

WHITE PAPER | ORIGINAÇÃO SELL-SIDE | 2026

GUIA DO CONTROLADOR

os 24 meses antes da venda



Por que vinte e quatro meses

A pergunta que o controlador faz é sempre a mesma. Se eu decidir vender, quanto tempo preciso? A resposta honesta depende do que ele já tem, mas o piso é dado pela frente mais lenta, e a frente mais lenta é sempre a mesma.

1.1 A frente que define o relógio

Compradores exigem, em regra, **de dois a três exercícios auditados**. Se a empresa não tem auditoria hoje, o primeiro exercício auditado só ficará pronto ao fim do próximo ano fiscal, e o segundo, um ano depois. **Nenhuma outra providência comprime esse prazo**, porque exercício fiscal não se acelera.

As demais frentes acomodam-se dentro dessa janela. A reorganização societária precisa maturar antes de existir oferta, a segunda linha executiva leva de doze a vinte e quatro meses para amadurecer, e o saneamento de passivo depende de prazo de parcelamento e de acordo.

1.2 O relógio sucessório

Há um segundo relógio, que não é do processo e sim da família, e ele costuma ser o gatilho real da venda no middle market brasileiro.

- **Apenas 27,6% das empresas familiares brasileiras** possuem plano de sucessão estruturado para cargos-chave, segundo a pesquisa **Governança em Empresas Familiares, Evidências Brasileiras**, do IBGC em parceria com a PwC, sobre base de 279 empresas. O recorte de faturamento acima de R\$ 400 milhões, que apontaria 40%, **não foi localizado na publicação primária** e é tratado como estimativa.
- O **IBGC** registra que 72% das empresas familiares no Brasil não têm plano de continuidade para posições-chave.
- A estatística mais repetida sobre sobrevivência entre gerações, de que cerca de 30% chegam à segunda e 5% à terceira, **origina-se de consultor norte-americano** e não de levantamento primário brasileiro. O Índice Global de Empresas Familiares da PwC aponta 36% à segunda, 19% à terceira e 7% à quarta. A KPMG registra que 13% ultrapassam a terceira geração no mundo.

Fontes: IBGC em parceria com a PwC, pesquisa Governança em Empresas Familiares, base de 279 empresas, para o dado de plano de sucessão e de conselhos; KPMG e demais para a série geracional. Grau de confiança: alto para a pesquisa IBGC-PwC, médio para a série geracional, cujas fontes divergem e várias remontam à mesma origem estrangeira.

Governança formal por geração da empresa familiar

Percentual de empresas com conselho instalado. Fonte: PwC, via veículos secundários.

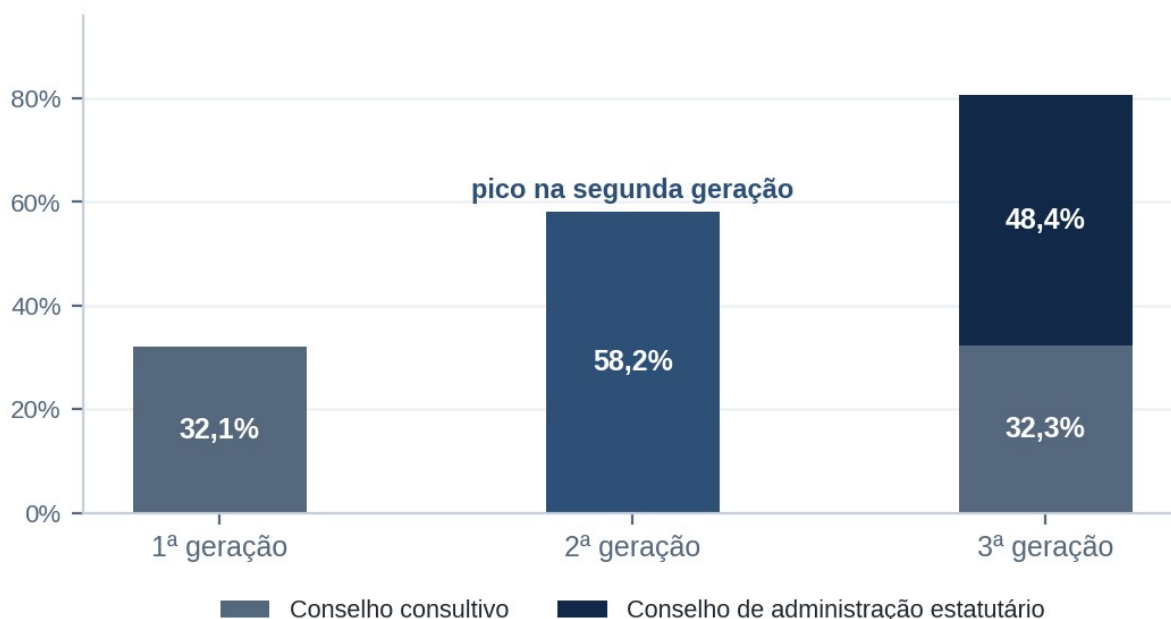


Figura 1 — Percentual de empresas familiares com conselho instalado, por geração. Fonte: IBGC e PwC, pesquisa Governança em Empresas Familiares, base de 279 empresas.

A curva da figura conta uma história específica. **A governança formal atinge o pico na segunda geração e recua na terceira**, quando o conselho consultivo migra para conselho de administração estatutário. O intervalo de risco é o da primeira geração, que é justamente onde está o controlador que ainda não vendeu.

A afirmação que não existe em fonte primária. Circula em veículos secundários que conselhos profissionalizados elevariam em até 45% a expectativa de longevidade da empresa familiar, com atribuição à PwC. **Verificação dedicada não a localizou em publicação primária da PwC nem do IBGC**, e por isso ela não é usada como argumento neste documento. Também não há estudo público brasileiro que quantifique o efeito de um conselho sobre o múltiplo de venda.

1.3 O diagnóstico de partida

Antes de montar cronograma, o controlador precisa saber onde está. As dez perguntas abaixo localizam a empresa e definem quanto do horizonte de vinte e quatro meses será efetivamente necessário.

