



■ clairfield

CLAIRFIELD
OUTLOOK 2025

Buy, build, rise

Utilizando aquisições para
alavancar os negócios



Mitigando riscos: As 5 principais estratégias para aquisições bem-sucedidas em mercados emergentes



Um roteiro comprovado para mercados emergentes

A decisão de entrar em um novo país é frequentemente motivada pela necessidade de acessar novos mercados, eliminar intermediários, conectar-se com os consumidores locais, assim como adquirir novas tecnologias e produtos. Os mercados emergentes estão atraindo a atenção dos investidores devido ao seu potencial de crescimento, suas grandes e jovens populações com poder de compra em ascensão e, em muitos casos, sua abundância de recursos naturais. De acordo com a LSEG, os setores de indústria, materiais e financeiro lideram as operações de M&A nessas regiões.

Adquirir uma empresa local existente proporciona ao comprador o acesso imediato a uma base de clientes consolidada, redes de distribuição, expertise local e ativos já estabelecidos. No entanto, entrar em mercados emergentes não é uma tarefa fácil. Há diversos desafios, como: órgãos reguladores, complexidades tributárias, culturas empresariais distintas, impasses jurídicos, diferenças regionais, inflação e riscos cambiais. A identificação dos alvos certos é ainda mais complicada devido à falta de dados públicos confiáveis. Empresas privadas nessas regiões, nem sempre são obrigadas a divulgar seus demonstrativos financeiros e, em muitos casos, seus sites são rudimentares.

A simples identificação da pessoa certa para negociar dentro de uma empresa pode ser um grande desafio. “Empresas familiares dominam muitos mercados emergentes no sudeste asiático, e o verdadeiro tomador de decisões muitas vezes é um patriarca da família ou outra figura que não possui participação formal ou cargo diretivo, mas exerce influência significativa”, afirma Tawikarn Kingthong, gerente da Clairfield na Tailândia. “Identificar e convencer essa pessoa é crucial para o sucesso da transação.” Na Turquia, por exemplo, cerca de 95% das empresas são de propriedade familiar, de acordo com a Associação Turca de Governança Corporativa, reforçando ainda mais a importância de compreender a dinâmica familiar em transações de mercados emergentes.

Somando-se a esses desafios, muitos proprietários de empresas em mercados emergentes não estão familiarizados com M&A. Educar cuidadosamente os vendedores ou identificar aqueles que possuem pelo menos um conhecimento básico sobre esse tipo de transação pode facilitar significativamente o processo. Sem essa preparação, os negócios podem fracassar devido a fatores como expectativas de preços irrealistas ou disputas sobre responsabilidades fiscais.

Analisar o cenário competitivo e identificar os melhores alvos disponíveis exige um profundo entendimento do mercado, uma abordagem personalizada para cada player e acordos de confidencialidade desde as fases iniciais para acessar até mesmo informações mínimas. Embora o caminho esteja repleto de desafios, os consultores da Clairfield possuem ampla experiência em mercados emergentes na África, Ásia e América Latina, além de um histórico sólido na assessoria de estratégias de aquisição e consolidação (buy-and-build) nessas regiões promissoras, porém desafiadoras.

A seguir, apresentamos cinco estratégias para mitigar os principais riscos ao realizar aquisições em mercados emergentes, com base em nossos anos de experiência trabalhando ao lado de compradores internacionais.

1

Priorize a detecção precoce de sinais de alerta.

Empresas de médio porte em mercados emergentes raramente são auditadas, e os demonstrativos financeiros frequentemente omitem passivos relevantes. Mudanças na legislação podem resultar em contingências desconhecidas ou práticas inadequadas descobertas durante a due diligence, das quais até o proprietário pode não ter conhecimento. O custo do fracasso é alto assim que o processo de aquisição começa.

Estratégia: Foque nas áreas críticas desde o início para identificar riscos que possam comprometer o negócio.

Realize avaliações iniciais de potenciais riscos antes da due diligence completa. As áreas-chave a serem analisadas incluem: conformidade com regulamentos fiscais, práticas trabalhistas, documentação regulatória e passivos ambientais.

