

WHITE PAPER | M&A E DEBT CAPITAL MARKETS | 2026

A ENGENHARIA DO PREÇO

mecanismos de ajuste, estrutura de capital e operações complexas



Quem carrega o risco até o fechamento

Entre a assinatura e o fechamento existe um intervalo em que a empresa continua operando, gerando lucro, consumindo caixa e mudando de valor. **A pergunta de quem fica com esse período é a primeira pergunta de estrutura de qualquer operação**, e ela tem duas respostas possíveis.

1.1 Completion accounts

As partes acordam um enterprise value e o escopo dos ajustes, que são caixa, dívida e capital de giro. No fechamento paga-se um preço estimado. Depois do fechamento, prepara-se um balanço especial na data do fechamento, a outra parte revisa, e há um **true-up**.

- Se a dívida líquida for maior que a estimada, o comprador paga menos. Se o capital de giro exceder o alvo, paga mais.
- **O vendedor mantém o risco e o benefício do negócio até o fechamento.** O comprador paga pelo que efetivamente recebe naquela data.
- É percebido como **buyer-friendly**, porque privilegia precisão sobre certeza.

1.2 Locked box

O preço de equity é fixado por referência a um balanço histórico auditado, a **locked box date**, anterior à assinatura. **Não há true-up**. O comprador é protegido não por ajuste, e sim por covenants de vazamento.

Elemento	Definição
Leakage	Qualquer transferência de valor do alvo para o vendedor ou partes relacionadas após a data-base, incluindo dividendos, juros sobre capital próprio, honorários de gestão e perdão de dívida do vendedor. O vendedor indeniza real por real
Permitted leakage	Lista fechada de saídas expressamente autorizadas, como salários ordinários e pagamentos contratuais preexistentes, que não geram indenização
Ticking fee ou value accrual	Compensação ao vendedor pelo carregio do período. Juro diário ou mensal sobre o preço, ou parcela representando o lucro econômico gerado entre a data-base e o fechamento
Risco econômico	Passa ao comprador a partir da data-base. Todo lucro e todo prejuízo do período pertencem economicamente a ele

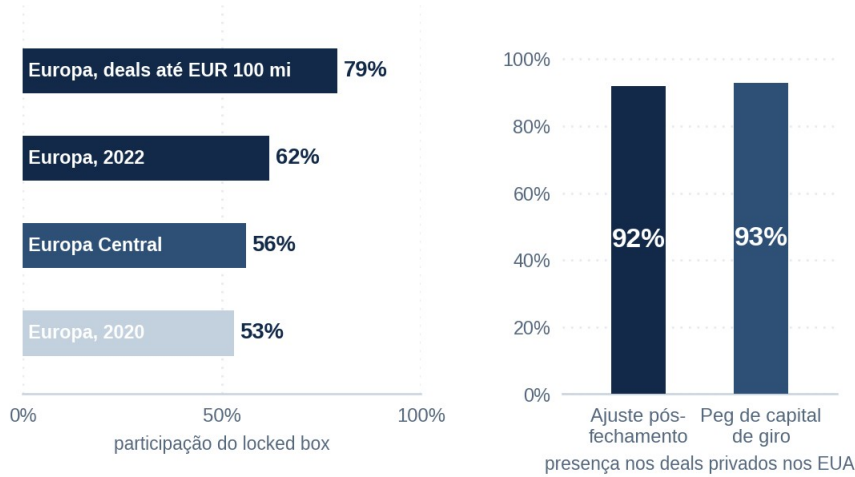
É percebido como **seller-friendly** e entrega **certeza de preço**, que é a razão de sua predominância em processos competitivos.

1.3 O quadro comparativo

Dimensão	Locked box	Completion accounts
Data que fixa o preço	Balanço histórico, anterior à assinatura	Balanço na data do fechamento
Ajuste pós-fechamento	Não há	Sim, real por real
Proteção do comprador	Covenants de vazamento e indenização	Preparação e revisão das contas de fechamento
Risco econômico do intervalo	Do comprador , desde a data-base	Do vendedor , até o fechamento
Compensação pelo período	Ticking fee ou value accrual	Não se aplica
Efeito no processo	Fechamento rápido, menos disputa depois	Mais lento, disputa concentrada no true-up
Melhor quando	Contas confiáveis, vendor due diligence feita, leilão competitivo	Negócio sazonal ou volátil, carve-out, contas menos robustas

Dois mercados, duas convenções opostas

Na Europa o preço fecha antes. Nos Estados Unidos ele fecha depois.



Fontes: CMS European M&A Study e Deloitte para a Europa; SRS Acquiom para os Estados Unidos. Os dois painéis medem coisas distintas e não somam.

Figura 1 — Prevalência de cada mecanismo por mercado. Fontes: CMS European M&A Study e Deloitte para a Europa, SRS Acquiom para os Estados Unidos. Os dois painéis medem coisas distintas e não somam.

A divergência entre os dois mercados é real e não é acidente. Na Europa, o locked box passou de **53% em 2020 para 62% em 2022**, chegando a **79% nos deals de até EUR 100 milhões**, e a Europa Central acompanhou com 56%. Nos Estados Unidos, o ajuste pós-fechamento aparece em **mais de 90%** dos deals privados, com o peg de capital de giro em **93%**.

Fontes: CMS European M&A Study, edições de 2020, 2023, 2025 e 2026, esta última sobre 601 operações de 2025; Deloitte, Dealmaking in Central Europe; SRS Acquiom, M&A Deal Terms Study 2026. **Grau de confiança: alto**, com a ressalva de que o CMS é levantamento de um único escritório, ainda que sobre amostra grande e consistente.

Lacuna brasileira declarada. Não existe levantamento público brasileiro que meça a prevalência de locked box contra completion accounts em operações brasileiras. A percepção de mercado é que completion accounts predomina com vendedores familiares e locked box em processos competitivos com fundos, **mas isso é percepção, não medição**, e não deve ser apresentado como dado.

1.4 A cláusula de ajuste, prazo a prazo

Etapa	Prazo típico	Ponto de atenção
Preparação das contas de fechamento	30 a 90 dias após o fechamento	Quem prepara ganha vantagem informacional. Geralmente é o comprador
Objecção da parte revisora	30 a 45 dias	Silêncio torna as contas finais. O revisor perde a única chance de comentar
Negociação amigável	Período definido no contrato	Resolve a maior parte dos itens
Perito independente	Definido no contrato	Atua como expert, não como árbitro . Escopo restrito a disputa contábil, nunca a interpretação jurídica
Alocação de custos	Variável	Divisão igual, alocação ao perdedor, ou proporcional à distância entre a posição de cada parte e a decisão

A assimetria que quase ninguém corrige. O contrato tipicamente impõe prazo de decadência ao revisor, que perde o direito de objetar se silenciar, **e não impõe penalidade simétrica ao preparador que atrasa**. É desequilíbrio de redação, não de direito, e se resolve com uma frase.

