

AIDA

FUSÕES E AQUISIÇÕES • 148 OPERAÇÕES • 8 PAÍSES

MATERIAL TÉCNICO DE DESENVOLVIMENTO DE EQUIPE

ANATOMIA DE UMA OPERAÇÃO DE M&A

Fluxo completo do deal, mapa de documentos e biblioteca
de cláusulas comentadas

Recorte: operações de compra e venda de participação societária de empresas brasileiras (Ltda. e S.A. de capital fechado), no segmento *middle market*, com ou sem investidor financeiro.

Nível: técnico-avançado. O material foi escrito para quem senta na mesa — sócio de escritório, advogado societário, M&A advisor, CFO de transação, conselheiro e fundador que negocia a própria saída.

Como usar: as Partes I a III descrevem o processo e os documentos; a Parte IV é a biblioteca de cláusulas, com redação-modelo e posições de negociação; as Partes V a VII são ferramentas de trabalho — matriz de posições, riscos brasileiros e checklists.

Documento de referência interna da AIDA. Não constitui parecer jurídico, tributário ou de investimento, e não substitui a análise de assessores para uma operação concreta.

APRESENTAÇÃO

Por que a AIDA escreveu este material

Este documento não nasceu para ser um manual acadêmico. Ele nasceu de uma necessidade concreta e interna: **desenvolver o nosso time**.

Ao longo dos anos, a AIDA participou de **148 operações de fusões e aquisições**, com atuação em **8 países**. Cada uma dessas operações deixou aprendizados que raramente estão nos livros — o ajuste de preço que virou perícia por causa de uma definição mal redigida, o earn-out que se tornou inatingível sem que ninguém tivesse agido de má-fé, a contingência mapeada na diligência e esquecida no contrato, o waiver de mudança de controle descoberto tarde demais.

148

OPERAÇÕES DE M&A

8

PAÍSES DE ATUAÇÃO

Esse repertório é o ativo mais valioso de uma casa de M&A — e o mais difícil de transferir. Ele costuma ficar retido em quem esteve na sala, e se perde a cada troca de time. Este material existe para inverter isso: **transformar experiência acumulada em conhecimento transmissível**, de modo que cada profissional que entra na AIDA comece de um patamar mais alto do que o de quem entrou antes dele.

A escolha de forma é deliberada. Não há aqui teoria geral dos contratos nem panorama de mercado. Há o fluxo real de uma operação, fase a fase; o mapa dos documentos que efetivamente são produzidos; e a biblioteca das cláusulas que decidem quem paga a conta quando algo dá errado — com redação-modelo, com a posição que cada lado da mesa defende e com o ponto exato em que o texto costuma ser atacado. É o tipo de coisa que se aprende apanhando, e que este documento pretende poupar.

O recorte é o mercado brasileiro, no segmento em que atuamos com mais frequência. As referências legais e os parâmetros de mercado citados refletem a prática no momento em que o material foi escrito e devem ser confirmados a cada operação — nenhum documento substitui a análise do caso concreto, e nenhum modelo substitui o julgamento de quem está negociando.

COMO USAR ESTE MATERIAL

Para quem está começando: leia as Partes I a III na ordem. Elas dão o mapa completo do processo e o vocabulário que será usado nas reuniões desde o primeiro dia.

Para quem já opera: a Parte IV é a biblioteca de consulta. Vá direto à cláusula em discussão, leia a redação-modelo, o bloco de posições comprador × vendedor e o ponto de atenção.

Para preparar uma mesa: a Parte V é a matriz de posições, e a Parte VII traz cronograma, checklists de diligência e de fechamento e a lista dos erros que mais destroem valor.

AIDA

Fusões e Aquisições

SUMÁRIO

Ao abrir o arquivo no Word, aceite a atualização de campos (ou clique com o botão direito sobre o sumário e escolha "Atualizar campo") para gerar os títulos e os números de página.

PARTE I

O que é, de fato, uma operação de M&A

Uma operação de M&A não é a venda de uma coisa. É a transferência de um organismo em funcionamento — com contratos vivos, empregados, licenças, disputas judiciais, cultura e um passado fiscal — de um dono para outro. Quase toda a complexidade jurídica do processo existe para responder a três perguntas, e não a mais do que isso.

1.1 As três perguntas que organizam qualquer deal

Todo contrato de M&A, por mais extenso que seja, é uma resposta articulada a três perguntas. Quando um advogado se perde numa negociação, quase sempre é porque perdeu de vista a qual das três a cláusula em discussão serve.