No México, embora a legislação federal seja relativamente uniforme entre os estados, os gestores, às vezes, deixam passar atualizações menores que podem impactar a conformidade. O Brasil, em contraste, possui uma legislação regional mais densa, que varia significativamente de estado para estado, aumentando a complexidade da due diligence. No Sudeste Asiático, formular perguntas com cuidado e repetir indagações pode ajudar a descobrir problemas ocultos. Avaliar a seriedade e a motivação do vendedor desde o início, analisando seu histórico, razões para vender, responsividade e até mesmo sua linguagem corporal, pode evitar mal-entendidos custosos mais tarde.

Quando problemas como estes surgem no lado do vendedor, recomendamos que a empresa resolva as questões de forma interna antes de prosseguir com a venda. Como explica Dung Chau, "Normalmente aconselhamos os vendedores a utilizarem o 'phased bridging', ou seja, preencher a lacuna gradualmente ao longo de um período de cerca de três anos." No lado do comprador, ele observa, "O principal não é apenas identificar os riscos. No final, trata-se de aconselhar nossos clientes a mitigarem esses riscos ou a desistir cedo, se necessário."

2

Verifique a sustentabilidade dos acordos comerciais.

Empresas de médio porte frequentemente operam com contratos comerciais informais, baseados em relacionamentos pessoais. Esses acordos podem não resistir à transição para um novo dono e podem resultar em perda de receita após a aquisição. No entanto, muitos compradores estão tão focados nos demonstrativos financeiros que não se atentam a problemas subjacentes, como: parcerias comerciais frágeis, regulamentações em evolução e concentração de receita em um número pequeno de clientes.

Estratégia: Estructure a transação de forma que os pagamentos dependam da migração de acordos informais para contratos formais e comercialmente sólidos. Formalizar acordos ligados a relacionamentos pessoais com termos transparentes e sustentáveis ajudará a mitigar riscos e fortalecerá a integração pós-aquisição.

Em muitos mercados emergentes, transações realizadas em condições não-equivalentes são prevalentes. Isso pode incluir salários de CEOs abaixo do valor de mercado, contratos de aluguel de imóveis entre acionistas e a empresa a taxas não compatíveis com o mercado, ou transações entre empresas do mesmo grupo realizadas para otimização fiscal ou ganho pessoal. Abordar esses problemas exige uma due diligence extensa para mapear a estrutura do grupo, avaliar transações entre partes relacionadas e analisar a natureza desses relacionamentos.

Lacunas de governança também complicam as questões. Muitos empreendedores e executivos desses mercados, pertencentes a uma geração mais antiga, não estão bem familiarizados com as melhores práticas de governança corporativa. Isso torna essencial identificar e formalizar quaisquer arranjos informais ou não padronizados que possam representar riscos após a aquisição.

Transformar contratos informais em termos baseados no mercado, ajuda a garantir que o negócio possa operar de forma independente das redes pessoais dos proprietários anteriores, além de demonstrar estabilidade e integração no longo prazo.

3

Resolva conflitos nas avaliações de risco e suposições de sinergia.

Ambientes regulatórios complexos e em constante mudança nos mercados emergentes frequentemente levam a discrepâncias nas avaliações de risco. Compradores e vendedores podem ter percepções diferentes sobre a probabilidade ou gravidade das responsabilidades, especialmente quando as regulamentações locais estão sujeitas a mudanças frequentes ou não estão alinhadas com os padrões internacionais. Essas diferenças podem complicar as negociações, pois as suposições sobre riscos e sinergias podem divergir significativamente. Equipes gerais de due diligence podem ter dificuldades em avaliar com precisão esses riscos, resultando em suposições equivocadas sobre sinergias e custos.

Abordar essas discrepâncias exige uma negociação cuidadosa e mecanismos personalizados para mitigar os riscos percebidos.

Estratégia: Consulte especialistas independentes de fora da equipe principal de due diligence para avaliar passivos específicos e implemente mecanismos personalizados para abordar essas preocupações, oferecendo maior segurança para ambas as partes.