Capital de giro e dívida

Se a Parte I define quem carrega o risco, esta define **quanto o comprador efetivamente paga**. É onde nasce a maior parte das disputas pós-fechamento, e onde o vendedor desatento perde dinheiro sem perceber.

2.1 A construção do peg

O **peg** é o nível de capital de giro que o vendedor se compromete a entregar. A definição operacional é ativo circulante menos passivo circulante, **excluindo caixa e dívida**. Acima do peg, o preço sobe real por real. Abaixo, cai.

Escolha	Efeito
Média dos últimos doze meses	Padrão de mercado. Suaviza sazonalidade e alinha-se ao EBITDA dos últimos doze meses usado na avaliação
Média de três meses	Preferida pelo comprador quando o estoque atual está elevado
Média de seis meses	Serviços em regime estável
Média de vinte e quatro meses	Negócios cíclicos
Correspondência mês a mês	Negócios altamente sazonais, em que a média engana
Ajuste por crescimento	Média histórica pura subestima a necessidade de giro de empresa em crescimento rápido. Ajusta-se por fórmula, tipicamente percentual da receita projetada
Por que isso decide dinheiro de verdade A escolha da metodologia pode mover o caixa devido ao vendedor entre 5% e 15% da economia total do negócio. Em uma operação de porte médio, são centenas de milhares de reais decididos por uma escolha que aparece como nota técnica contábil. A providência que resolve é de sequência, não de redação. Fixar metodologia e valor do peg na carta de intenções, não no contrato definitivo. Quem deixa para o contrato negocia o peg depois de já ter concedido exclusividade, que é o pior momento possível. A faixa de 5% a 15% é estimativa de mercado, não medição auditada, e está registrada como tal.	

2.2 Debt-like items, a lista e o teste

São os itens que o comprador pleiteia reclassificar como dívida, o que reduz o preço de equity real por real.

Item	Tratamento típico	Observação
Arrendamentos sob IFRS 16 e CPC 06	Frequentemente tratado como dívida	Controverso, porque infla EBITDA. Distinguir dívida financeira de obrigação de arrendamento operacional
Provisões e contingências	Perda provável e estimável vira dívida	Alternativa é indenização ou escrow, não redução de preço
Passivos trabalhistas e bônus a pagar	Vira dívida	Comum quando ainda não refletido no capital de giro ou no EBITDA
Obrigações de pensão	Déficit atuarial vira dívida	Sensível a premissas atuariais, que devem ser auditadas
Dividendos declarados e não pagos	Vira dívida	Saída de caixa certa
Receita diferida	Vira dívida quando exige custo futuro	Comum em software e assinatura
Passivos tributários	Vira dívida	Preço de transferência é ponto sensível em operação transfronteiriça

O teste das quatro perguntas. Antes de aceitar qualquer reclassificação, responder: o custo já está refletido no EBITDA? O saldo já está no capital de giro? O comprador recebe caixa ou ativo que compensa a obrigação? O item é melhor tratado por indenização do que por preço? **A classificação é fato-específica**, e o mesmo item pode ser dívida em um contrato e não ser em outro.

2.3 Cash-free debt-free, o que significa na prática

- **Caixa restrito**, vinculado a garantias, depósitos judiciais ou covenants, tipicamente **não** é caixa livre e não deve ser extraído pelo vendedor.
- **Caixa em subsidiária no exterior** está sujeito a custo de repatriação e tributação, e costuma entrar com desconto.
- **Caixa mínimo operacional** é o colchão que o negócio precisa para funcionar. Negocia-se se integra o capital de giro ou é tratado como caixa, e a diferença é relevante.

2.4 A frequência da disputa

- Ajuste pós-fechamento presente em **mais de 90%** dos deals privados norte-americanos, com peg de capital de giro em **93%**.
- **Mais de três quartos** dos deals incluem escrow de propósito específico para o ajuste de preço, e cerca de 30% incluem escrow separado para indenização.
- A metodologia contábil de planilha acordada e anexada ao contrato **superou** o critério de norma contábil consistente com a prática passada, aparecendo em 39% dos deals.

Fonte: SRS Acquiom, M&A Deal Terms Study e Working Capital Purchase Price Adjustment Study, edições de 2024 e 2026. Referência internacional, sem equivalente brasileiro medido. Grau de confiança: alto para o mercado norte-americano.

Um número que circula e não deve ser usado como fato. Fontes comerciais estimam que 60% a 70% das transações com completion accounts envolvem alguma disputa de capital de giro, com valor disputado entre 2% e 5% do enterprise value. **É estimativa de fornecedor, não medição auditada**, e serve para dimensionar ordem de grandeza, não para contratar.

2.5 Três armadilhas do peg

São os erros que aparecem com mais frequência em diligência financeira, e os três custam dinheiro do mesmo lado.

Armadilha	O que acontece	Como se defende
Gestão agressiva do circulante	O vendedor atrasa pagamento a fornecedor, antecipa recebível ou reduz estoque nos meses que antecedem o fechamento, inflando caixa e deprimindo o capital de giro entregue	Peg por média longa, teste de dias de fornecedor e de estoque no período, e cláusula de curso normal aplicada ao circulante
Erro de sazonalidade	Peg construído sobre média que não reflete a época do ano do fechamento. Em varejo e agro, a diferença entre o pico e o vale pode ser de dezenas de por cento	Correspondência mês a mês, ou peg ajustado à data prevista de fechamento com fórmula declarada
Peg estático em empresa que cresce	Média histórica pura subestima a necessidade de giro. O comprador recebe menos capital de giro do que a operação precisa e financia a diferença	Peg indexado à receita projetada, com fórmula no contrato, não conta fixa

Uma observação de simetria. As três armadilhas acima prejudicam o comprador, e é assim que elas são apresentadas na literatura. **Há a simétrica, menos comentada.** Comprador que negocia peg acima da necessidade real da operação obtém desconto de preço sobre capital de giro que a empresa nunca teve, e o vendedor desatento paga por isso no ajuste.

A engenharia do earnout

O earnout é o instrumento mais usado para fechar diferença de avaliação e o que mais gera litígio. A evidência de realização é conhecida e desconfortável, e a Parte III trata de como estruturá-lo apesar disso.

De cada 100 prometidos em earnout, o vendedor recebe 21

Realização histórica por dólar de earnout máximo contratado. Fonte: SRS Acquiom.

