o normal e gerar um custo de carregamento maior do que o custo adicional de contratar uma empresa especializada é gigante.

### 3. Quem deveria avaliar sua assessoria?

Existe um senso comum de que os principais sócios de uma assessoria de investimentos possuem o conhecimento técnico necessário para avaliar sua própria empresa. E é verdade, de forma geral, os conceitos práticos são conhecidos pelos principais sócios e discutidos amplamente pelo mercado. No entanto, durante uma negociação, sempre existe um cabo de guerra entre a parte compradora e a vendedora.

De forma geral, o vendedor tem a expectativa de que sua participação tenha valor próximo ao de negócios realizados no mercado passado, projetando crescimento e valores acima da média de mercado. Do outro lado, o comprador precisa se preocupar com a rentabilidade do investimento, custos de oportunidade e os riscos após o *deal*.

Dito isso, da mesma forma que não é indicado que advogados se autodefendam, não é indicado que as negociações sejam operacionalizadas pelos próprios sócios.

### 4. “Quantos % do AuC vale minha carteira?” Não existe regra.

Por inúmeras vezes, somos chamados para responder a uma pergunta “simples”: quantos % do AuC vale a minha carteira ou assessoria? E, por mais que possa parecer papo de consultoria para vender uma análise, não existe uma regra fixa para isso.

A seguir, apresentamos exemplos de assessorias que seriam avaliadas pelo mesmo múltiplo do AuC:

TABELA 1

	ASSESSORIA 1	ASSESSORIA 2
AuC	R\$2.000.000.000	R\$1.000.000.000
ROA	0,40%	0,40%
Receita	R\$8.000.000,00	R\$4.000.000,00
%EBITDA	20%	10%
EBITDA	R\$1.600.000,00	R\$400.000,00
Múltiplo AuC	1%	1%
Valuation	R\$20.000.000	R\$10.000.000
Múltiplo EBITDA	12,5	25,0

É importante entender que o múltiplo de AuC varia de acordo com o ROA, a margem EBITDA e o múltiplo EBITDA que está sendo praticado no mercado atualmente (tabela seção 7):

$$\text{Múltiplo AuC} = \text{ROA} \times \text{Margem EBITDA} \times \text{Múltiplo EBITDA}$$

$$\frac{\text{E.V.}}{\text{AuC}} = \frac{\text{Receita}}{\text{AuC}} \times \frac{\text{EBITDA}}{\text{Receita}} \times \frac{\text{E.V.}}{\text{EBTIDA}}$$

\*E.V. estamos tratando como valor de mercado

Independente da metodologia, não podemos fugir da análise do lucro do negócio (EBITDA ou LL). Mas qual é o impacto de uma empresa com baixo lucro? A seguir, simulamos assessoria com o 50% de ROA, mas com a margem pela metade.

TABELA 2

	ASSESSORIA 1	ASSESSORIA 2
AuC	R\$1.000.000.000	R\$1.000.000.000
ROA	0,40%	0,60%
Receita	R\$4.000.000.000	R\$6.000.000.000
%EBITDA	20%	10%
EBITDA	R\$800.000,00	R\$600.000
Múltiplo mercado	12	12
Múltiplo EBITDA	0,96%	0,72%

Por fim, mas não menos importante, o crescimento (captação) continua sendo extremamente relevante quando discutimos o valor da empresa (E.V.) e justificar prêmios se for acima da média de mercado.

Ainda sobre a margem EBITDA ou o Lucro Líquido (LL), vale reforçar que essa métrica pode ser facilmente alterada, caso a apuração financeira não seja realizada de forma correta – alocando custos como investimentos, considerando custos de executivos como dividendos, etc.

A simplificação de valor de uma assessoria acontece muitas vezes pela simplificação ao calcular o payback de determinada negociação – seja em negociações entre profissionais e escritório ou entre escritório e corretora. Na maioria das vezes, a parte vendedora faz a conta considerando apenas a margem de contribuição, desconsiderando custos diretos, indiretos e investimentos.

A título de exemplo, um profissional com R\$100 milhões de carteira, RoA de 0,5% e comissionamento de 50%, acredita que deixa de lucro para a assessoria aproximadamente R\$250 mil (R\$500 mil de receita – R\$250 mil).