Esses especialistas, que podem incluir profissionais nas áreas de direito, tributação, tecnologia ou questões específicas de cada setor, podem fornecer insights críticos que irão além das capacidades das equipes gerais de due diligence. Por exemplo, na Argentina, consultores especializados são essenciais para entender riscos complexos, como o alinhamento (ou desalinhamento) entre os padrões nacionais e internacionais em setores como tecnologia, agricultura e manufatura. Da mesma forma, na Tailândia, transações frequentemente envolvem especialistas em TI ou antitruste para abordar questões regulatórias ou técnicas específicas.

Uma vez que os riscos são identificados, eles podem ser endereçados. Mecanismos personalizados podem mitigar o impacto dos passivos identificados e fornecer maior segurança aos compradores, sem prejudicar o valor do negócio. Mecanismos como cláusulas de indenização, períodos de retenção e escrows (depósitos em garantia) são ferramentas eficazes para preencher lacunas na percepção de risco. No Brasil, cláusulas de indenização são uma solução comum para gerenciar passivos potenciais sem reduzir o preço de compra. No México, mecanismos como períodos de retenção e escrows são frequentemente empregados para gerenciar as preocupações dos compradores, especialmente para compradores internacionais experientes.

A percepção de risco dos passivos potenciais desempenha um papel crucial na negociação dos contratos finais, e a visão de especialistas é fundamental para evitar erros de julgamento. As negociações finais frequentemente dependem de como esses passivos são percebidos por ambas as partes e dos mecanismos propostos para gerenciá-los.

4 Preencher a lacuna de valuation entre comprador e vendedor.

Uma coisa é certa para transações em todo o mundo: a tensão entre as altas expectativas de preço do vendedor e a busca por um negócio vantajoso por parte do comprador. Nos mercados emergentes, a lacuna de valuation entre comprador e vendedor é frequentemente exacerbada pelos custos de capital local e passivos fiscais. Os passivos tributários são comuns em transações de menor porte e podem representar uma parte significativa do valor total da transação. Em algumas regiões, os impostos devidos no fechamento são tão altos (30-35%) que os vendedores exigem preços acima do valor de mercado para compensar a carga tributária, muitas vezes se recusando a



vender caso contrário. Esse fator é um obstáculo frequente para negociações na Tailândia, segundo Tawikarn. Além disso, em muitos países, o comprador assume legalmente as obrigações fiscais passadas da empresa-alvo, geralmente dentro de um período de prescrição de cinco anos. Por isso, estruturar as transações de maneira a proteger o adquirente, ao mesmo tempo em que se mantém atrativo para o vendedor, é fundamental para o sucesso do negócio.

Estruturas de earnout, nas quais parte do preço de compra está atrelada ao desempenho futuro da empresa-alvo, podem parecer uma solução, mas eventualmente geram incentivos conflitantes e criam sérios desentendimentos pós-transação. Se houver falta de clareza sobre o que as partes consideram um desempenho satisfatório ou outros indicadores de valuation que acionam o earnout, disputas caras e demoradas podem ocorrer. Esse mecanismo não é utilizado de forma universal.

Estratégia: Utilize estruturas de negócio flexíveis para alinhar as expectativas de valor.

Considere estruturas de transação flexíveis, como financiamento pelo vendedor (vendedor financing) ou mecanismos de retenção (holdback structures), para alinhar os incentivos entre as partes. “É fundamental que os planos de negócios do lado vendedor sejam críveis e que um histórico de entrega possa ser estabelecido por meio do processo de due diligence, de modo a ancorar as avaliações em níveis mínimos ou de reserva apropriados. Os cenários de ‘upside’ são úteis para demonstrar



5

Ajuste os dados contábeis antes de fazer uma oferta.