#	Pergunta	Se a resposta for não
1	A empresa tem ao menos um exercício auditado por firma independente?	O relógio começa agora. Esta é a frente que não comprime
2	Existe estrutura societária definida, com holding ou equivalente, constituída há mais de um ano?	Estruturar imediatamente, antes de qualquer contato com comprador
3	O contador consegue produzir demonstração mensal em até quinze dias do fechamento?	Problema de sistema e de processo, não de contabilidade. Prazo de correção de seis a doze meses
4	Existe levantamento formal de contingência trabalhista e tributária, com quantificação?	Contratar diagnóstico antes de ir a mercado
5	Há prestadores pessoa jurídica em função que se confunde com emprego?	Diagnóstico de pejotização é prioridade, dado o risco em aberto no STF
6	Os imóveis operacionais estão na empresa ou há locação formal a preço de mercado?	Regularizar, porque é achado certo de diligência

#	Pergunta	Se a resposta for não
7	O acordo de sócios tem cláusula de drag along?	Providência mais barata da lista. Resolver em semanas
8	Existe conselho consultivo instalado e formalizado?	Instalar até o T-12
9	Algum cliente responde por mais de 20% da receita?	Diversificação leva anos. Começar imediatamente
10	A empresa opera sem o controlador por duas semanas seguidas sem prejuízo?	Segunda linha executiva leva de doze a vinte e quatro meses para amadurecer

Elaboração Revenaz. Instrumento de triagem, não substitui diagnóstico técnico.

Como ler o resultado. Três ou mais respostas negativas entre os itens 1, 2 e 4 significam que o horizonte de vinte e quatro meses é o mínimo, não o confortável. Resposta negativa apenas nos itens 7 e 8 indica empresa substancialmente preparada, com janela de doze meses suficiente.

Estrutura societária e o teste do CARF

Reorganizar a sociedade antes de vender é prática legítima e recomendada. **Reorganizar depois de existir oferta é o erro mais caro da preparação**, e a jurisprudência administrativa é consistente a respeito.

2.1 O que o CARF efetivamente exige

Não basta a licitude formal do ato. Exige-se **propósito negocial** e **substância econômica**, com fundamento no parágrafo único do artigo 116 do Código Tributário Nacional. O teste tem origem no caso norte-americano Gregory contra Helvering, de 1935, e foi incorporado à prática brasileira.

Acórdão	Ano	Resultado	Razão de decidir
CSRF 9101-004.335, caso Vialco	2019	Desfavorável	Redução de capital com entrega de ações a valor contábil feita após oferta vinculante já recebida. Decidido por voto de qualidade
1201-001.809	2017	Favorável	Reorganização anterior à consolidação da negociação. Autuação de cerca de R\$ 54 milhões cancelada
1102-001.651, caso JEW/Motolândia	2025	Desfavorável	Holding existia há 1 ano e 3 meses, mas as datas eram incoerentes e faltava substância. Tempo, sozinho, não blinda
1201-007.271	2025	Favorável	Investidor era acionista quase dois anos antes da alienação. Eficiência fiscal reconhecida como propósito legítimo
CSRF 9101-002.429	2016	Desfavorável	Ativos transferidos a empresa sem estrutura, empregados ou operação

*Fontes: acórdãos do CARF, com texto primário do caso Vialco disponível via IBET, e comentários de bancas. **Grau de confiança: alto** quanto ao conteúdo das decisões. **Ressalva:** a numeração do acórdão de 2016 aparece grafada de forma inconsistente em fontes secundárias e deve ser conferida no portal do CARF antes de qualquer uso em proposta.*

2.2 Existe prazo de maturação recomendado?

Não existe prazo legal fixo, e nenhuma banca de primeira linha publica um número de meses. O CARF trata o decurso de tempo como **indício** dentro de um teste de substância, não como salvo-conduto.

Em casos concretos, intervalos de oito meses e de quase dois anos foram considerados razoáveis, e seis meses foi considerado curto **quando havia outros defeitos**. São fatos de casos, não prazos recomendados. **O critério que decide é outro: a reorganização precisa preceder a consolidação da negociação.**

A regra prática

Se já existe oferta vinculante, carta de intenções assinada ou negociação consolidada, **a janela de reorganização fechou**. Fazer a estrutura nesse momento é convite à desconsideração, e o custo não é apenas o imposto: é a autuação com multa e o litígio que atravessa anos depois do fechamento.

A recomendação da Revenaz é iniciar a estruturação em T-24 justamente para que ela amadureça com folga e com documentação de propósito extratributário construída em tempo real, e não reconstruída sob fiscalização.

O ponto delicado é o inbound. Se um comprador aparecer antes de a estrutura estar pronta, não faça a reorganização às vésperas. Documente o propósito, assuma que a cronologia será examinada, e considere que a economia fiscal pretendida pode não se realizar.

2.3 Holding, cisão, incorporação ou S.A.

Estrutura	Principal vantagem	Principal custo ou risco	Prazo
Holding , pura ou mista	Organiza controle e sucessão, e pode reduzir a carga na venda de participações	ITBI na integralização de imóveis, e desconsideração se faltar substância	1 a 3 meses para constituir, maturação muito maior
Cisão	Segrega ativos e riscos, isolando a unidade a ser vendida	Complexidade contábil e risco de sucessão de passivos	2 a 4 meses
Incorporação	Consolida o grupo e simplifica o organograma	Sucessão integral de passivos	2 a 4 meses
Transformação em S.A.	Governança e atratividade para investidor institucional	Auditoria passa a ser exigível, mais publicações e escrituração societária	1 a 2 meses o ato, adaptação contínua

Elaboração Revenaz a partir de prática de mercado e de literatura jurídica. **Grau de confiança: médio.** O custo de escrituração de sociedade anônima citado em fontes secundárias, de até cerca de R\$ 130 mil por ano para empresa de grande porte, é atribuído ao IBMEC por via secundária e deve ser confirmado na fonte primária.

2.4 O acordo de sócios que trava a venda

Compradores exigem revisar o acordo de sócios logo no início da diligência, e quatro cláusulas costumam gerar atrito ou inviabilizar a operação.

- **Direito de preferência**, que pode travar ou atrasar a venda a terceiro.
- **Tag along interno**, que obriga estender a oferta aos minoritários e eleva o custo da operação.
- **Veto de minoritários** sobre alienação de controle ou de ativos relevantes, que pode simplesmente inviabilizar o deal.
- **Ausência de drag along**, frequentemente o maior obstáculo de todos, porque impede o controlador de arrastar os minoritários numa venda de cem por cento.