O mesmo erro ocorre quando analisamos negociações de escritórios com

corretoras. Escritórios com R\$1 bilhão e RoA de 0,5% realizam simulações como se a corretora tivesse R\$5 milhões ( $R\$1 \text{ bi} \times 0,5\%$ ) de lucro anual com a operação.

Conforme explicado nos exemplos acima, é necessário calcular o lucro de uma determinada operação, rateando custos indiretos e alocando custos diretos de forma correta. Da mesma forma que um profissional deve entender que existem custos com estrutura física, equipe e suporte, o escritório deve compreender que há investimentos em tecnologia, pessoas e outros recursos por parte da corretora.

São por esses motivos, conhecimentos específicos e a atualização sobre os números reais das assessorias que contratar uma empresa especializada no setor é mais importante do que uma empresa especializada apenas em valuation. A depender do momento do mercado, a média de custos, crescimento e *share* de receita altera.

Não existem regras e fórmulas prontas; cada empresa precisa ser analisada com base em seus números práticos e nas referências da indústria. Na AAWZ, você encontra especialistas em modelagem de valuation, mas também em modelagem de alavancas de crescimento, análise financeira, jurídico, contabilidade e todos focados 100% no setor.

Somos uma empresa com histórico de atendimento a mais de 200 assessorias – não temos apenas experiência passada, mas também atuamos diariamente com as operações.

## 5. O valor da sua empresa pode variar de acordo com o evento

Na seção 2, abordamos o valuation sob a perspectiva de eventos internos – transação, retirada e disputa entre sócios atuais.

Diferentemente do valuation interno - onde aplicamos uma regra de múltiplo sobre o lucro (LL ou EBITDA) e que deveria ter no mínimo um desconto de 3-4x em relação ao esperado para um deal externo - o valuation externo de uma empresa é calculado com base no valor presente do fluxo de caixa futuro (DCF).

Apesar de a metodologia de valuation por fluxo de caixa ser um conceito amplamente divulgado e conhecido no mercado, a dinâmica de execução é quase uma “arte”. A prova disso é que, se colocarmos 10 advisors diferentes para realizar o DCF da mesma empresa, teremos 10 resultados diferentes. Isso ocorre porque existem diversas premissas envolvidas nas projeções.

Mas o que são essas premissas? Crescimento orgânico, inorgânico, diluição dos custos fixos, aumento da margem de lucro, novas linhas de receita e novas alavancas que possam alterar os resultados operacionais e financeiros. Além disso, existem variáveis que variam de acordo com o comparador, como o custo de capital e o custo de oportunidade.

No mercado de assessoria, é esperado que os grandes ou últimos compradores sejam as corretoras, isso porque eles são os mais interessados e que mais ganham ao comprar uma assessoria, mas também porque possuem custos de capital menores do que a maioria dos *players* e sócios estratégicos.

Do outro lado da moeda, comprar assessorias não é o negócio principal de uma corretora, então a maior parte das aquisições será realizada por questões estratégicas e não para rentabilizar o capital investido.

Normalmente, essas aquisições estratégicas podem até pagar prêmios maiores, devido a uma percepção de valor que vai além da geração de retorno de capital.

Em uma dimensão menor, a aquisição de uma carteira de clientes por parte de uma assessoria também pode ser analisada sobre questões estratégicas. No entanto, é preciso diferenciar a aquisição de carteira, através da contratação de um profissional ou através da aquisição de uma empresa ou equipe.

Quando o negócio de aquisição envolve a carteira de um profissional, esse valor precisa ser puramente alocado ao capital investido, visando o retorno sobre o capital. Isso porque, o contrato com um profissional (PJ-PF) possui prazos e riscos jurídicos muito maiores do que contratos entre empresas (PJ-PJ).

Quando estamos analisando a incorporação de uma assessoria, podemos incluir na análise, eventuais possibilidades de arbitragens de negociações futuras ou valor terminal, sendo possível pagar múltiplos maiores para aquisição empresa (PJ) do que aquisição de carteira de profissionais (PF). Vale reforçar que esse tipo de análise é realizada de forma pontual e não através de aquisições em série, como é feito nas contratações.