- **O que exatamente está sendo comprado?** Qual o perímetro do negócio: quais entidades, quais ativos, quais contratos, quais empregados, quais passivos vêm junto e quais ficam para trás. Essa pergunta é respondida pela escolha da estrutura (compra de participação, compra de ativos, reorganização societária) e pelas cláusulas de objeto, perímetro e reorganização pré-fechamento.
- **Por quanto, e pago quando?** Não existe "preço" em M&A: existe uma *equação* de preço, com um valor de referência, um mecanismo de ajuste, parcelas retidas, parcelas condicionadas a desempenho futuro e um regime de correção. É respondida pelas cláusulas de preço, ajuste, earn-out, escrow e forma de pagamento.
- **Quem fica com o risco do passado?** O comprador adquire o futuro do negócio, mas herda o passado dele. Toda a arquitetura de declarações e garantias, indenização, escrow, seguro e garantias pessoais existe para alocar, precificar e limitar esse risco. É aqui que se ganha ou se perde dinheiro depois do fechamento.

LEITURA ESTRATÉGICA

O erro mais caro do middle market brasileiro é tratar o preço como o centro da negociação e a indenização como "cláusula jurídica". Na prática, o **valor econômico real** de um deal é preço menos risco retido. Um vendedor que aceita reduzir o múltiplo em troca de um *cap* de indenização de 10% costuma sair melhor do que um vendedor que seguiu o múltiplo e aceitou responsabilidade ilimitada por passivo fiscal e trabalhista — que, em empresa brasileira de porte médio, raramente é pequeno.

1.2 As modalidades estruturais e por que a escolha não é neutra

A estrutura define o que se transfere, o que se herda e quanto se paga de imposto. Ela é decidida cedo — em geral no *term sheet* — e é muito cara de reverter depois.

Compra de participação societária (share deal)

O comprador adquire quotas ou ações e passa a ser titular da própria pessoa jurídica. É a estrutura padrão do middle market brasileiro. Consequência central: **a sociedade continua a mesma**, com o mesmo CNPJ, os mesmos contratos, as mesmas licenças e — este é o ponto — **todo o seu passivo, conhecido e desconhecido**. Não há sucessão a discutir: o passivo nunca saiu de onde estava; apenas mudou o dono da entidade que o carrega. Por isso o share deal é a estrutura que mais depende de declarações, garantias e indenização robustas.

Compra de ativos ou de estabelecimento (asset deal / *trespasse*)

O comprador adquire ativos selecionados — máquinas, marcas, carteira de clientes, contratos cedidos — deixando a pessoa jurídica e boa parte do passivo com o vendedor. Reduz a exposição a contingências ocultas, mas cobra três preços: exige **consentimento de contrapartes** para ceder contratos, costuma exigir **re-obtenção de licenças e inscrições**, e não elimina duas sucessões que o direito brasileiro impõe de ofício — a **tributária** (art. 133 do CTN, quando há aquisição de fundo de comércio ou estabelecimento com continuidade da exploração) e a **trabalhista**.

(arts. 10 e 448 da CLT). Além disso, tende a ser tributariamente pior para o vendedor, porque o ganho é apurado na pessoa jurídica.

Incorporação, fusão e cisão

São operações societárias típicas (arts. 227 a 229 da Lei 6.404/76 e arts. 1.113 e ss. do Código Civil) em que há sucessão universal de direitos e obrigações por força de lei. Usadas quando o objetivo é integração patrimonial — reorganizações de grupo, combinação entre iguais, absorção de veículo de aquisição — e não simples troca de dono por dinheiro. Exigem laudo de avaliação, protocolo, justificação e deliberação assemblear, e dão direito de recesso a dissidentes na S.A. em hipóteses legais.

Incorporação de ações

Converte a sociedade-alvo em subsidiária integral, entregando aos seus acionistas ações da incorporadora em vez de dinheiro (art. 252 da Lei 6.404/76). É o veículo natural das operações pagas em participação — típicas de consolidação setorial e de *roll-up* — em que o vendedor vira sócio do comprador e não sai de fato do risco. Atenção ao pressuposto formal: trata-se de operação entre sociedades anônimas. Se a alvo ou a incorporadora for limitada, é preciso transformá-la em S.A. antes, com custo, prazo e efeitos tributários próprios. Aos acionistas dissidentes assiste direito de retirada nas hipóteses dos §§1º e 2º do art. 252.

