

M&A no Brasil

Por que o ciclo premia quem estrutura, e não quem escreve o maior cheque?

O mercado brasileiro de fusões e aquisições vive um momento de transição cauteloso, e não há como discutir M&A sem partir da trajetória dos juros. A Selic finalmente começou a ceder: caiu para 14% ao ano em agosto de 2026, depois de um longo período em 15%, o patamar mais alto em quase duas décadas, entre junho de 2025 e março de 2026. O alívio, porém, é gradual e vem acompanhado de projeções ainda dispersas: a estimativa para o fechamento de 2026 pela Focus vé de 13,75%. A mensagem é clara: há descompressão, mas o juro deve seguir estruturalmente alto por mais tempo. A pergunta, então, é como se comportam nesse ambiente os principais protagonistas do M&A: os fundos de private equity e os investidores estratégicos.

De onde viemos: o ciclo do dinheiro barato

Entre 2017 e o fim de 2021, o país conviveu com uma Selic na casa de um dígito, e isso mudou o comportamento do capital. O juro baixo empurrou investidores para o risco em busca de retornos superiores, e o private equity foi um destino natural desse apetite: aporte direto em empresas, com a expectativa de retornos bem acima do que a renda fixa entregava. Para os investidores estratégicos, o cenário abriu espaço para aquisições alavancadas, financiadas por dívida estruturada ou pelo próprio vendedor. Era o ambiente perfeito para o equity puro.

O que muda quando a Selic vai a dois dígitos?

A virada veio com a Selic batendo 13,75% em 2022 e chegando a 15% em 2025. O investimento direto via equity passou a enfrentar uma série de obstáculos:

1. O custo de oportunidade da renda fixa.

Esse é o ponto de partida. Para que um aporte em private equity faça sentido nesse nível de juro, o retorno esperado precisa superar com folga o que um título público de baixo risco entrega sem esforço. A régua sobe, e o conjunto de teses capazes de superá-la encolhe.

2. A captação travada.

O gargalo central está no fundraising. Levantar recursos para os chamados fundos “blind pool”, aqueles em que o investidor aporta capital sem saber de antemão em quais empresas ele será alocado, ficou mais difícil. Sobra pouco dry powder (capital já comprometido, mas ainda não investido), e o juro alto desincentiva a alocação em ativos alternativos. O reflexo é concreto: o cheque mínimo médio recuou de R\$ 56,5 milhões em 2024 para R\$ 41,6 milhões em 2025, e a dependência de club deals praticamente dobrou, de cerca de 10% para perto de 20% das gestoras.

3. As saídas difíceis e os valuations comprimidos.

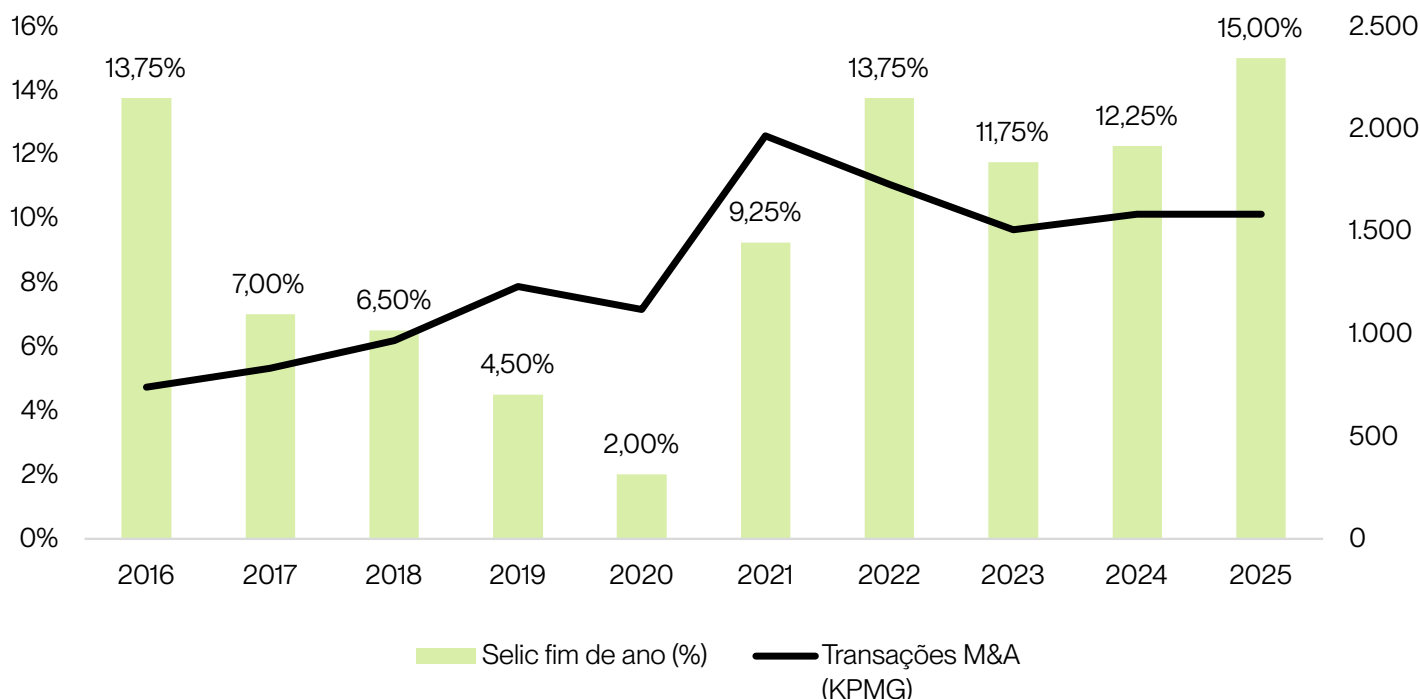
Cheques menores são, em boa medida, consequência de saídas mais complicadas e de múltiplos de entrada mais achatados. Com a janela de IPO praticamente fechada e sem um caminho de saída claro, a equação de exit se quebra e todo o cálculo do investimento se desorganiza.