Isso acontece porque o M&A deve ser realizado apenas quando as sinergias são óbvias para as partes: redução de custos, melhorias de receita, margem de lucro e aumento do crescimento.

Ainda sobre as variações, o valuation também depende do formato da compra e do percentual que está sendo adquirido. A venda pode ser realizada ao longo de anos, estando atrelada às entregas de resultados futuros e com múltiplos diferentes entre compra minoritária e majoritária.

## 6. Qual o processo de M&A?

Ao discutir fusão ou incorporação de assessorias, é importante que após o processo de identificação/aproximação, não sejam adiadas as negociações preliminares - valores em linhas gerais e expectativas de governança devem ser discutidos o mais rápido possível.

Isso porque a maior parte das negociações não avança devido a divergências em relação ao valuation das empresas e à governança final. Uma vez definida a participação final e a governança do negócio, a integração é um processo racional que as partes devem resolver ao longo do tempo.

Vale reforçar que a integração é um processo essencial e não deve ser desmerecido, até porque 2/3 das fusões no mundo não dão certo. É importante realizá-la com cuidado para não perder tempo e clientes ao longo do processo.



### Identificação

Uma comparação ao nosso dia a dia, realizar M&A é parecido com casamento e a etapa de identificação é o namoro, onde as partes entendem os sonhos, perfil, restrições e *modus operandi* da outra parte. Etapas normais do processo de identificação:

- Aproximação por terceiro ou relacionamento;
- Análise de perfil de operação (inicial, estruturante, corporativo);
- Análise de perfil dos sócios; e
- Análise de momento da operação.

## Negociações preliminares

O setor de assessoria é formado majoritariamente por pessoas com perfis comerciais que costumam evitar atritos. Dito isso, as negociações entre assessorias normalmente demoram muito tempo para avançar em questões como valuation, percentual das partes, forma de pagamento (cash e equity) e a formação do novo conselho de administração.

Como melhor prática e para evitar “achismo” ou desalinhamento com a realizada, sugerimos que as empresas contratem um único *advisor* para assessorar na negociação. Dessa forma, o *advisor* consegue rodar o processo de forma racional e sem privilégios:

- Valuation (múltiplos e outros formatos);
- Governança;
- Modelos atuais e futuros societários.

## Due diligence

Normalmente, esta etapa é simplificada nos acordos, considerando que a receita é facilmente auditada e a maior parte dos custos está relacionada à distribuição desproporcional dos sócios. Mas não confunda auditoria com due diligence.

**Auditoria:** Verificar se os aspectos informados estão de acordo com a realidade.

**Due diligence:** Verificar potenciais riscos e oportunidades.

Para acelerar e pular esta etapa, as partes normalmente formalizam em contrato que eventuais prejuízos causados por passivos ou envio de informações erradas serão descontados do valuation.

Vale reforçar que nossa sugestão é que as empresas sempre façam pelo menos a auditoria básica para verificar certidões de débitos e o resultado financeiro corretamente – na maior parte dos casos, os lucros e custos são

apurados de forma errada e desorganizada - **gestores mais detalhistas encontram oportunidades neste processo.**

- Análise financeira;
- Análise jurídica;
- Análise operacional;
- Due diligência de sócios P.F. – entrevistas e etc.

## Assinatura dos termos

Caso você tenha pulado a etapa de due diligence, é importante que valores pagos antecipadamente sejam adiantados parcialmente através de contas caução e que as principais regras sejam formalizadas no MoU inicial.

Atualmente, além do MoU inicial entre as empresas, é necessário atualizar os contratos com a corretora parceira.

- Fusão;
- Incorporação;
- Prazos; e
- Formatos de entrada e saída.

## Integração

A maior sugestão é que os principais mantenham transparência e envolvam o máximo de membros da equipe possível, depois de assinado o documento. O envolvimento da equipe evita “teorias no café” e questionamentos gerais.

Ainda sobre retenção de equipe, em alguns casos sugerimos a elaboração de planos específicos para 20% da equipe que representa 80% da custódia, em casos de incorporação.

O cuidado é para não criar uma mosaico de regras que possa atrapalhar a escala operacional e até criar diferentes empresas, dentro da assessoria.

- Novo modelo e regras de negócio;
- Regras de transição;
- Apresentações, implementações e etc; e
- Retenção de equipe.