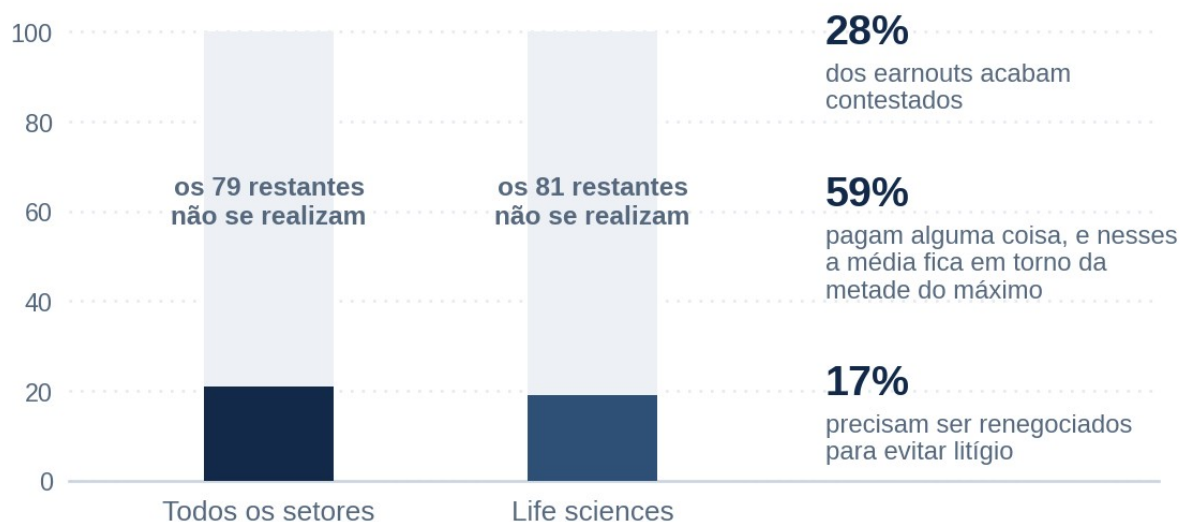


Figura 2 — Realização histórica do earnout e frequência de disputa. Fonte: SRS Acquiom, M&A Claims Insights Report. Referência internacional, sem equivalente brasileiro.

3.1 A métrica decide o litígio

A métrica escolhida decide o nível de litígio

Participação por métrica em operações com earnout, 2024. Fonte: SRS Acquiom.

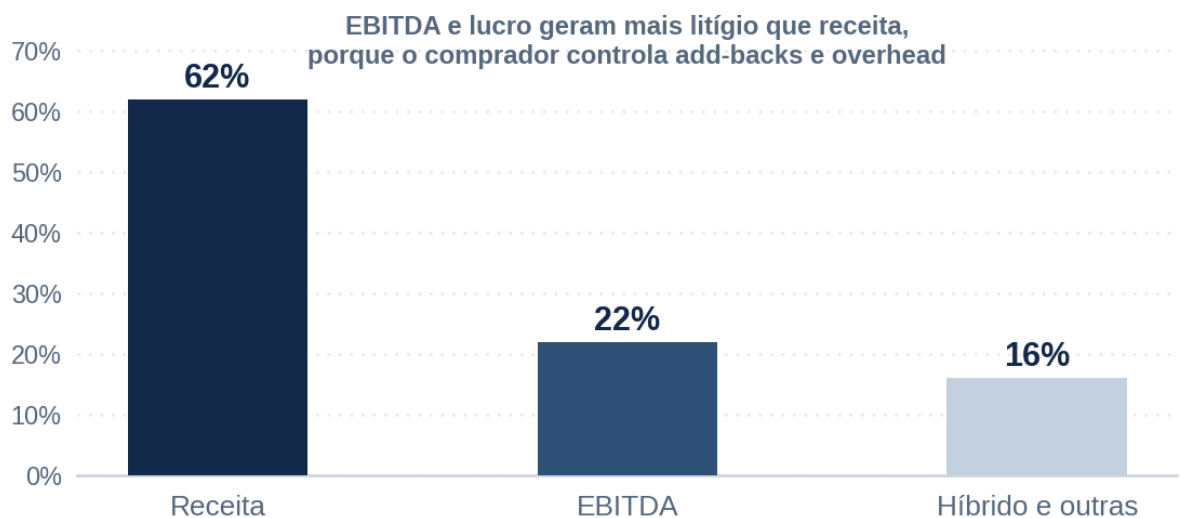


Figura 3 — Participação por métrica nas operações com earnout, 2024. Fonte: SRS Acquiom. Cerca de 68% das operações com earnout usam mais de uma métrica.

A razão é estrutural e vale enunciar. **Receita é um número difícil de manipular.** EBITDA e lucro passam por add-backs, alocação de overhead, honorários de gestão e todas as linhas abaixo do resultado operacional, e o comprador controla cada uma delas depois do fechamento.

Fontes: SRS Acquiom e ABA Private Target Deal Points Study, edições de 2024 e 2025. **Referência internacional.** Grau de confiança: alto para os mercados medidos.

3.2 O pacote de proteção do vendedor

Mecanismo	Função
Covenant operacional	Obriga o comprador a operar de forma consistente com a prática passada, ou a maximizar o earnout
Obrigações de esforços	Esforços comercialmente razoáveis ou melhores esforços para atingir os marcos
Aceleração por gatilho	Pagamento antecipado em mudança de controle, término sem justa causa ou descontinuação de produto
Catch-up entre períodos	Permite recuperar em período seguinte a meta não atingida no anterior
Cap e collar	Teto e banda do valor contingente
Pagamento em faixas	Crédito parcial por faixa de desempenho, com interpolação linear. Reduz litígio de forma mensurável , porque elimina o efeito tudo ou nada
Direito de auditoria	Acesso do vendedor aos livros para verificar o cálculo
Non-avoidance covenant	Proíbe o comprador de agir deliberadamente para evitar o gatilho

Apenas cerca de 17% dos earnouts incluem provisão obrigando o comprador a operar de forma consistente com a prática anterior ao fechamento, segundo levantamento da Kroll. Prazo mediano do earnout de 24 meses, com potencial mediano em torno de 31% a 32% do pagamento de fechamento.

3.3 Contingent value rights

O CVR é o análogo do earnout em operações com **companhia aberta**, concentrado em ciências da vida, com cerca de 84% dos casos entre 2018 e 2023. Há duas famílias, a de proteção de preço e a orientada a evento, esta última predominante, liquidada em caixa, **não transferível** para evitar caracterização como valor mobiliário, e atrelada a marcos regulatórios, clínicos ou de venda.

- Compradores limitam litígio exigindo que apenas um percentual mínimo de titulares, entre 30% e a maioria, possa acionar o agente.
- Outras formas de consideração contingente incluem **nota do vendedor**, escrow e holdback, e carve-out para a administração.

