

FEARIN OUT

S E M D I S P U T A

O P R E Ç O C O N T I N G E N T E
E M

M & A E V E N T U R E C A P I T A L



ANÁLISE

Este dossiê analisa o earnout – a parcela do preço condicionada ao desempenho futuro do negócio vendido, instrumento padrão para fechar o valuation gap entre comprador e vendedor.

Muito comum no Brasil, é também a cláusula mais propensa a disputa pós-closing do M&A privado. Métrica, controle, contabilidade, tributação e o checklist de quem vende.





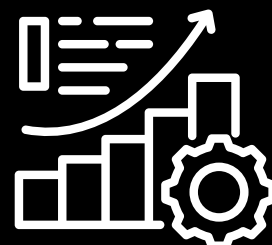
A PONTE DO VALUATION GAP

O earnout torna parte do preço contingente ao desempenho pós-closing da empresa vendida: o comprador paga mais somente se o negócio provar que vale mais. É a resposta típica para alvos de histórico curto, novo produto ou mercado, setor volátil ou expectativa de turnaround – o retrato da empresa venture-backed. Funções acessórias: reter fundadores que permanecem e financiar parte da aquisição com o resultado do próprio alvo.

No Brasil, a estrutura é juridicamente madura: o earnout é parcela determinável do preço – vedado o arbítrio exclusivo de uma das partes, nos termos do art. 489 do Código Civil – e as metas operam como condição suspensiva: o direito ao pagamento nasce com o seu implemento. O trade-off é conhecido: avaliação mais precisa e alocação mais justa de risco, ao custo de redigir hoje para circunstâncias que só existirão amanhã.



A MÉTRICA DECIDE O JOGO



A escolha da métrica é a decisão que mais influencia se o earnout será pago – e se será disputado. Cada parte puxa para o número que controla melhor.

- Favoritos de Cada Lado: comprador prefere lucro líquido, que captura custos; vendedor prefere receita, menos exposta a despesas e à manipulação. O equilíbrio é a métrica que espelha o valuation que formou o preço.
- Prática Brasileira: múltiplos de EBITDA ou OPAT na prática brasileira; em operações sofisticadas, múltiplo variável definido pelo CAGR do período.
- Fora do Financeiro: aprovação regulatória, lançamento comercial, carteira mínima de clientes – verificáveis e menos manipuláveis, embora menos usados fora de setores como o farmacêutico.



CONTROLE E CONDUTA

Depois do closing, quem dirige a empresa é o comprador – e cada decisão sua aproxima ou afasta o gatilho. É o campo mais duramente negociado do earnout.

- Espectro da Cláusula: da discricionariedade total do comprador aos deveres de conduta e manutenção de recursos do vendedor.
- Covenants Específicos: orçamento mínimo, manutenção de equipe e de linha de produto valem mais que "melhores esforços" genéricos.
- A Boa-fé no Brasil: o Código Civil dispensa cláusula expressa de não frustração do earnout – mas o ônus de provar a má-fé do comprador é do vendedor.
- Deslealdade Mapeada: redirecionar clientes e receitas, transferir custos ao alvo, subalocar recursos, priorizar produto fora da métrica – e, mesmo provada a violação, o vendedor ainda precisa provar o dano.



APURAÇÃO CONTÁBIL



O earnout é apurado sobre números – e números são construídos por políticas contábeis. Remeter apenas a "GAAP" abre flancos conhecidos.

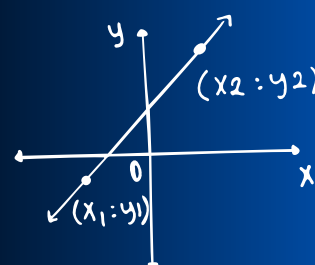
- Pontos de fuga do referencial:
 - Múltiplas Políticas: padrões contábeis admitem escolhas distintas entre empresas do mesmo setor.
 - Sem Lastro no Histórico: o referencial escolhido pode não refletir as demonstrações passadas do alvo.
 - Prática Inconsistente: a mesma norma, aplicada de forma diversa ano a ano.
- No Brasil: BR GAAP/IFRS consistente com o pré-closing, normalizações explícitas, anexo com line items e cálculos-exemplo, e auditoria independente para aferir as metas.