Prática de mercado. **Lacuna declarada:** não há levantamento público brasileiro sobre a frequência dessas cláusulas em acordos de sócios de empresas fechadas.

A providência mais barata deste documento. Revisar o acordo de sócios e negociar a inclusão de drag along custa honorários advocatícios modestos e leva semanas. Descobrir a ausência da cláusula durante a diligência, com um comprador na mesa e minoritários subitamente cientes do próprio poder de barganha, custa desconto de preço ou o deal inteiro.

2.5 A documentação que sustenta o propósito negocial

Propósito negocial não se alega em defesa, se constrói em tempo real.

Documento	O que demonstra	Quando produzir
Ata ou memorando de decisão	Que houve deliberação societária com motivação registrada, e qual era ela	Na data da decisão, não depois
Estudo ou parecer prévio	Que a alternativa foi analisada tecnicamente antes de executada	Antes do ato societário
Plano de sucessão ou de governança	Propósito extratributário concreto e verificável	Contemporâneo à reorganização
Substância operacional	Que a estrutura tem existência real, com conta, contrato, despesa e, quando aplicável, pessoal	Continuamente, desde a constituição
Correspondência com assessores	Que a discussão precedeu qualquer negociação com comprador	Preservar, com data
Cronologia da negociação	Que a reorganização precedeu a consolidação da negociação	Registrar contatos, propostas e datas

Elaboração Revenaz a partir da razão de decidir dos acórdãos da seção 2.1. Não constitui parecer jurídico.

O item que decide. A cronologia da negociação é o que o CARF efetivamente examina. Nos acórdãos favoráveis, a reorganização precedeu a negociação e isso estava demonstrado; nos desfavoráveis, a ordem era inversa. **Registro datado de cada contato com potencial comprador é providência de custo zero e valor alto.**

Preparação tributária

A estrutura tributária não muda o preço acordado. Muda **quanto do preço chega à conta do vendedor**, e a diferença entre uma estrutura eficiente e uma malfeita pode superar qualquer ganho obtido em negociação.

3.1 O ganho de capital de pessoa física

Ganho de capital de pessoa física, por faixa

Alíquotas progressivas do art. 21 da Lei 8.981/1995, com redação da Lei 13.259/2016.

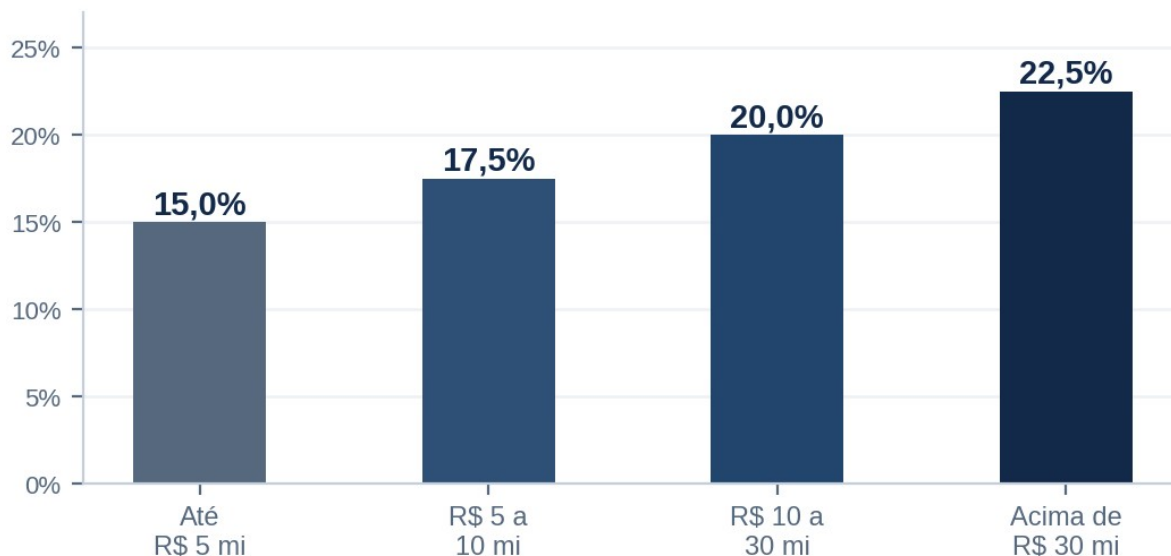


Figura 2 — Alíquotas progressivas do imposto sobre o ganho de capital de pessoa física. Fonte: artigo 21 da Lei 8.981/1995, com a redação da Lei 13.259/2016, vigente desde 1º de janeiro de 2017.

Duas observações que evitam erro comum. Essas alíquotas são **exclusivas do ganho de capital**, apuradas em programa próprio, e não se confundem com a tabela mensal do imposto de renda, cujo teto é de 27,5%. E a progressividade incide **por faixa**, não sobre o total.

Na **venda a prazo**, o artigo 21 e seus parágrafos permitem apurar o imposto proporcionalmente ao recebimento, o que é relevante em operações com pagamento parcelado ou com earnout.

Fonte: legislação primária e soluções de consulta da Receita Federal. Grau de confiança: alto.

3.2 Pessoa física ou holding

Para venda de participação societária de pequeno e médio porte, a tributação da **pessoa física tende a resultar em carga inferior** à da pessoa jurídica tributada pelo Lucro Real ou Presumido, que pode alcançar cerca de 34% somados IRPJ, CSLL, PIS e COFINS conforme o enquadramento.

A holding torna-se vantajosa em três situações específicas. Quando há **prejuízo fiscal a compensar**, quando o objetivo é **sucessório** e não apenas de venda, e quando a estrutura patrimonial já existe e está madura.

Comparativo de mercado. **Grau de confiança: médio.** A carga da pessoa jurídica varia conforme regime e classificação contábil. **Lacuna parcial declarada:** os exemplos numéricos públicos disponíveis referem-se sobretudo a venda de imóveis, não de participações societárias.