4. O encolhimento estrutural da indústria.

O número de gestoras ativas caiu de forma expressiva na última década. Segundo mapeamento da Spectra Investimentos, o Brasil tinha 54 gestoras de private equity ativas no início da década passada, número que recuou para 29 ao fim de 2023, o menor nível em vinte anos. Menos participantes significam menos competição, mas também menos liquidez para o ecossistema como um todo.

O gráfico a seguir traduz bem esse movimento: a partir de 2022, com a Selic operando em dois dígitos e assim se mantendo até hoje, o mercado de M&A praticamente estaciona em número de transações.

Selic (fim de ano) vs Transações de M&A



Como driblar as dificuldades?

A pergunta que fica é prática: como o mercado contorna esse cenário? A resposta mais relevante que vem se desenhando é o uso de debêntures conversíveis em ações como veículo de investimento direto nas companhias.

A Kinea é o caso mais documentado. Em maio de 2016, a gestora aportou R\$ 100 milhões na Uninter, grupo nacional de ensino superior a distância com cerca de 170 mil alunos na época, por meio de uma debênture conversível em ações e concluiu a saída em janeiro de 2018, quando os sócios controladores recompraram a posição. O instrumento funcionou exatamente como essas gestoras pretendem: uma ponte para a participação acionária, que permite adiar a entrada formal no quadro societário. Outras casas do mercado também recorrem a estruturas conversíveis e híbridas como parte de seu arsenal. O BTG é outro exemplo.

Três forças do ciclo 2024–2026 explicam esse apetite por estruturas híbridas:

1. O gap de valuation.

Com a reprecificação de múltiplos setoriais e um filtro mais rigoroso na originação, comprador e vendedor dificilmente concordam no valuation. O conversível adia essa discussão: o investidor entra como credor e define a conversão depois, atrelada a um evento de liquidez ou de performance, sem definição de valuation na entrada, em um momento de mercado deprimido.

2. A proteção de downside com a Selic a 15%.

Aqui está o coração da lógica. Em um cenário de juro alto, sustentar equity puro sem nenhum yield é difícil de justificar diante de um título público isento de risco. O conversível resolve o impasse: o fundo recebe um cupom enquanto carrega o papel, em geral atrelado ao CDI, preserva a senioridade de credor caso a tese não evolua, e mantém o upside acionário por meio da conversão. É o clássico “downside de dívida, upside de ação”, em linha com a busca do mercado por transações com proteção adequada contra perdas.

3. A captação difícil e a migração para o deal-by-deal.

Com o cheque médio menor e os club deals em alta, faltou dry powder nos fundos blind pool. O conversível é mais palatável para o investidor de club deal justamente por carregar proteção contratual. Há, ainda, um apetite incipiente por situações distressed, em que o instrumento permite aportar em empresas alavancadas sem fixar o equity a um múltiplo deprimido.

Outras frentes do mesmo mercado

O conversível não está sozinho. O mercado sustenta três outras frentes de oportunidades para deals bem estruturados e atrativos: a migração para o deal-by-deal, em que o investidor acompanha exatamente onde o capital está sendo alocado, o fortalecimento da originação bilateral, com negócios construídos fora de leilões e maior poder de negociação para quem investe, e a presença de investidores estrangeiros, que veem no real desvalorizado um Brasil “barato” e com oportunidades para quem tem apetite a risco.

A leitura de fundo é a seguinte: o número de transações caiu, mas a qualidade e a sofisticação dos deals subiram de patamar. O ciclo atual premia quem estrutura bem, não quem escreve o maior cheque.

Saiba mais em:

<https://www.letocapital.com.br/contato/>

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros.

Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador, pelo gestor, por qualquer mecanismo de seguro ou pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC.

A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

Leia o Regulamento, o Anexo Classe e o Apêndice Subclasse, conforme o caso, disponível no site da Leto Capital, antes de investir.

Todo investimento envolve riscos, inclusive a possibilidade de perda total do capital aplicado.

Leto Financial Advisory

R. Humaitá 275, 11º andar
Humaitá, Rio de Janeiro - RJ
CEP: 22261-005 - Brasil

Av. Brigadeiro Faria Lima 2277, cj. 1904
Jardim Paulistano, São Paulo - SP
CEP: 01452-000 - Brasil