Aporte primário, secundário e a estrutura mista

No **secundário**, o dinheiro vai para o bolso do sócio que vende. No **primário**, o dinheiro entra no caixa da empresa via aumento de capital e o sócio antigo apenas se dilui. A maior parte das operações de crescimento é mista. A distinção é decisiva para tributação, para a tese de investimento e para a motivação do vendedor: um fundador que faz 100% de secundário e sai deixa de ter incentivo; um que faz primário com *rollover* continua na mesma canoa.

Estrutura	O que se transfere	Sucessão de passivo	Ponto crítico
Share deal (quotas/ações)	A pessoa jurídica inteira, com CNPJ, contratos e licenças	Integral e automática — todo o passivo permanece na entidade adquirida	Depende inteiramente da qualidade das declarações, do cap e do escrow
Asset deal (ativos / <i>trespasse</i>)	Ativos e contratos individualmente identificados e cedidos	Parcial: subsiste sucessão tributária (art. 133 CTN) e trabalhista (arts. 10 e 448 CLT)	Consentimento de terceiros, migração de licenças e carga tributária na PJ vendedora
Incorporação / fusão	Patrimônio integral por sucessão universal	Total e por força de lei	Laudo, protocolo, justificação, direito de recesso e credores (art. 232 LSA)
Cisão	Parcela do patrimônio vertida para outra sociedade	Solidária por lei na cisão com extinção; na cisão parcial, afastável apenas se estipulado no ato de cisão	A exclusão da solidariedade precisa constar do ato; qualquer credor anterior pode a ela se opor, quanto ao seu crédito, em 90 dias da publicação (art. 233, parágrafo único, LSA)
Incorporação de ações	Ações da alvo em troca de ações da incorporadora	Integral — a alvo vira subsidiária integral	O vendedor troca risco por risco; precificação relativa e liquidez do papel recebido

1.3 Quem é quem na mesa

Um deal de middle market bem conduzido tem entre seis e doze frentes trabalhando em paralelo. Saber quem responde por o quê evita o vazio de responsabilidade que aparece justamente nas 72 horas antes do fechamento.

Papel	Do que responde	Onde costuma falhar
Assessor financeiro (M&A advisor)	Preparação, valuation, mapeamento de compradores, condução do processo competitivo, negociação econômica	Sumir na fase contratual, quando as cláusulas econômicas — ajuste, earn-out — são efetivamente desenhadas
Advogado societário (deal counsel)	Estrutura, coordenação da diligência, redação e negociação dos definitivos, fechamento	Negociar cláusula sem entender a economia por trás dela; entregar contrato tecnicamente correto e comercialmente inexequível
Auditoria / financial due diligence	Qualidade do EBITDA, normalizações, dívida líquida, capital de giro normalizado, <i>quality of earnings</i>	Entregar número sem traduzi-lo em definição contratual de dívida e de capital de giro
Tributarista	Estrutura fiscal da operação, contingências fiscais, tratamento do ganho de capital, ágio	Ser chamado depois do term sheet, quando a estrutura já está travada
Consultoria de compliance e integridade	Diligência de integridade, exposição à Lei 12.846, conflitos, sanções e mídia adversa	Ser tratada como formalidade em operação com exposição a poder público
Escrow agent / instituição depositária	Custódia da parcela retida e liberação conforme gatilhos contratuais	Contratação tardia — a abertura de conta escrow pode levar semanas e travar o fechamento
Seguradora e corretor de W&I	Subscrição do seguro de declarações e garantias, quando aplicável	Underwriting exige diligência concluída; se acionado tarde, não entra a tempo do signing

1.4 As duas datas que organizam tudo: signing e closing

A operação tem dois marcos. Na **assinatura** (*signing*) as partes ficam vinculadas ao negócio. No **fechamento** (*closing*) a titularidade efetivamente se transfere e o preço é pago. Entre os dois existe um período — o *interregno* — que pode durar de dias a muitos meses.

O gap existe porque certas coisas não podem ou não devem acontecer antes de a assinatura vincular as partes: aprovação do CADE ou de agência reguladora, consentimento de bancos e clientes relevantes, reorganização societária pré-fechamento, obtenção de certidões, implementação de segregação de ativos. Quando nenhuma dessas condições existe, faz-se **signing e closing simultâneos**, e boa parte da complexidade contratual desaparece com eles.