Fontes: análises de mercado sobre CVR em ciências da vida. Uma delas estima inclusão em 29% das aquisições do setor em 2025, com taxa de atingimento de 33% para algum pagamento e 13% para marco completo. **Estimativa de mercado, não auditada.**

3.4 O que Delaware decidiu, e o que mudou em 2026

A doutrina do **implied covenant of good faith and fair dealing** é o principal fundamento invocado por vendedores contra compradores que operam o negócio de forma a frustrar o earnout. Em janeiro de 2026, a Suprema Corte de Delaware estreitou o alcance dela.

Caso	Decisão	Consequência prática
Johnson & Johnson contra Fortis Advisors, recurso nº 490 de 2024, Suprema Corte de Delaware, 12 de janeiro de 2026	Reverteu em parte condenação superior a US\$ 1 bilhão relativa à aquisição da Auris Health. Decidiu que o implied covenant não obrigava o comprador a buscar via regulatória alternativa depois que a FDA fechou a via prevista no contrato	Reforça a primazia do texto contratual. O implied covenant é doutrina estreita e não supre obrigação que as partes poderiam ter previsto
Fortis Advisors contra Krafton, Court of Chancery, 2026	Aplicou controles operacionais expressos , e não o implied covenant	O que protege o vendedor é a cláusula escrita, não o princípio geral

Caso	Decisão	Consequência prática
Himawan contra Cephalon, Shareholder Representative Services contra Alexion e Fortis contra Medtronic MiniMed	Precedentes sobre padrão de esforços e marcos	Formam a linha sobre obrigação de esforços em earnout

A lição de redação. Se o implied covenant não impõe obrigação que as partes poderiam ter previsto na assinatura, então **tudo o que o vendedor espera precisa estar escrito**. Cláusula de esforços genérica não substitui covenant operacional específico, e a decisão de 2026 tornou isso mais verdadeiro do que era.

Lacuna brasileira declarada. Não localizamos jurisprudência judicial ou arbitral brasileira publicada e nomeada especificamente sobre litígio de earnout. A arbitragem, que é o foro dominante dessas disputas, **é confidencial**, de modo que a ausência de precedente público não significa ausência de disputa.

3.5 O tratamento tributário no Brasil mudou em 2026

A **Solução de Consulta COSIT nº 96, de 1º de julho de 2026**, definiu que as parcelas de earnout integram o preço de venda, **mas configuram novo fato gerador** de ganho de capital no momento da efetiva percepção.

Por que isso é relevante e pouco explorado

A consequência prática é que **cada parcela contingente dá origem a apuração autônoma de ganho de capital**, com reaplicação da tabela progressiva de 15% a 22,5%. Isso permite reaproveitar as faixas inferiores a cada recebimento.

O entendimento anterior, da Solução de Consulta nº 82 de 2023, somava o earnout ao preço e recalculava o ganho como um todo, o que empurrava o vendedor para a alíquota máxima.

Para o vendedor pessoa física com earnout relevante, **a diferença de carga entre os dois entendimentos é material**, e a estruturação do escalonamento das parcelas passou a ter efeito tributário próprio.

Há um risco que precisa ser dito. Se o earnout for estruturado como remuneração por serviços do vendedor que permanece na gestão, existe risco de reclassificação para rendimento do trabalho, com tributação inteiramente diversa.

Fontes: Solução de Consulta COSIT nº 96/2026; Solução de Consulta COSIT nº 82/2023, superada; artigo 117 do Código Tributário Nacional sobre condição suspensiva; artigo 196 do Regulamento do Imposto de Renda. Grau de confiança: alto quanto à existência e ao teor das soluções de consulta. Solução de consulta vincula a administração, não o Judiciário.

3.6 Quando não usar earnout

A evidência de realização sugere um limite prático que raramente é enunciado.

- **Quando o earnout excede cerca de 40% da consideração total.** Acima disso, o vendedor deixou de vender a empresa e passou a apostar no desempenho dela sob gestão alheia, sem controle e sem prêmio de risco compatível.
- **Quando o vendedor sai da operação no fechamento.** Earnout com métrica operacional e vendedor fora da gestão é a combinação com pior histórico de realização, porque o vendedor carrega o risco e não tem instrumento para influenciá-lo.
- **Quando o comprador pretende integrar rapidamente.** Integração destrói a fronteira contábil do alvo, e a partir daí qualquer métrica isolada vira exercício de alocação, que é exatamente onde nasce a disputa.
- **Quando a métrica disponível é lucro.** Lucro raramente se sustenta como base de earnout, porque atravessa estrutura de capital, política fiscal e alocação de despesa corporativa, todas sob controle do comprador.

A alternativa quando o earnout é inevitável. Rebalancear para mais caixa no fechamento e menos contingente, ainda que ao custo de um preço nominal menor. **Vinte e um centavos por dólar prometido é a média histórica**, e um preço nominal menor com caixa firme frequentemente entrega mais valor presente do que um headline maior com earnout longo.

Estrutura de capital da aquisição

Esta é a perna de Debt Capital Markets do problema, e a que menos aparece em material brasileiro de M&A.

4.1 Como o mercado se financia hoje

O equity subiu e a dívida sênior encolheu

Composição do financiamento de aquisições no lower middle market norte-americano. Fonte: GF Data.

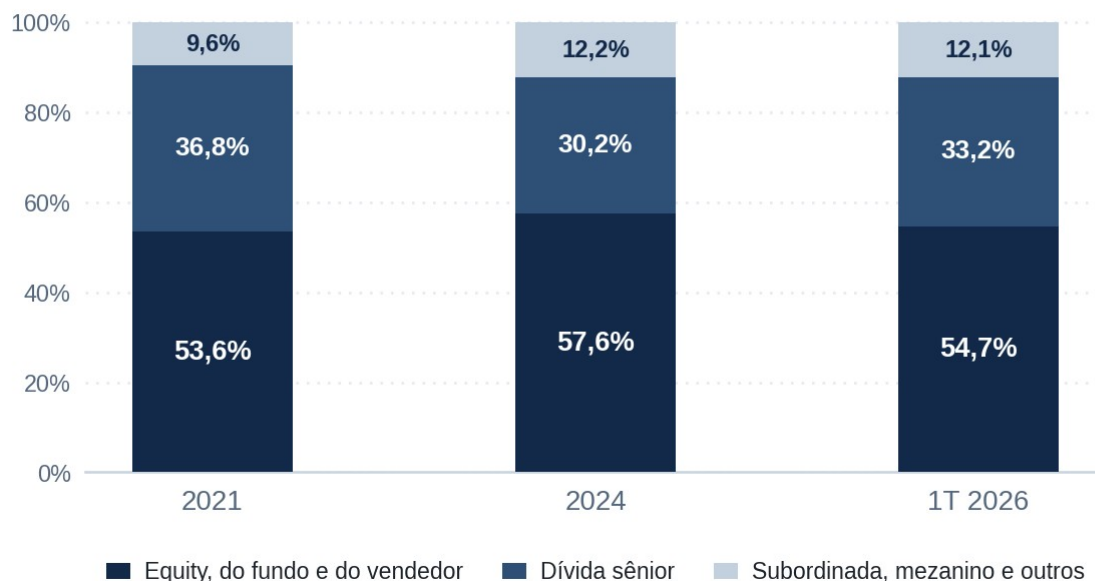


Figura 4 — Composição do financiamento de aquisições no lower middle market norte-americano. Fonte: GF Data. Referência internacional, sem equivalente brasileiro medido.