## 7. Metodologia de Valuation

Após discutir as inúmeras diferenças ao realizar o valuation, podemos aprofundar nos cuidados ao implementar as diferentes metodologias.

Sempre sugerimos realizar o valuation por mais de um método. Dessa forma, conseguimos criar cenários de valuation para diferentes métricas, entender para qual valor o valuation está convergindo e retirar as métricas que distorcem as negociações.

- Fluxo de caixa descontado (DCF);
- Múltiplos (EBITDA, LL e AuC);

### Fluxo de caixa descontado

Para realizar o fluxo de caixa descontado de empresas de assessoria, é sempre importante analisar os números operacionais passados sobre uma mesma janela de tempo. Normalmente, sugerimos analisar os últimos 12 meses, mas, em alguns casos, as partes podem acordar janelas diferentes.

- Captação líquida;
- Transferência de conta (inorgânico);
- RoA;
- Contratação de profissionais;
- Concentração de custódia por cliente e profissionais;
- Investimentos realizados & principais alavancas;

Os números financeiros podem ser analisados em janelas maiores para entender perspectivas de crescimento:

- Receita novas linhas;
- COGS e SG&A;
- Margem LL ou EBITDA;
- Caixa.

Demonstrativo de Resultado de Exercício (DRE)	Balço Patrimonial (BP)	Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)
(=) Receita Oper. Bruta	Ativo Circulante	(+/-) Fluxo de Caixa Operacional
(-) Deduções de Receita (PIS, COFINS e ISS)	Ativo Não Circulante (ANC)	(+/-) Fluxo de Caixa de Investimentos
(=) Receita Oper. Líquida	<b>Total ativo</b>	(+/-) Fluxo de Caixa de Financiamentos
(-) Custos e Desp. Variáveis	Passivo Circulante	<b>(+/-) Geração de Caixa</b>
(=) Margem de contribuição	Passivo Não Circulante	
(-) Desp. Fixas	Patrimônio Líquido	
(=) EBITDA	<b>Total Passivo</b>	
(+/-) Resultado N Oper.		
(+/-) Resultado Financeiro		
(-) CAPEX		
(-) Impostos (CSLL e IRPJ)		
(=) Lucro Líquido		

Com as informações levantadas, é possível projetar o crescimento operacional e o resultado financeiro da empresa para os próximos 5 ou 10 anos.

Demonstrativo de Resultado de Exercício (DRE)	Anos >	1	2	3	4	5
(=) Receita Oper. Bruta						
(-) Deduções de Receita (PIS, COFINS e ISS)						
(=) Receita Oper. Líquida						
(-) Custos e Desp. Variáveis						
(=) Margem de contribuição						
(-) Desp. Fixas						
(=) EBITDA						
(+/-) Resultado N Oper.						
(+/-) Resultado Financeiro						
(-) CAPEX						
(-) Impostos (CSLL e IRPJ)						
(=) Lucro Líquido						
Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)						
(+/-) Fluxo de Caixa Operacional						
(+/-) Fluxo de Caixa de Investimentos						
(+/-) Fluxo de Caixa de Financiamentos						
(+/-) Geração de Caixa						

Nossa sugestão é que não sejam realizadas inovações nas projeções, utilizando alavancas de crescimento que ainda não foram implementadas. Por exemplo, não incluir a criação de novas linhas de receitas ou projetos de formação de profissionais.

*Obs.: Novos projetos de alavancas podem ser justificados em eventuais negociações externas, onde parte do dinheiro é carimbado com esse objetivo.*

Conforme mencionado anteriormente, o custo de capital varia em negociações externas. Em negociações entre assessorias, para facilitar e acelerar o processo, a sugestão é constante.

O valor terminal do fluxo de caixa também pode sofrer inúmeras variações dependendo dos casos analisados:

- Valor de crescimento perpétuo; e
- Múltiplo de saída;

Para o mercado de assessoria, que muitas vezes tem pisos ou mínimos estabelecidos por regras internas de corretoras, o múltiplo de saída pode ser uma forma de visualizar o valor ao comprar determinada carteira. Para isso, você criar cenários de valor terminal:

Cenário I – Valor ao vender para outra assessoria;

Cenário II – Valor ao vender para *player* externo (corretora ou investidor);

## Múltiplos

Analisar o valuation de uma assessoria através de múltiplos é uma forma simplificada e rápida, mas que pode funcionar muito bem para empresas com momentos de crescimento, receita e estruturas de negócios semelhantes.