Preparar uma oferta não vinculante com base nos dados contábeis ou gerenciais não ajustados dos vendedores pode ser arriscado. Muitas empresas de médio porte apresentam demonstrações financeiras que não refletem com precisão sua real situação operacional. Observamos alguns erros comuns e facilmente identificáveis, como: registrar a remuneração de funcionários como dividendos, não declarar todas as receitas e despesas para evitar tributação — o que pode tanto superestimar quanto subestimar a lucratividade — e utilizar recursos da empresa para despesas pessoais. Essas práticas podem distorcer a rentabilidade e levar a avaliações imprecisas.

Fazer uma oferta inicial com base em números não ajustados pode gerar atrito com o vendedor caso o preço seja reduzido após a due diligence. Por outro lado, ofertas iniciais baixas podem levar à exclusão do comprador das negociações, mesmo quando ele estaria disposto a pagar mais se tivesse acesso a dados precisos.

Estratégia: Aplique os ajustes necessários às demonstrações financeiras da empresa-alvo antes de indicar um preço.

Olhando para o futuro: transformando desafios em oportunidades

Os mercados emergentes não permanecem nessa categoria para sempre. À medida que as regiões amadurecem, elas se alinham mais estreitamente aos padrões internacionais e se tornam ambientes de negócios mais estáveis. Um exemplo disso são os mercados robustos de M&A na Europa Oriental. Da mesma forma, o mercado indiano amadureceu na última década devido à sua adaptação às regulamentações internacionais em áreas como setor bancário, direitos de propriedade intelectual, insolvência, tributação e tratados entre países sobre repatriação de dividendos e lucros, afirma Abhijeet Biswas, sócio na Índia. Reformas semelhantes tornaram o ambiente de negócios mais previsível e atraente em diversas outras regiões emergentes.

Embora desafios persistam à medida que esses mercados evoluem, as cinco estratégias aqui descritas oferecem não apenas ferramentas práticas para mitigar riscos, mas também uma filosofia de negociação aplicável sempre que a complexidade local encontra a ambição global.

Não há substituto para a experiência de consultores locais, que possuem o conhecimento necessário para orientar decisões críticas. Os parceiros da Clairfield nessas regiões são especialistas na gestão das dificuldades únicas dos mercados emergentes. Consistentemente classificada entre os principais assessores financeiros por LSEG, Mergermarket, TTR e outras publicações do setor, a Clairfield tem um histórico comprovado de sucesso. Com essa expertise, garantimos que as aquisições sejam estrategicamente sólidas e gerem valor real. ■



Esse artigo foi adaptado do “Brazil’s M&A Handbook.”

Para mais informações, entre em contato com Luiz Penno (luiz.penno@artica.capital)

oportunidades de crescimento fora do planejamento original, fornecendo suporte adicional para valorizações mais favoráveis”, afirma Dipeel Parbhoo, transator da Clairfield na África do Sul. Além disso, ele destaca que, em muitos casos, os vendedores podem preferir oferecer garantias ou indenizações para cobrir riscos específicos, em vez de aceitar reduções diretas no preço. Dipeel também aconselha a consideração não apenas do valor total da empresa (enterprise value), mas também dos componentes da ponte entre o valor da empresa e o valor do patrimônio líquido (equity value bridge). “Focar apenas no valor total da empresa sem considerar como essa avaliação é ajustada por outros itens do balanço patrimonial ou pelo fator tempo pode resultar em precificações subótimas para os vendedores.”

Soluções como escrows, períodos de retenção e estruturas de pagamento diferido, são frequentemente utilizadas para gerenciar as preocupações dos compradores sem reduzir o preço. O financiamento pelo vendedor, especialmente comum em regiões com altos custos de capital, permite que os vendedores alcancem um valor nominal atrativo na transação, ao mesmo tempo em que atendem às necessidades de fluxo de caixa dos compradores. Por exemplo, pagamentos diferidos e escrows são práticas padrão na Tailândia para mitigar riscos, enquanto no México, o financiamento pelo vendedor pode ser bem-sucedido quando os compradores oferecem garantias sólidas para tranquilizar os vendedores. Essas abordagens ajudam a preencher lacunas de valuation, protegem contra passivos e garantem que os negócios continuem atraentes para ambas as partes.