3.3 A reforma tributária e a janela do ITCMD

A **Emenda Constitucional 132/2023** tornou obrigatória a progressividade do ITCMD. A **Lei Complementar 227/2026**, sancionada em 13 de janeiro de 2026, regulamentou a base de cálculo e a progressividade para todos os estados e o Distrito Federal.

O ponto que muda o planejamento sucessório

Para quotas e ações de empresas fechadas, terreno das holdings patrimoniais e familiares, a base tributável passa a ser, no mínimo, o **patrimônio líquido ajustado a valor de mercado** de ativos e passivos, podendo incorporar o goodwill.

Isso **encerra a era do valor contábil histórico** como base de doação e sucessão, que era a premissa de boa parte das estruturas montadas na última década.

O efeito prático é uma **janela de urgência**. Estruturar ou doar antes que os estados regulamentem a nova base, com efeitos esperados a partir de 2026 e 2027, respeitadas as anterioridades. É o que explica o recorde de doações observado em 2025 e 2026.

O teto nacional permanece em 8%, fixado pela Resolução 9/1992 do Senado. Há proposta de elevá-lo a 16%, **não aprovada**. Trusts no exterior e agregação de doações sucessivas passam a ser alcançados.

Fontes: EC 132/2023; LC 227/2026; Resolução 9/1992 do Senado Federal; STF, Tema 825, sobre a incidência anterior à lei complementar. Grau de confiança: alto quanto à legislação. A regulamentação estadual está em curso.

3.4 Stock options depois do Tema 1226

O **Superior Tribunal de Justiça**, no **Tema Repetitivo 1.226**, julgado pela Primeira Seção em 11 de setembro de 2024 nos Recursos Especiais 2.069.644/SP e 2.074.564/SP, relator o Ministro Sérgio Kukina, por sete votos a um, fixou que o plano de opção de compra de ações tem **natureza mercantil**. Duas teses decorrem disso.

- **Não incide imposto de renda na aquisição ou no exercício** das ações pelo beneficiário.
- **O imposto incide apenas na revenda**, sobre eventual ganho de capital, nas alíquotas de 15% a 22,5% da Parte 3.1.

Para quem desenha plano de incentivo antes da venda, isso traz previsibilidade e atratividade. **Há dois riscos remanescentes que precisam ser ditos**. O Tribunal Superior do Trabalho ainda pode reconhecer natureza remuneratória quando presentes gratuidade, ausência de risco, obrigatoriedade de adesão e habitualidade. E a **incidência de contribuição previdenciária sobre stock options está sob análise no próprio Superior Tribunal de Justiça, no Tema Repetitivo 1.379**, nos Recursos Especiais 2.070.059/SP e 2.199.631/SP, com afetação concluída em 2 de setembro de 2025 e suspensão nacional dos processos, **ainda sem data de julgamento**.

A consequência para a preparação é direta. **O Tema 1.226 resolveu o imposto de renda, não resolveu o INSS**. Um plano desenhado hoje deve documentar onerosidade, risco assumido pelo beneficiário e deliberação em assembleia, porque são esses elementos que sustentam o enquadramento mercantil nos dois foros.

Fontes: STJ, Tema Repetitivo 1226, acórdão publicado em 18 de setembro de 2024; artigo 168, parágrafo 3º, da Lei 6.404/1976. Grau de confiança: alto.

3.5 Ágio, e por que ele afeta o preço que o comprador pode pagar

A **Lei 12.973/2014** desdobrou o custo de aquisição em valor de patrimônio líquido, mais ou menos-valia e ágio por rentabilidade futura. A amortização fiscal do ágio exige **laudo tempestivo** e substância econômica.

O CARF, no Acórdão 1402-003.869 de 2019, rejeitou laudo elaborado mais de três meses após o registro do ágio, e a Receita pode desconsiderar laudos com vícios relevantes. **Isso não é assunto do comprador apenas**. O comprador precifica o benefício fiscal futuro da amortização, de modo que quanto mais segura e documentada a estrutura do vendedor, **maior o preço que o comprador consegue justificar internamente**.

Fontes: Lei 12.973/2014, artigo 22 e parágrafo 2º; CARF, Acórdão 1402-003.869 de 2019. Grau de confiança: alto.

Os passivos que matam o deal

Passivo mapeado é desconto negociado. Passivo descoberto pelo comprador é desconto imposto, retenção elevada ou deal interrompido. A diferença entre os dois é o tempo de preparação.

4.1 Trabalhista, o maior risco brasileiro

- Em 2024 foram ajuizadas 3.599.940 novas ações na Justiça do Trabalho, e 4.090.375 processos foram recebidos somando casos novos e recursos. É o maior volume dos últimos vinte anos, com alta de 19,3% sobre 2023. O tempo médio do ajuizamento à sentença foi de 197 dias.
- Ações pedindo reconhecimento de vínculo somaram 285.055 em 2024, alta de 57% sobre 2023. É recorte por assunto, divulgado pelo TST à imprensa e não localizado no corpo do relatório anual, e não deve ser somado aos casos novos totais.

Fontes: Relatório Geral da Justiça do Trabalho 2024, TST e CNJ, divulgado em julho de 2025. Grau de confiança: alto.

A pejotização e o que ainda não está decidido

O Supremo Tribunal Federal reconheceu repercussão geral no Tema 1.389 e, em abril de 2025, suspendeu nacionalmente os processos sobre licitude da contratação por pessoa jurídica. O julgamento de mérito começou no Plenário Virtual em novembro de 2025 e foi suspenso por pedido de vista. Em junho de 2026 o relator liberou a tramitação em primeira e segunda instâncias, mantida a suspensão no TST. Em fevereiro de 2026 a Procuradoria-Geral da República apresentou parecer favorável à licitude.

Não há decisão de mérito. Para efeito de preparação, isso significa que a empresa com quadro relevante de prestadores pessoa jurídica carrega hoje um risco jurídico em aberto, que o comprador vai precificar como contingência ou converter em retenção.

Fontes: STF, ARE 1.532.603, Tema 1.389, relator Ministro Gilmar Mendes; ADPF 324 e Tema 725 sobre terceirização; ADC 66. Grau de confiança: alto quanto ao andamento, fato em aberto quanto ao mérito.