Não sugerimos esse método para empresas que estão maturando o seu negócio — realizando investimentos, crescendo em patamares acima ou abaixo do mercado, com alta variabilidade na margem de lucro, etc.

Caso você siga esse modelo, é sempre importante ter dados atualizados:

- Múltiplo de mercado – neste caso vamos olhar para corretora e bancos do mercado;
- Múltiplo das últimas transações;
- Múltiplo interno;
- Múltiplo AuC;

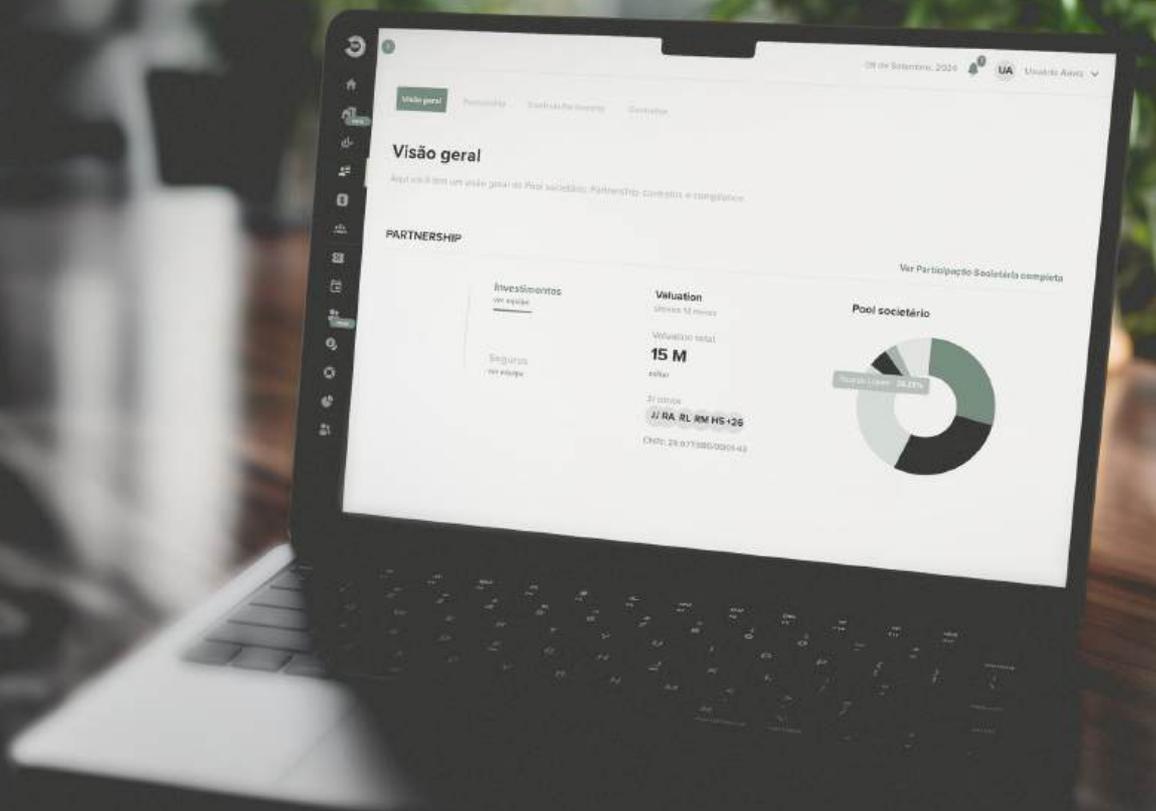
EMPRESA	MKT CAP	P/E ANO ATUAL	P/E FORWARD	DATA
	47.312	14,7	11,9	23/08/2024
	138.610	13,5	10,2	23/08/2024
	336.587	10,2	8,3	23/08/2024
	159.724	9,4	7,5	23/08/2024
	116.272	11,8	7,6	23/08/2024
	162.526	4,6	4,2	23/08/2024
	117.590	20,7	17,5	23/08/2024
	16.553	14,4	12,2	23/08/2024

FONTE: BLOOMBERG



# A plataforma mais completa para integração de M&A's

Dos principais indicadores até a gestão dos contratos



## 8. Liquidez e rodadas de investimentos

No processo de investimentos, os principais sócios precisam planejar a liquidez da sociedade e da pessoa física com cuidado para não se frustrar ao longo do processo.