PRAZO, FÓRMULA E ACELERAÇÃO

O relógio e a fórmula definem quanto do preço contingente será efetivamente pago:

- Fator Tempo: até três anos no padrão internacional; no Brasil, a prática é mais longa – de quatro a cinco anos, com pagamentos anuais ou semestrais.
- Fórmula de Pagamento: fórmula graduada com caps e floors supera o tudo-ou-nada, que convida ao narrow miss e desmotiva o time retido.
- Fim Antecipado: antecipação do saldo em change of control, venda do alvo, violação material e insolvência.
- Crédito e Garantias: garantia da controladora, pledge of dividends e call option de recompra – o penhor das próprias quotas vendidas é inefetivo.





O LITÍGIO ADIADO



"An earn-out often converts today's disagreement over price into tomorrow's litigation over the outcome" – Chancery de Delaware, *Airborne Health v. Squid Soap* (2009).

- Desenho Padrão: o comprador calcula; o vendedor aceita ou instaura a disputa em prazo certo; a divergência de métrica vai a auditor independente, escolhido de lista pré-fixada no contrato – nunca o auditor do comprador.
- Só Expert, Não Árbitro: decisão final e vinculante, revisável apenas por fraude ou erro manifesto; má-fé e inadimplemento ficam fora do mandato – são matéria de arbitragem ou juízo.
- Regra de Honorários: os honorários do expert recaem sobre a parte cuja posição mais divergiu da decisão. O contencioso concentra-se em erro de cálculo, descumprimento das obrigações de conduta e excesso de mandato.
- Tentativa de Manipulação: em *Vista Outdoor v. Reeves Family Trust*, vendedores tentaram inflar o gatilho comprando produtos da própria empresa – e perderam.

TRIBUTAÇÃO DO VENDEDOR



O earnout bem estruturado preserva a natureza de preço – e, com ela, o regime de ganho de capital do vendedor.

- Base de Tributação: pessoa física, alíquotas progressivas de 15% a 22,5% sobre o ganho de capital; pessoa jurídica, IRPJ e CSLL combinados de 34%.
- Linha do Tempo Fiscal: tributa-se no implemento da condição suspensiva, nos termos do art. 117 do CTN; recebido em parcelas, à medida do recebimento, conforme o art. 21 da Lei nº 7.713/1988.
- Leitura Divergente da Receita: a Solução de Consulta nº 70/2009 mandou tributar a parcela contingente em separado, na contramão do diferimento que a Receita historicamente admitiu. Precificar esse risco é parte da negociação.



O RISCO DA REQUALIFICAÇÃO

O earnout que retém o fundador é o que mais se aproxima de remuneração – as golden handcuffs do M&A. Os sinais, na linha do CPC 15:

- Fatores de Risco: pagamento condicionado à permanência; perda do earnout na rescisão; prazo do earnout coincidente com o prazo de gestão.
- Repercussão: requalificado, o valor deixa de ser preço – a pessoa física salta para o IRPF de até 27,5%, acrescido de contribuição previdenciária, e a parcela sai do custo de aquisição do comprador.
- Neutralização: desvincular pagamento e permanência, uniformizar valores entre sócios, remunerar a gestão a mercado e nomear o earnout como o que ele é – parcela do preço.





CHECKLIST DA SAÍDA

Earnout aplica-se como redigido – o contrato de hoje é a prova de amanhã.

- No Lado do Fundo: covenants específicos, aceleração, garantias exequíveis, direitos de informação e auditoria.
- Do Lado do Fundador: fórmula graduada em vez de tudo-ou-nada; pagamento desvinculado da permanência; assento na gestão da linha que gera a métrica; implemento documentado desde o primeiro dia.
- Ou, em Vez do Earnout: quando o risco não compensa, holdback, seller financing ou contingent value rights – primo próximo do earnout, mais simples de negociar e redigir.



ESTRATÉGIA JURÍDICA



RICARDO MASTROPASQUA

Sócio | rm@mastropasqua.com.br
www.mastropasqua.com.br