- **O equity subiu.** A contribuição de capital próprio, somando fundo e rollover do vendedor, passou de 53,6% em 2021 para **57,6% em 2024**, o maior já registrado, recuando para 54,7% no primeiro trimestre de 2026.
- **A dívida sênior encolheu**, de 36,8% em 2021 para 30,2% em 2024, subindo a 33,2% no primeiro trimestre de 2026.
- **A alavancagem total** fechou 2025 em 3,6x EBITDA, contra 3,7x em 2024.
- **O múltiplo de compra** manteve-se em torno de 7,2x EBITDA dos últimos doze meses em 2024 e 2025, abaixo do pico de 7,6x em 2021, com 7,3x no primeiro trimestre de 2026.

Fonte: GF Data, relatórios de M&A e de alavancagem, trimestres de 2025 e primeiro trimestre de 2026. **Grau de confiança: alto** para o mercado norte-americano, com amostra de mais de 300 fundos contribuintes.

O custo da dívida de aquisição quase dobrou

Custo all-in por instrumento no middle market norte-americano. Fonte: GF Data.

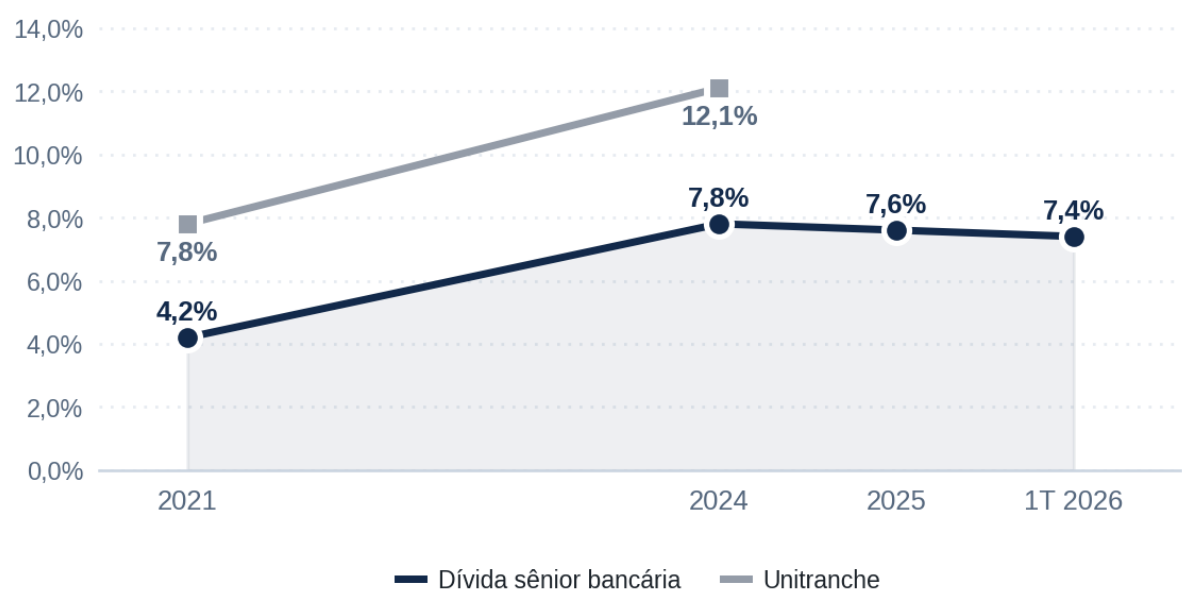


Figura 5 — Custo all-in por instrumento no middle market norte-americano. Fonte: GF Data.

O movimento das duas curvas explica o da figura anterior. **Quando a dívida sênior sai de 4,2% para 7,8% e a unitranche de 7,8% para 12,1%, o equity precisa subir**, porque o fluxo de caixa do alvo não serve a mesma alavancagem de antes.

4.2 Os instrumentos

Instrumento	Custo all-in em 2025 e 2026	Quando é usado
Dívida sênior bancária	cerca de 7,4% a 7,8%	Base da estrutura, com primeira prioridade sobre garantias
Unitranche	cerca de 11,6% a 12,1%	Crédito direto que combina sênior e subordinada em um único instrumento. Domina o lower middle market. Alavancagem típica de 4x a 6x EBITDA
Mezanino e subordinada	cupom de 13,2% a 13,5%	Preenche o intervalo entre sênior e equity. Sem garantia real, com covenants mais soltos
PIK e PIK toggle	50 a 100 pontos-base sobre o custo em caixa	Difere juros. Acionado quando a cobertura de juros aperta
Nota do vendedor	negociado	Ponte de avaliação. Subordinado, e frequentemente o instrumento que fecha o deal
Earn-in e aquisição em etapas	não aplicável	Aquisição gradual de controle, tratada na Parte VI

Fonte: GF Data. O mercado de unitranche cresceu de cerca de US\$ 20 bilhões de emissão anual em 2015 para mais de US\$ 200 bilhões em 2025. Referência internacional.

4.3 Covenants financeiros

- **Índice de alavancagem**, dívida total sobre EBITDA, é o teste mais comum, com folga acima da alavancagem de fechamento.
- **Cobertura de juros, cobertura de encargos fixos e cobertura do serviço da dívida** completam o pacote.

- **Folga praticada.** Operações de crédito privado com EBITDA abaixo de US\$ 50 milhões tipicamente mantêm ao menos um covenant de manutenção. Operações maiores alcançam covenant-lite quando há competição entre credores.
- **A divergência entre os dois mercados é clara.** No mercado sindicalizado amplo, cerca de 90% careciam de covenant de manutenção em 2021. No crédito privado, o covenant de manutenção permanece.

4.4 O caso brasileiro, e o que ele tem de diferente

Existem instrumentos, e o mercado de capitais brasileiro bateu recordes. O que não existe é medição de quanto disso financia aquisição.