Para empreendedores que buscam cifras milionárias ou bilionárias, é provável que seja necessário realizar rodadas de investimento prévias com o objetivo de levar o negócio a outro patamar.

### **Principais tipos de liquidez e rodadas do mercado de assessoria:**

#### 8.1 Contrato de exclusividade

Normalmente, não envolve a venda de participação do negócio, mas é a primeira fonte de liquidez para a sociedade. Como está atrelado a um contrato comercial que envolve multas e outras restrições, sugerimos que 100% do capital seja alocado na sociedade. Se não, a PJ assume uma multa alta em favor de aquisições na PF.

#### 8.2 Venda parcial

A venda parcial normalmente possui um acordo com o comprador que estipula o percentual que será alocado no caixa da empresa e o percentual que será destinado à liquidez dos sócios. Esses valores normalmente variam entre 30% e 70%, dependendo da existência de acordos de performance.

A 1ª rodada de investimento de uma empresa pode ter o aporte 100% dedicado ao caixa para expansão de novos negócios e pessoas.

### 8.3 Venda total ou incorporação

Entre assessorias, a venda total da empresa ou a incorporação envolve o pagamento total das quotas sendo feito parcialmente na frente e o restante com *earn-out* (atrelado a resultado). Em casos de terceiro externo, a compra inicial será necessária segregar o destino do aporte entre primária e secundário, onde provavelmente o valor na frente é parcialmente dedicado à empresa e o *earn-out* direcionado aos sócios.

## 9. Influência do mercado no valuation

Uma pergunta frequente que recebemos é sobre a influência da taxa de juros no valuation de uma assessoria – “quando o mercado melhorar, meu valuation vai aumentar?”. Ao analisar momentos econômicos passados em que tivemos quedas de juros, é possível identificar algumas influências diretas e outras indiretas no valuation das assessorias.

A resposta é que, da noite para o dia, nada vai mudar. O trabalho para melhorar o valuation de uma assessoria deve ser realizado independentemente do cenário econômico. Caso contrário, deixamos de ser empreendedores e passamos a ser meros torcedores.

No entanto, para empresas que estão realizando o trabalho de forma correta, os principais impactos devem ser na melhoria dos indicadores de captação, que estão inversamente relacionados à taxa de juros. Além disso, o custo de capital do mercado deve diminuir, melhorando as projeções e a liquidez no mercado.

## 10. Pós M&A

Este tópico seria suficiente para um novo relatório, mas, para evitar seguir o padrão comum de desmerecer essa etapa, decidimos citar os principais cuidados e transições a serem realizados.

Vamos considerar que o valuation foi realizado e o memorando de entendimento (MoU) foi assinado entre as partes. Dependendo do negócio, temos alguns processos obrigatórios:

### 10.1 Divulgação ao time;

Independentemente de estarmos falando de uma participação minoritária, majoritária, incorporação ou fusão, sempre reforçamos que essas alterações devem ser apresentadas à empresa e, principalmente, à liderança de forma transparente.

Ao longo dos últimos anos, acompanhando os negócios de M&A realizados, a transparência sempre foi um fator relevante para que o negócio se concretizasse com sucesso e sem perda de clientes ou equipe. Eventuais omissões ou alterações de dados relevantes acabam inviabilizando o negócio e reduzindo a rentabilidade do investimento.

O novo modelo de negócio (comissões, regras comerciais e etc.) precisa ser divulgado com cuidado para gerar o menor atrito possível para a equipe, que já deve passar por mudanças significativas no início.

### 10.2 Societário e jurídico;

Em alguns casos, é necessária a reestruturação societária antes do aporte de capital. Algumas corretoras ou investidores exigem a criação de holdings para garantir segurança, transparência e governança.

Para situações envolvendo assessorias, é comum a necessidade de atualizar o contrato e os acordos comerciais com a corretora, assim como revisar os acordos de sócios ("Partnership") do negócio.