4.2 Tributário

- Contingências de ICMS e substituição tributária, créditos de PIS e COFINS, parcelamentos em curso e certidões são frentes obrigatórias e demoradas.
- A chamada tese do século, julgada pelo STF no Tema 69 em março de 2017 com modulação em maio de 2021, excluiu o ICMS destacado da base de PIS e COFINS. Isso cria crédito, que precisa ser mapeado e pode ser ativo relevante na negociação, ou fonte de disputa se mal documentado.

Fontes: STF, RE 574706, Tema 69, julgado em 15 de março de 2017, com modulação em 13 de maio de 2021. Grau de confiança: alto.

4.3 Estrutura da operação e sucessão de passivos

A escolha entre compra de quotas e compra de ativos é decisão de preparação, não apenas de estruturação final.

Estrutura	Passivo trabalhista	Efeito prático
Compra de quotas, share deal	Herda o passivo integral, conhecido e desconhecido	Exige diligência profunda, escrow maior e declarações mais amplas
Compra de ativos, asset deal	Pode limitar a exposição, mas há risco de sucessão pelos artigos 10 e 448 da CLT	Mais complexo de executar e frequentemente pior do ponto de vista tributário para o vendedor

4.4 Informalidade patrimonial

Quatro situações são recorrentes no middle market familiar e todas geram desconto, retenção ou interrupção.

- Imóveis operacionais em nome de pessoa física, sem contrato de locação formal a preço de mercado.
- Contratos com partes relacionadas sem base de mercado, com risco de distribuição disfarçada de lucros.

- **Ausência de contratos formais** com clientes e fornecedores relevantes, o que fragiliza a receita aos olhos do comprador.
- **Caixa dois histórico**, que é a única contingência desta lista que a preparação não resolve, apenas revela.

Prática de mercado. **Lacuna declarada:** não há estudo público brasileiro que ranquee categorias de contingência por frequência de desconto ou de retenção em escrow.

4.5 Como priorizar o saneamento

Nenhuma empresa sana tudo. A priorização correta cruza duas variáveis, a materialidade da contingência e o tempo necessário para resolvê-la, e a segunda costuma ser esquecida.

Perfil da contingência	Ação recomendada	Efeito na mesa
Material e resolvível no prazo , como parcelamento tributário ou acordo trabalhista	Sanear antes de ir a mercado. É a categoria de melhor retorno da preparação	Sai da conversa. Não vira desconto nem retenção
Material e não resolvível no prazo , como litígio em curso ou tese sem trânsito em julgado	Quantificar, provisionar e apresentar de forma proativa	Vira retenção negociada em vez de desconto imposto
Imaterial e resolvível , como certidão vencida ou contrato sem formalização	Resolver, porque o custo é baixo e o efeito de sinalização é alto	Reduz a desconfiança que contamina os demais achados
Imaterial e não resolvível	Registrar no data room e não gastar tempo	Ruído aceitável
Não quantificável , como caixa dois histórico	A preparação não resolve, apenas revela. Decisão estratégica prévia sobre ir ou não a mercado	Pode inviabilizar o processo com comprador institucional

Elaboração Revenaz. Matriz de priorização, não substitui diagnóstico jurídico e contábil.

Por que a segunda linha da tabela importa mais do que parece. Contingência apresentada de forma proativa pelo vendedor, com quantificação e provisão, quase sempre vira retenção em escrow, que é dinheiro que volta se o risco não se materializar. A mesma contingência descoberta pelo comprador vira desconto de preço, que não volta nunca.

Qualidade da informação financeira

O comprador não compra o EBITDA que a empresa apresenta. Compra o **EBITDA que a diligência de qualidade de resultado valida**, e a distância entre os dois costuma ser a maior perda isolada de valor de todo o processo.

5.1 A conta que ninguém faz antes

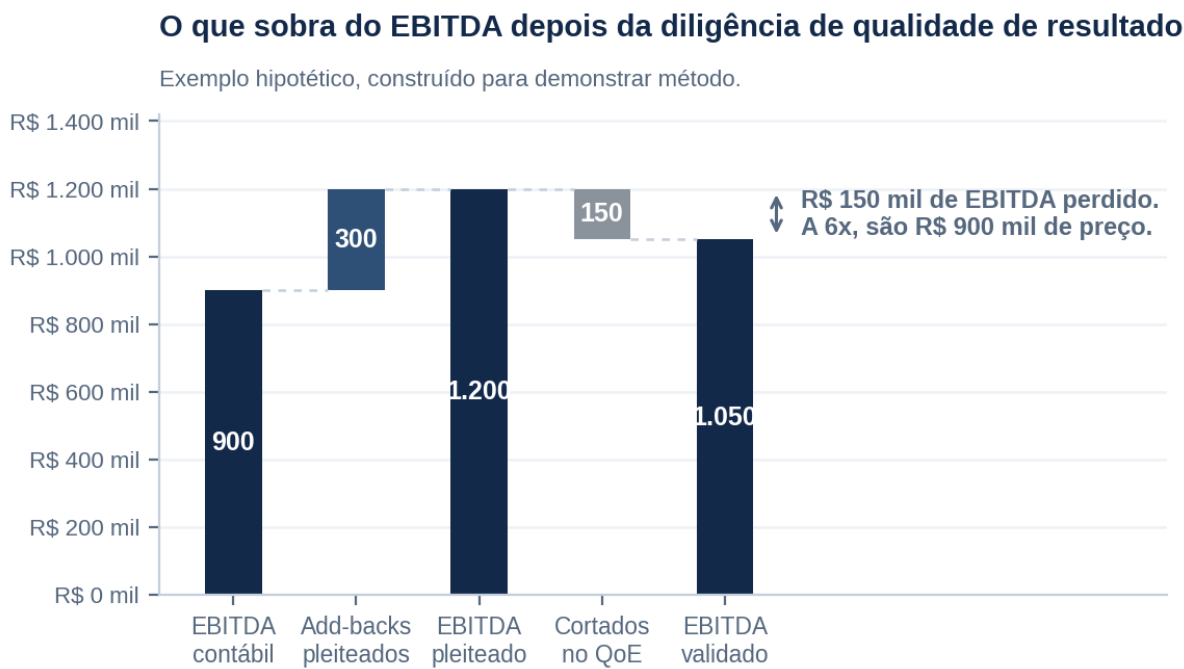


Figura 3 — Erosão do EBITDA pleiteado ao longo da diligência de qualidade de resultado. Exemplo hipotético, construído para demonstrar método.