Instrumento	Volume em 2025	Observação
Mercado de capitais, total	R\$ 838,8 bilhões, alta de 6,4%	Recorde histórico
Debêntures	R\$ 492,8 bilhões, alta de 4%	Recorde. Incentivadas somaram R\$ 178 bilhões, alta de 31,7%. Destinação principal é infraestrutura e pagamento de dívida
FIDC	R\$ 90,8 bilhões, mais de mil operações	Segundo maior instrumento local, com 42% das emissões de renda fixa em quantidade
Notas comerciais	R\$ 51,8 bilhões, alta de 18,9%	Recorde
CRA	estoque em torno de R\$ 350 bilhões	Arelado ao agronegócio

Fonte: ANBIMA, dados de 2025 e 2026. **Fato auditado quanto aos volumes totais. Lacuna declarada:** nenhum desses números isola quanto financia aquisição, e não há dado público que permita essa separação.

A pergunta jurídica que ninguém responde com clareza

O Brasil não tem proibição legal expressa de assistência financeira, ou seja, de o próprio alvo garantir ou financiar a sua aquisição. Portugal tem, no artigo 322 do Código das Sociedades Comerciais, e a União Europeia tem, na Diretiva 2006/68.

As restrições brasileiras são **indiretas**. O artigo 30 da Lei das Sociedades por Ações veda a negociação da companhia com as próprias ações e, no parágrafo 3º, veda recebê-las em garantia. E os deveres fiduciários dos administradores, nos artigos 154 e 155, impõem diligência, lealdade e observância do interesse social.

Não localizamos orientação ou decisão específica da Comissão de Valores Mobiliários sobre assistência financeira em operação alavancada. É lacuna declarada, e recomenda-se parecer específico antes de estruturar.

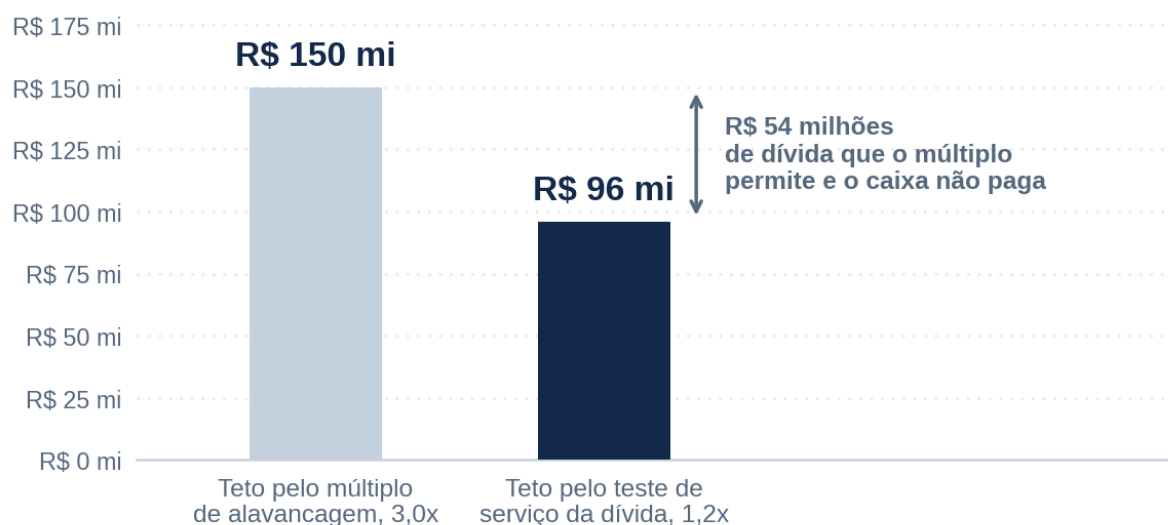
Registro de correção. A matéria **não** está no artigo 2º da Lei das Sociedades por Ações, que trata do objeto social, contrariamente ao que se lê com frequência.

4.5 Quanta dívida o alvo suporta

A capacidade de dívida é limitada pelo **menor** entre dois tetos. O múltiplo que os credores aceitam, e a capacidade de servir a dívida com o fluxo de caixa. No Brasil de 2026, o segundo quase sempre morde primeiro.

Com Selic a 14%, quem limita a alavancagem é o caixa

Capacidade de dívida de um alvo com EBITDA de R\$ 50 milhões. Exemplo hipotético.



Premissas: custo de dívida de 16% ao ano, amortização de 10% do principal e caixa livre de R\$ 30 milhões.

Figura 6 — Capacidade de dívida de um alvo com EBITDA de R\$ 50 milhões, pelos dois testes. Exemplo hipotético, construído para demonstrar método.

Passo	Cálculo	Resultado
Teto pelo múltiplo	EBITDA de R\$ 50 milhões, múltiplo aceito de 3,0x	R\$ 150 milhões
Juros anuais	R\$ 150 milhões a 16% ao ano	R\$ 24 milhões
Amortização	10% do principal	R\$ 15 milhões
Serviço total da dívida	juros mais amortização	R\$ 39 milhões
Caixa livre disponível	EBITDA menos capex menos impostos	R\$ 30 milhões
Cobertura resultante	R\$ 30 milhões sobre R\$ 39 milhões	0,77x, abaixo de 1,0x
Dívida compatível com cobertura de 1,2x	serviço máximo de R\$ 25 milhões sobre encargo de 26%	cerca de R\$ 96 milhões

Elaboração Revenaz. **Exemplo hipotético.** Premissas explicitadas: custo de dívida de 16% ao ano, coerente com Selic de 14% mais spread; amortização de 10% do principal; caixa livre de R\$ 30 milhões.

A conclusão que transporta. Com Selic a 14%, o mesmo múltiplo de alavancagem consome muito mais caixa em juros do que consumiria nos Estados Unidos. **Por isso a alavancagem brasileira é estruturalmente menor, e não por imaturidade do mercado de crédito.** Modelar pelo múltiplo e ignorar o teste de serviço é o erro mais comum em modelo de aquisição feito no Brasil com referência americana.

Parâmetros de avaliação no Brasil

5.1 A construção do custo de capital próprio

O custo de capital próprio para empresa brasileira, pelo modelo de precificação de ativos adaptado a mercado emergente, tem cinco componentes.