### **10.3 Financeiro**

Conforme mencionamos na seção de due diligence, essa etapa pode se tornar uma grande dor de cabeça na integração se as partes não planejarem com cuidado. Isso ocorre porque, em casos de acordos com corretoras ou sócios externos mais exigentes, serão necessários controles e relatórios mais profissionais, e os processos realizados por planilhas não serão mais suficientes.

Quando falamos de fusão entre duas assessorias, o processo baseado em planilhas torna-se ainda mais complicado, devido à dificuldade de integrar os resultados das empresas de forma consistente.

Para isso, sugerimos a integração por meio de um único ERP financeiro e a realização de uma auditoria financeira do histórico dos negócios.

Além desses pontos, é comum acompanharmos a demora para integração de PJs em uma fusão. Essa demora acaba gerando mais custos e mitigando o potencial de redução das redundâncias presente entre os dois negócios. Chegamos a ver operações ficando mais de 12 meses com vários CNPJs abertos por inércia e falta de alinhamentos prévios à fusão.

## **11. Conclusão**

A evolução da maturidade do setor de assessoria vem ocorrendo ao longo do tempo, à medida que novos ciclos econômicos são vividos e negócios são realizados.

As principais negociações de exclusividade ou sociedade no mercado de assessoria foram realizadas em momentos diferentes e não podem mais ser usadas como base. Observando os negócios atuais (2024), entendemos que esse deve ser o “novo normal”, podendo ser ajustado conforme crescimento, custo de capital e liquidez. Ou seja, podemos ter prêmios, mas dificilmente chegaremos aos valores praticados no passado.

Além disso, esperamos que o mercado de M&A entre assessorias volte a acelerar, conforme sócios relevantes desejam sair das operações atuais por motivos individuais ou desalinhamentos com a sociedade e corretoras ou *players* profissionais comprem operações com foco em consolidação. Vale reforçar que é difícil projetar grandes mudanças no mercado realizadas por meio de M&A, devido à complexidade do processo, mas existem oportunidades que precisam ser analisadas tanto para operações na ponta compradora quanto vendedora.

A AAWZ está à disposição da sua empresa para todas as etapas do processo. Somos um grupo com equipes especializadas nas diferentes áreas que você precisará ao longo do processo:

- Inteligência de mercado;
- Modelo de negócio;
- Valuation;
- Financeiro;
- Contabilidade;
- Societário, entre outros.

Escolher o assessor certo para o seu M&A aumenta a possibilidade de sucesso do negócio. Considerando que 2/3 dos M&As no mundo não são bem-sucedidos, contratar uma empresa que pode gerenciar o processo de ponta a ponta, junto com você, certamente aumenta significativamente a chance de sucesso do negócio.



## Converse conosco

 **WHATSAPP**  
(48) 9. 9184-7559

 **E-MAIL**  
gestao@aawz.com.br

## Acompanhe nossos conteúdos

 **INSTAGRAM**  
@aawzpartners

 **YOUTUBE**  
@aawzpartners

 **LINKEDIN**  
/company/aawzpartners



# DISCLAIMER

AAWZ é detentora de tecnologia e know-how estratégico direcionado ao mercado de assessoria de investimentos. Todas as informações são tratadas sob contratos de sigilo e confidencialidade. A empresa realizou análises com o objetivo único e exclusivo de auxiliar o setor a se posicionar perante mudanças do mercado de assessoria. Não é de nossa responsabilidade qualquer ação ou passivo que possa vir a ser gerado a partir da leitura do relatório, seja pessoa física, pessoa jurídica por subsidiárias ou terceiras partes.

Projeções realizadas e informações apresentadas são baseadas em estudos internos e dados fornecidos por terceiras partes e, por isso, é necessário considerar riscos e incertezas. AAWZ não se responsabiliza por atitudes tomadas depois da leitura do relatório, pois resultados atuais podem ser impactados por eventos futuros que não podem ser previstos ou controlados: mudanças nos negócios, mudanças na estratégia, novos players no mercado, mudanças regulatórias da indústria e leis ainda não previstas.

# AAWZ

Cuidamos dos profissionais do mercado financeiro  
para que eles possam cuidar de seus clientes