CONSEQUÊNCIA PRÁTICA

Toda a arquitetura de **condições precedentes**, **obrigações interinas**, **cláusula de efeito adverso relevante (MAC)**, **data limite (long stop date)** e **repetição das declarações no fechamento (bring-down)** existe apenas para governar esse intervalo. Se signing e closing são simultâneos, essas cláusulas se tornam letra morta — e mantê-las no contrato só cria ambiguidade.

PARTE II

O fluxo da operação, fase a fase

O desenho abaixo é o mapa completo da operação. As páginas seguintes destrincham cada fase: o que se faz, quem lidera, quanto tempo leva, quais documentos são produzidos e quais erros costumam custar caro.

O que mais surpreende quem participa de um primeiro deal é a assimetria de esforço: as fases 3 a 6 — diligência, contrato, condições precedentes — concentram a maior parte do tempo e do custo de assessoria, bem mais da metade de ambos em operação típica, embora "o negócio" pareça ter sido fechado lá atrás, no aperto de mão da fase 2. Essa é exatamente a razão pela qual o term sheet importa tanto: ele é assinado quando ainda há competição, e governa tudo o que vem depois.

Os prazos indicados no diagrama são referências de operação bem conduzida. O que faz um deal escapar deles quase nunca é a complexidade do contrato — é a condição do ativo e a qualidade da preparação.

O que efetivamente determina a duração	Efeito no cronograma
Qualidade da informação contábil e fiscal do vendedor	É o fator isolado de maior impacto. Contabilidade que não sustenta o EBITDA apresentado pode acrescentar de 2 a 4 meses de reconciliação e normalização
Existência de vendor due diligence prévia	Reduz a diligência do comprador em 3 a 6 semanas e diminui a margem de reprecificação
Necessidade de aprovação concorrencial ou regulatória	Define sozinha o tamanho do interregno — de poucas semanas, no rito sumário do CADE, a mais de 8 meses em setores regulados
Número de vendedores e alinhamento entre eles	Bloco de vendedores sem acordo prévio interno sobre preço, garantias e rateio de responsabilidade é a causa mais subestimada de atraso
Contratos com cláusula de mudança de controle	Cada waiver depende de terceiro que não tem pressa nenhuma; mapeá-los cedo é o que evita a surpresa
Reorganização societária pré-fechamento	Segregar imóveis, atividades ou empresas fora do perímetro costuma acrescentar 1 a 3 meses e ter efeito tributário próprio
Estrutura do processo: bilateral ou competitivo	Processo competitivo alonga a fase 1, mas encurta e melhora todas as seguintes, por preservar alavanca do vendedor

FLUXO DE UMA OPERAÇÃO DE M&A — PARTE 1 DE 2

Da preparação da empresa à assinatura dos contratos definitivos | mercado brasileiro, middle market

FASE / PRAZO	O QUE ACONTECE	DOCUMENTOS PRODUZIDOS
FASE 0 PREPARAÇÃO (vendedor prep) 2 a 6 meses	■ Organização societária e do cap table ■ Vendedor due diligence / saneamento de passivos ■ Definição do perímetro e da tese de venda ■ Blindagem de contratos-chave e de propriedade intelectual	• Data room preliminar • VDD report • Info memo / Teaser • Contrato de assessoria (mandato)
FASE 1 ORIGINAÇÃO E APROXIMAÇÃO 1 a 3 meses	■ Mapeamento de compradores estratégicos e financeiros ■ Contato e assinatura de confidencialidade ■ Envio de teaser e do information memorandum ■ Recebimento de indicações não vinculantes de interesse	• NDA / Acordo de Confidencialidade • Teaser anônimo • Information Memorandum (CIM) • Process Letter
FASE 2 TERM SHEET E EXCLUSIVIDADE 2 a 6 semanas	■ Negociação de preço indicativo e estrutura ■ Definição de mecânica de ajuste e earn-out ■ Fixação de exclusividade e cronograma ■ Alinhamento sobre governança pós-closing	• MoU / Lol / Term Sheet • Acordo de exclusividade • Cronograma do deal • Carta de intenções vinculante em parte
FASE 3 DUE DILIGENCE 6 a 12 semanas	■ DD legal, contábil, fiscal, trabalhista e ambiental ■ DD de compliance, LGPD, PI e tecnologia ■ Q&A e sessões com a administração ■ Quantificação de contingências e reprecificação	• Checklist / Request list • Data room (VDR) e Q&A log • Relatórios de DD (red flag e full) • Matriz de contingências
FASE 4 NEGOCIAÇÃO DOS DEFINITIVOS 4 a 10 semanas	■ Redação e troca de minutas (markups) ■ Alocação de risco: reps, indenização e garantias ■ Desenho das condições precedentes ■ Estruturação tributária final	• SPA / Contrato de Compra e Venda • Disclosure Schedules • Acordo de Sócios/Acionistas • Escrow e contratos acessórios

Figura 1 — Fluxo da operação, parte 1 de 2: da preparação da empresa à negociação dos documentos definitivos.