O exemplo é conservador. A referência internacional aponta que os **add-backs respondem por cerca de 29% do EBITDA ajustado**, e que o gap entre o reportado e o ajustado roda entre 20% e 30%. Quando metade dos add-backs é cortada, o efeito sobre o preço é imediato e multiplicado pelo múltiplo.

Fontes: levantamentos de mercado norte-americanos, incluindo a survey da S&P Global, com mediana histórica em torno de 28% e queda de 32% em 2021 para 26% em 2023. Referência internacional, sem equivalente brasileiro público. Grau de confiança: médio.

5.2 Add-backs aceitos e rejeitados

Tipicamente aceitos, com documento	Tipicamente rejeitados
Excesso de pró-labore acima do valor de mercado, apenas o excesso	Sinergia ou eficiência projetada pelo comprador
Despesas pessoais dentro da empresa, comprovadas	Custo recorrente rotulado como não recorrente
Aluguel de parte relacionada abaixo do mercado, ajustado	Ajuste sem documentação ou sem racional
Gastos genuinamente não recorrentes, como jurídico de transação	Economia que depende de remover pessoas ou sistemas ainda necessários

O dano não é apenas aritmético. Um add-back rejeitado corta EBITDA e preço, mas o dano maior é de credibilidade. Depois que o comprador identifica um ajuste indefensável, ele passa a examinar tudo o mais com desconfiança, e o custo disso aparece em cláusula de indenização, tamanho de escrow e prazo de diligência.

5.3 Auditoria, norma contábil e vendor due diligence

- **Auditoria.** Compradores costumam exigir de dois a três exercícios auditados. Firmas de segunda e terceira linha atendem o middle market a custo inferior ao das quatro grandes. **Lacuna declarada:** não há tabela pública brasileira de honorários de auditoria por porte.
- **Norma contábil.** Empresas que não adotam o CPC PME, alinhado ao IFRS for SMEs, enfrentam diligência mais longa e cética, porque o comprador precisa reconstruir a base contábil.
- **Vendor due diligence.** Assessorias brasileiras relatam redução do tempo de diligência de sessenta a noventa dias para algo em torno de trinta a quarenta e cinco. Um benchmark atribuído a consultoria internacional sugere múltiplos de 15% a 20% superiores para empresas preparadas. **Ambos são dados autodeclarados por prestadores e potencialmente viesados por marketing.**
- **Sistemas e controles.** Ausência de fechamento mensal tempestivo, ou divergência entre relatório gerencial e contabilidade, é sinal de risco que o comprador precifica em EBITDA aceito, múltiplo ou escrow.

Fontes: prática de mercado e materiais de assessorias brasileiras e internacionais. **Grau de confiança:** baixo a médio para os números de efeito, que são autodeclarados.

5.4 O que o comprador olha no primeiro dia

A diligência financeira tem uma sequência previsível, e os primeiros achados calibram o tom de todo o resto do processo.

O que o comprador testa	Sinal de risco	Como se prepara
Conciliação entre gerencial e contábil	Divergência relevante entre o relatório que a empresa usa para decidir e o que a contabilidade registra	Conciliar mensalmente e explicar as diferenças estruturais que permanecerem
Tempestividade do fechamento	Fechamento mensal com atraso superior a trinta dias	Reduzir o ciclo antes do processo. É indicador de controle, não de contabilidade
Composição da receita	Concentração de cliente, receita não contratada, ou reconhecimento antecipado	Formalizar contratos e revisar a política de reconhecimento
Capital de giro	Necessidade de giro sazonal não explicada, ou estoque obsoleto sem provisão	Calcular o capital de giro normalizado antes da negociação. Ele vira cláusula de ajuste de preço
Partes relacionadas	Contrato, aluguel ou mútuo sem base de mercado	Ajustar a preço de mercado e documentar
Add-backs	Ajuste sem documento de suporte	Um documento por ajuste, arquivado antes de o processo começar

Elaboração Revenaz a partir de prática de mercado. **Lacuna declarada:** não há levantamento público brasileiro que ranqueie achados de diligência por frequência.

Dependência do fundador e time

A pergunta que o comprador faz, e raramente formula em voz alta, é o que acontece com esta empresa se o dono não aparecer na segunda-feira.

6.1 Key-man risk

A concentração de conhecimento, de relacionamento comercial e de decisão no fundador **reduz múltiplo** e leva o comprador a estruturar earnout, contrato de consultoria pós-fechamento e incentivos de retenção. Em casos extremos, leva a desistir.

Lacuna declarada: a evidência disponível é internacional e qualitativa. Não há estudo público brasileiro que quantifique o desconto por dependência do fundador.

6.2 Não competição, e os limites que a jurisprudência impõe

No Brasil **não há lei específica** sobre cláusula de não concorrência. A jurisprudência do TST e do STJ exige **limite temporal e espacial** cumulativos e, em contrato de trabalho, **compensação financeira**.

- Prazo aceito na prática: **de seis meses a dois anos**, por analogia ao artigo 445 da CLT.
- O **STJ**, no REsp 1.203.109-MG, consolidou que a cláusula é válida com limites cumulativos e que **cláusula sem limite temporal é anulável**, com prazo de quatro anos para questionamento.

Fontes: STJ, REsp 1.203.109-MG, Terceira Turma, relator Ministro Marco Aurélio Bellizze; jurisprudência do TST; CLT, artigo 445. Grau de confiança: alto.

6.3 Concentração de clientes

A referência internacional é clara e não tem equivalente brasileiro publicado.

Concentração do maior cliente	Efeito relatado no valuation
Abaixo de 10%	Sem ajuste
De 10% a 20%	Desconto de cerca de 10% a 15% sobre o múltiplo
De 20% a 30%	Desconto de 0,5x a 1,0x EBITDA, e frequentemente exigência de earnout
De 30% a 40%	Desconto de 1x a 2x EBITDA, ou deal interrompido, com earnout de 25% a 50% atrelado à retenção do cliente

Fonte: levantamento de assessoria norte-americana, atualizado em abril de 2026. **Referência internacional, sem equivalente brasileiro público.** Grau de confiança: médio. Regra de bolso praticada por compradores: nenhum cliente acima de 10% a 15%, e os cinco maiores somando menos de 40%.