Componente	Definição e escolha
Taxa livre de risco	Duas abordagens. Título do tesouro norte-americano somado ao diferencial de inflação, ou NTN-B longa como proxy doméstica em termos reais
Beta	Beta do setor a partir de comparáveis, desalavancado pela estrutura de capital dos comparáveis e realavancado pela estrutura-alvo da empresa
Prêmio de risco de mercado maduro	Prêmio do mercado norte-americano, usado como base
Prêmio de risco-país	Somado ao prêmio maduro, escalado a partir do spread soberano pela volatilidade relativa do mercado acionário
Prêmio de tamanho	Adicionado para empresas menores

5.2 Os parâmetros em 2026

Parâmetro	Valor	Fonte	Confiança
Selic	14,00% ao ano, após corte unânime de 14,25%, na 280ª reunião do Copom, de 4 e 5 de agosto de 2026, vigente desde 6 de agosto	Banco Central	Alto, oficial
NTN-B longa	juro real em torno de 7% ao ano, com a curva entre 7,5% e 8,3% em vencimentos médios e longos	ANBIMA e Tesouro Nacional	Alto
Prêmio de risco de mercado maduro	4,23% no início de 2026, e 4,45% em julho	Damodaran	Alto
Prêmio de risco-país do Brasil	3,24% em janeiro de 2026	Damodaran	Alto
Prêmio total do Brasil	7,74% em julho de 2026	Damodaran	Alto

Divergência preservada de propósito. O prêmio de risco-país brasileiro varia conforme a data e o método, entre spread soberano por rating e CDS. Damodaran reporta 3,24% de prêmio de país em janeiro e prêmio total de 7,74% em julho de 2026. **Apresentamos os dois e não escolhemos**, porque a escolha depende da data-base da avaliação e deve ser justificada no laudo, não presumida.

5.3 Descontos e prêmios

Ajuste	Faixa praticada	Base empírica
Desconto por falta de liquidez	30% a 50% nos estudos clássicos, 15% a 40% em estudos de pré-abertura de capital, e acima de 65% em abordagem acadêmica por múltiplos	Estudos de ações restritas, com faixa de 20% a 35% em levantamento da SEC, estudo Emory com média de 46% e estudo Willamette próximo de 50%
Desconto por participação minoritária	Aplicado em conjunto com o de liquidez. A redução combinada pode exceder a soma simples	Conceito distinto do de liquidez, porque liquidez não é controle

Ajuste	Faixa praticada	Base empírica
Prêmio de controle	Debatido. Há argumento de que o prêmio medido em bases de mercado reflete desconto imposto a empresa mal gerida, e não valor do controle em si	Estudos de prêmio de controle em operações com companhia aberta

Lacuna brasileira declarada. Os estudos empíricos de desconto de liquidez e de prêmio de controle são majoritariamente norte-americanos. Não há base empírica brasileira robusta e pública equivalente, de modo que a aplicação exige referência internacional com ajuste de julgamento, e o julgamento deve ser explicitado no laudo.

5.4 Fluxo de caixa descontado e múltiplos, onde divergem

- O fluxo de caixa descontado **explicita** premissas de crescimento e custo de capital que o múltiplo esconde.
- O múltiplo reflete sentimento corrente de mercado e comparabilidade sempre imperfeita.
- A normalização de EBITDA e o tratamento de arrendamentos sob IFRS 16 alteram **tanto o múltiplo quanto o fluxo**, e em direções nem sempre iguais.
- Prêmio de controle e desconto de liquidez aplicam-se de forma diferente a cada método.

A prática defensável é usar o **fluxo de caixa descontado como âncora de valor intrínseco** e o múltiplo como teste de sanidade de mercado, reconciliando explicitamente a taxa de crescimento implícita nos dois.

5.5 O erro de importar parâmetro

Modelos brasileiros construídos a partir de referência norte-americana erram de forma sistemática, e sempre na mesma direção.

Erro	Efeito
Somar prêmio de risco-país ao custo de capital e também descontar o fluxo por risco de câmbio	Dupla contagem do mesmo risco, que derruba o valor sem fundamento
Usar beta de comparável americano sem realavancar pela estrutura brasileira	Ignora que a estrutura de capital viável no Brasil é diferente, conforme a Parte IV
Misturar fluxo nominal em reais com taxa construída em dólar	Erro de consistência entre moeda e taxa, que costuma passar despercebido em planilha
Aplicar múltiplo de transação americano sem ajuste de custo de capital	O mesmo EBITDA vale menos onde o custo de capital é maior. Múltiplo importado ignora isso
Aplicar desconto de liquidez sobre valor já obtido por múltiplo de empresa fechada	Dupla contagem, porque o múltiplo de fechada já embute parte do desconto

Elaboração Revenaz. São erros observados em prática de mercado, não levantamento estatístico.

Operações que não são bilaterais

6.1 Multiparte

Consórcio de compradores, clube de investidores e coordenação entre vendedores com interesses distintos exigem um contrato **entre os próprios compradores**, com governança, alocação de equity, matérias de unanimidade, mecanismo de saída e resolução de impasse entre eles.

Do lado vendedor, **drag along interno ao grupo** e a figura do representante dos vendedores evitam que um minoritário bloqueie a operação inteira no último dia.

6.2 Minoritário qualificado

- **Matérias reservadas**, com supermaioria, tipicamente alteração de capital, endividamento relevante, mudança de objeto e transação com parte relacionada.
- **Direito de veto** sobre o rol reservado, que é o que efetivamente dá poder ao minoritário.
- **Direito de informação**, com acesso a demonstrações, orçamento e auditoria.
- **Assento em conselho**, e a distinção entre assento com voto e observador.

No Brasil o instrumento central é o **acordo de acionistas**, regido pelo artigo 118 da Lei das Sociedades por Ações, **oponível à companhia quando arquivado na sede**. O arquivamento não é formalidade, é condição de eficácia.

6.3 Saída e impasse

Mecanismo	Como funciona	Risco principal
Put	O sócio força os demais a comprar sua participação	A contraparte pode não ter liquidez. O risco é de execução, não de direito
Call	O sócio força os demais a vender	Preço precisa ser justo e atual, sob pena de anulação
Shotgun ou buy-sell	Um sócio oferece preço, o outro escolhe comprar por aquele preço ou vender pelo mesmo	Favorece quem tem mais liquidez e mais informação , não quem tem razão
Roleta russa	Variante do shotgun, com um nomeando preço e o outro escolhendo o lado	Assimetria de caixa entre os sócios
Texas shootout	Ambos submetem proposta selada e o maior lance compra	Favorece o de maior capacidade financeira
Drag along	O controlador arrasta os minoritários na venda a terceiro	O minoritário perde controle sobre o momento da saída
Tag along	O minoritário adere à venda do controlador nas mesmas condições	Protege o minoritário e eleva o custo para o comprador

A regra de precificação que atravessa todos. Doutrina e jurisprudência brasileiras exigem **preço justo e atual** no exercício de opção. Fórmula objetiva, tipicamente múltiplo de EBITDA com mecanismo de perito para os pontos em disputa, é mais defensável que preço fixo definido anos antes, que envelhece e vira litígio.

6.4 Impasse em joint venture

A boa prática é escalonar, e não pular direto para a saída.