Relações longas, acima de cinco anos, e contratos formais com cláusula de fornecimento mitigam parte do desconto. **Reduzir concentração leva anos**, o que reforça o horizonte de vinte e quatro meses.

6.4 A segunda linha executiva

Construir e amadurecer a segunda linha, com delegação real, transferência de conhecimento para sistemas e procedimentos, e formação cruzada, leva na prática **de doze a vinte e quatro meses**. Os instrumentos de retenção usuais são vesting, plano de incentivo de longo prazo e bônus de retenção pós-fechamento.

Estimativa de mercado. **Lacuna declarada:** não há dado público brasileiro sobre custo de profissionalização de segunda linha em empresa de médio porte.

Cronograma e custos do processo

7.1 Quanto tempo leva

Fase	Duração típica
Preparação, valuation, materiais e vendor due diligence	1 a 3 meses
Marketing, com teaser, NDA e distribuição do info memo	1 a 2 meses
Propostas não vinculantes e seleção	1 a 2 meses
Carta de intenções e exclusividade	2 a 4 semanas
Diligência confirmatória	60 a 90 dias, podendo chegar a 180 em casos complexos
Contratos definitivos, assinatura e closing	1 a 2 meses
Total, do mandato ao fechamento	9 a 12 meses , com processo acelerado possível entre 4 e 7

*Fontes: assessorias brasileiras, com base de doze meses e processo acelerado de quatro. O padrão internacional é de seis a doze meses. **Grau de confiança: médio**, por ser estimativa de prestadores.*

7.2 Quanto custa

Não há dado público brasileiro consolidado de honorários de assessoria em M&A. O modelo predominante é retainer mensal somado a success fee decrescente, estrutura confirmada por boutiques nacionais, mas os percentuais praticados não têm fonte pública.

Escala	Percentuais	Uso típico
Lehman clássica	5, 4, 3, 2 e 1 por faixa	Referência histórica
Modified Lehman	3, 3, 2, 1 e 1	Comum em sell-side de middle market
Double Lehman	10, 8, 6, 4 e 2	Operações menores ou de execução mais difícil

Referência internacional, rotulada.** Faixas citadas fora do Brasil: success fee de 4% a 8% em operações de US\$ 5 a 25 milhões, e de 1% a 3% acima de US\$ 25 milhões, com retainer mensal de US\$ 5 mil a 25 mil, frequentemente creditável contra o success fee. **Lacuna declarada para o Brasil.

Os demais prestadores. Qualidade de resultado, jurídico de transação e tributário compõem custo relevante e também **não têm tabela pública brasileira**. As referências internacionais situam a qualidade de resultado entre US\$ 30 mil e 100 mil, o jurídico entre US\$ 20 mil e 50 mil e o tributário entre US\$ 10 mil e 30 mil, e servem apenas para dimensionar ordem de grandeza.

7.3 Quem faz o quê

O erro comum é contratar os prestadores na ordem errada, começando pelo assessor de M&A quando a casa ainda não está arrumada.

Prestador	Entra	Responsabilidade
Tributarista e societário	T-24	Estrutura, regime tributário, propósito negocial e acordo de sócios
Auditoria independente	T-24	Exercícios auditados, a frente que define o relógio
Trabalhista e contencioso	T-24	Mapeamento de contingência e diagnóstico de prestadores PJ
Vendor due diligence	T-12	Antecipação de achados e relatório que o comprador vai ler
Assessor de M&A	T-3	Processo, materiais, tensão competitiva e negociação

A ressalva de quem escreve. A Revenaz é o assessor de M&A desta lista e tem interesse econômico em ser contratada. Justamente por isso vale dizer o que a experiência mostra. **Contratar o assessor antes de a casa estar arrumada antecipa**

honorário e atrasa resultado. O papel útil no T-24 não é vender a empresa, é coordenar as outras três frentes. Se o controlador preferir coordenar sozinho, a lista acima continua valendo.

7.4 O que exigir de uma proposta de assessoria

Como não há tabela pública de honorários no Brasil, o controlador compara propostas sem referência. As oito perguntas abaixo tornam propostas comparáveis, inclusive a da Revenaz.

#	Pergunta	Por que importa
1	O success fee incide sobre enterprise value ou equity value?	A diferença pode ser de dezenas de por cento sobre a mesma operação
2	O retainer é creditável contra o success fee?	Define o custo real do mandato se o processo não fechar
3	Qual a escala aplicada, e sobre quais faixas?	Lehman, Modified ou Double produzem contas muito diferentes
4	Há cláusula de cauda, e por quanto tempo?	Define se o assessor recebe por comprador apresentado após o término do mandato
5	O que acontece se a operação for de participação minoritária?	Muitos contratos não distinguem, e a conta muda
6	Earnout e pagamento diferido entram na base do success fee?	Deveriam entrar apenas quando recebidos, e frequentemente não é o que o contrato diz
7	Quem coordena os demais prestadores, e isso está no escopo?	Coordenação não remunerada tende a não acontecer
8	Quantos processos comparáveis a equipe conduziu no setor?	Experiência setorial afeta a lista de compradores e a tensão competitiva

Por que publicamos isto. Estas perguntas tornam a nossa própria proposta mais fácil de comparar com a dos concorrentes, o que não é confortável. Publicamos assim mesmo porque controlador que não sabe o que perguntar tende a escolher pelo percentual aparente, e o percentual aparente é a variável menos informativa de uma proposta de assessoria.

O plano em quatro marcos

As frentes de preparação e quando cada uma precisa estar em curso

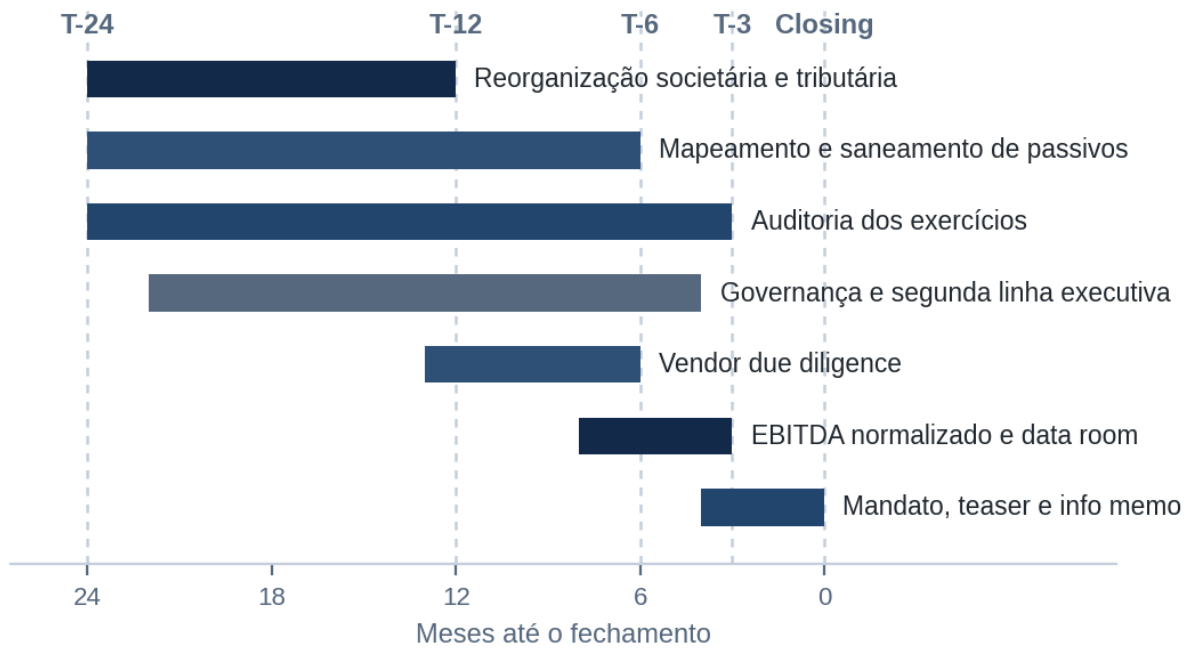


Figura 4 — Frentes de preparação e janela em que cada uma precisa estar em curso. Elaboração Revenaz.

O quadro abaixo separa o que é **evidência** do que é **recomendação da casa**, para que o leitor saiba o que está apoiado em fonte e o que é julgamento profissional.

Marco	Evidência que sustenta	Recomendação Revenaz
T-24	O CARF desconsidera reorganização feita após oferta vinculante. Segunda linha executiva leva de 12 a 24 meses para amadurecer	Constituir a estrutura societária e definir o regime tributário agora. Iniciar a auditoria do primeiro exercício. Mapear passivo trabalhista e tributário, incluindo diagnóstico de pejetização
T-12	Compradores exigem de dois a três exercícios auditados. Vendor due diligence reduz o tempo de diligência	Concluir o segundo exercício auditado. Contratar a vendor due diligence. Formalizar o conselho consultivo. Revisar o acordo de sócios e incluir drag along
T-6	Add-backs mal documentados são cortados na diligência, e a perda é multiplicada pelo múltiplo	Fechar o EBITDA normalizado com critério conservador e documentado. Montar o data room. Obter certidões e sanear contratos com partes relacionadas
T-3	Processo competitivo tende a elevar o preço final, segundo assessorias, em faixa que tratamos como estimativa de mercado	Assinar o mandato sell-side. Produzir teaser e info memo. Construir a lista de compradores e desenhar o processo

Os três gatilhos que mudam o plano

- **Oferta inbound antes do T-24.** Não faça a reorganização às vésperas. Documente propósito extratributário, assuma que a cronologia será examinada e considere que a economia fiscal pretendida pode não se realizar.
- **Passivo material descoberto no mapeamento.** Priorize saneamento ou parcelamento antes de ir a mercado. Não leve contingência aberta para a mesa, porque ela vira retenção e não desconto negociado.
- **Concentração do maior cliente acima de 20%.** Priorize diversificação e contratos de prazo antes do processo, porque o desconto nessa faixa já é medido em múltiplos de EBITDA.

Checklist de preparação

Uso interno do controlador e da assessoria. Cada item traz o marco em que precisa estar concluído.

#	Item	Marco
1	Estrutura societária definida e constituída, com propósito extratritutário documentado	T-24
2	Regime tributário revisado e migração, se necessária, executada	T-24
3	Primeiro exercício auditado contratado	T-24
4	Mapeamento de passivo trabalhista, incluindo diagnóstico de prestadores pessoa jurídica	T-24
5	Mapeamento de passivo tributário, com levantamento de créditos e parcelamentos	T-24
6	Plano de sucessão e de retenção da segunda linha desenhado	T-24
7	Segundo exercício auditado concluído	T-12
8	Vendor due diligence contratada	T-12
9	Conselho consultivo formalizado em contrato ou estatuto	T-12
10	Acordo de sócios revisado, com drag along incluído	T-12
11	Contratos com partes relacionadas ajustados a preço de mercado	T-12
12	Imóveis operacionais regularizados, com locação formal se em nome de pessoa física	T-12
13	EBITDA normalizado fechado, com documento de suporte por add-back	T-6
14	Data room montado e organizado por área	T-6
15	Certidões negativas obtidas e válidas	T-6
16	Contratos com clientes e fornecedores relevantes formalizados	T-6
17	Plano de incentivo de longo prazo implementado, se aplicável	T-6
18	Mandato sell-side assinado	T-3
19	Teaser e info memo produzidos	T-3
20	Lista de compradores construída e processo desenhado	T-3

Elaboração Revenaz. Instrumento de preparação, não substitui assessoria jurídica, contábil e tributária específica.

REVENAZ

ASSESSORIA

Mergers & Acquisitions · Debt Capital Markets · Special Situations

Revenaz Assessoria Ltda.

Sócio responsável: Tiago H. dos Santos

www.revenaz.com · th@revenaz.com

Ribeirão Preto, São Paulo — Brasil

Documento institucional de circulação restrita. Não constitui parecer jurídico, contábil ou tributário. Modelos e casos são elaboração própria sobre premissas declaradas no corpo do documento.

© 2026 Revenaz Assessoria Ltda. Todos os direitos reservados.