- **Escalonamento**, com referência a executivos seniores das sócias antes de qualquer providência formal.
- **Mediação**, frequentemente combinada com arbitragem em cláusula escalonada.
- **Saída**, por put, call ou buy-sell, quando as etapas anteriores falham.
- **Dissolução**, como último recurso, com regra de partilha definida em contrato e não improvisada.

No Brasil, a cláusula compromissória convive com eleição de foro para tutela de urgência e execução, e essa combinação precisa estar redigida, não presumida.

6.5 Aquisição em etapas

Earn-in, opção de compra futura e aquisição faseada afetam **controle** e **consolidação contábil**, e o efeito contábil é frequentemente subestimado na negociação.

- A consolidação ocorre quando há controle, nos termos do CPC 36 e do IFRS 10. Antes disso, equivalência patrimonial ou valor justo.
- **O ponto de virada de controle define o momento da combinação de negócios**, nos termos do CPC 15 e do IFRS 3, e portanto o reconhecimento de ágio.
- Estruturar a virada de controle para o momento errado do exercício social pode gerar efeito contábil relevante e não pretendido.

6.6 Execução específica no Brasil

Aqui o direito brasileiro é **mais favorável do que a prática de mercado costuma supor**.

Fundamento	Conteúdo
Artigo 118, parágrafo 3º, da Lei 6.404/76	Nas condições previstas no acordo, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas
Artigos 536 a 538 do Código de Processo Civil	Tutela específica das obrigações de fazer e não fazer, com astreintes que independem de requerimento, busca e apreensão e resultado prático equivalente. Obrigação de prestar declaração de vontade é suprida por sentença

Precedente	Órgão e data	O que decidiu
REsp 388.423/RS	4ª Turma, relator Ministro Sálvio de Figueiredo Teixeira, julgado em 13 de maio de 2003	Admissível a resolução do acordo por inadimplemento e quebra da affectio societatis. A possibilidade de execução específica não impede a resolução
REsp 413.722/RS	Relator Ministro Sálvio de Figueiredo Teixeira, julgado em 13 de maio de 2003	O artigo 118, parágrafo 3º, não confere ao acordo força de título executivo extrajudicial. É preciso ação de conhecimento para obter título executivo judicial
REsp 784.267/RJ	3ª Turma, relatora Ministra Nancy Andrighi, julgado em 31 de agosto de 2007	O cumprimento do acordo é obrigação de fazer, como votar ou contratar, ou de dar coisa certa, como entregar ações, e segue a tutela específica

*Síntese doutrinária, na linha de Carvalhosa: acordos que preenchem o **pressuposto material**, sendo compra e venda de ações, preferência, voto ou poder de controle, e o **pressuposto formal**, que é o arquivamento na companhia, admitem execução específica. Os que não preenchem resolvem-se **exclusivamente em perdas e danos**.*

Duas lacunas declaradas. Não há estatística pública sobre a frequência com que tribunais arbitrais brasileiros concedem execução específica em vez de perdas e danos em disputas de put e call, porque a arbitragem é confidencial. E não localizamos precedente nomeado do STJ ou do TJSP especificamente sobre executabilidade de cláusula de buy-sell, shotgun ou roleta russa. A doutrina as trata como obrigação de fazer executável, **mas isso é construção, não precedente**.

As oito lacunas brasileiras

Este capítulo existe porque é o mais útil para quem opera no Brasil, e porque nenhum concorrente publica o que não sabe.

#	O que não existe em dado público brasileiro	O que fazer
1	Prevalência de locked box contra completion accounts em operações brasileiras	Decidir pelo perfil do alvo e do processo, não por convenção de mercado presumida
2	Frequência de disputa de ajuste de preço por rubrica específica	Detalhar a definição conta a conta em planilha anexa, que é a defesa que independe de estatística
3	Jurisprudência publicada sobre litígio de earnout no Brasil	Redigir para arbitragem, com perito e escopo definidos, presumindo confidencialidade
4	Volume e alavancagem de operações alavancadas no Brasil	Modelar pelo teste de serviço da dívida, não por múltiplo importado
5	Orientação da CVM sobre assistência financeira em operação alavancada	Parecer específico antes de estruturar garantia do próprio alvo
6	Base empírica brasileira de desconto de liquidez e de prêmio de controle	Usar referência internacional com ajuste explicitado no laudo
7	Estatística de execução específica contra perdas e danos em arbitragem	Redigir a cláusula para minimizar a etapa de conhecimento, com preço prefixado e procedimento definido
8	Precedente nomeado sobre cláusula de impasse do tipo buy-sell	Escalonar mediação antes da saída, e não confiar apenas na executabilidade do mecanismo

Por que publicar as lacunas

Um documento que declara o que não sabe permite ao leitor calibrar o que ele afirma. **O custo é expor os limites do próprio trabalho.** O benefício é que cada afirmação restante ganha peso.

Há um segundo motivo, mais prático. Sete das oito lacunas acima **não se resolvem comprando base de dados**, porque o dado não é coletado por ninguém no Brasil. Quem começar a registrar sistematicamente esses campos nos próprios mandatos terá, em poucos anos, informação que não se compra pronta.

É a mesma lógica que orienta o Barômetro Revenaz, tratado em documento próprio da casa.

Checklist de estruturação

Uso interno, na ordem em que as decisões precisam ser tomadas.

#	Decisão	Momento
1	Locked box ou completion accounts, conforme a confiabilidade das contas e a natureza do negócio	Antes da carta de intenções
2	Metodologia do peg de capital de giro, e o valor, fixados por escrito	Na carta de intenções, nunca no contrato
3	Lista taxativa de itens tratados como dívida, testada pelas quatro perguntas	Carta de intenções e detalhamento no contrato
4	Se há locked box, definição de vazamento e de vazamento permitido, mais ticking fee	Contrato
5	Se há completion accounts, prazos de preparação e de objeção, com simetria de penalidade	Contrato
6	Perito independente, com escopo restrito a matéria contábil e critério de alocação de custo	Contrato
7	Se há earnout, escolha da métrica, preferindo receita, e congelamento de política contábil	Carta de intenções
8	Pacote de proteção do earnout, com covenant operacional, aceleração, catch-up e auditoria	Contrato
9	Escalonamento das parcelas de earnout à luz da tributação vigente	Estruturação tributária, antes da assinatura
10	Capacidade de dívida testada pelo serviço, e não apenas pelo múltiplo	Modelagem, antes da oferta
11	Instrumento de financiamento e verificação de assistência financeira, com parecer	Antes da estruturação da garantia
12	Parâmetros de avaliação, com data-base declarada e prêmio de país justificado	Laudo
13	Se há minoritário, matérias reservadas e arquivamento do acordo na sede	Fechamento
14	Mecanismo de impasse escalonado, com preço objetivo e perito	Acordo de sócios

Elaboração Revenaz. Instrumento de estruturação, 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.