FLUXO DE UMA OPERAÇÃO DE M&A — PARTE 2 DE 2

Da assinatura ao fechamento, ao ajuste de preço e à integração | mercado brasileiro, middle market

FASE / PRAZO	O QUE ACONTECE	DOCUMENTOS PRODUZIDOS
FASE 5 SIGNING (assinatura) <i>Marco (data D)</i>	■ Aprovações societárias das partes ■ Assinatura dos definitivos e anexos ■ Entrega dos disclosure schedules ■ Comunicação controlada ao mercado e ao time	• SPA assinado • Atas e aprovações societárias • Procurações • Comunicado / press release
FASE 6 INTERREGNO (condições precedentes) <i>1 a 8 meses</i>	■ Notificação e aprovação do CADE e reguladores ■ Obtenção de waivers e consentimentos de terceiros ■ Covenants de condução ordinária dos negócios ■ Vedação absoluta a gun jumping	• Protocolo do ato de concentração • Waivers e consents bancários • Certidões e evidências de CPs • Relatórios de cumprimento
FASE 7 CLOSING (fechamento) <i>Marco (data C)</i>	■ Verificação e certificação do cumprimento das CPs ■ Pagamento do preço e liberação do escrow ■ Transferência da titularidade das participações ■ Substituição da administração e dos poderes bancários	• Termo de Fechamento (closing memo) • Certificados de cumprimento de CPs • Alteração contratual / livros societários • Recibos e ordens de pagamento
FASE 8 PÓS-CLOSING E INTEGRAÇÃO <i>12 a 60 meses</i>	■ Ajuste de preço (closing accounts) e disputa técnica ■ Apuração e pagamento de earn-out ■ Gestão de pleitos indenizatórios e do escrow ■ Integração operacional e cultural (PMI)	• Balanço de fechamento e ajuste • Relatórios de earn-out • Notificações de indenização (claims) • Plano de integração (PMI) 100 dias

Figura 2 — Fluxo da operação, parte 2 de 2: da assinatura ao fechamento, ao ajuste de preço e à integração.

FASE 0 · Preparação (vendedor prep)

Prazo típico	2 a 6 meses antes de qualquer conversa
Quem lidera	Sócios, CFO e assessor financeiro
Objetivo real	Transformar a empresa em um ativo vendável. O que se faz aqui é o que determina o múltiplo — e não a habilidade de negociação depois.

O QUE ACONTECE

- Arrumar a casa societária: contrato ou estatuto atualizado, livros regulares, cap table sem instrumentos soltos (mútuos conversíveis não formalizados, promessas verbais de participação, opções sem plano aprovado).
- Vendedor due diligence: contratar a diligência sobre si mesmo, para descobrir os problemas antes do comprador e ter tempo de resolvê-los ou precificá-los.
- Saneamento: encerrar litígios de baixo valor, regularizar parcelamentos, formalizar contratos-chave com clientes e fornecedores, registrar marcas, migrar propriedade intelectual criada por terceiros para a empresa, revisar enquadramentos trabalhistas de PJ.
- Separar o que não se vende: imóveis pessoais registrados na empresa, veículos, despesas de sócio, empresas do grupo fora do perímetro.
- Preparar a demonstração: EBITDA normalizado defensável, com memória de cálculo de cada ajuste.

DOCUMENTOS PRODUZIDOS NESTA FASE

- Contrato de assessoria financeira (mandato), com escopo, exclusividade, *success fee*, *tail period* e definição de "transação"
- Relatório de vendedor due diligence (VDD)
- Teaser anônimo
- Information Memorandum (CIM)
- Estrutura e índice do data room

ONDE A FASE COSTUMA QUEBRAR

Ir a mercado com contingência conhecida e não precificada — o comprador a descobre e usa como alavanca para reprecificar o deal inteiro, não só o item.

Cap table com "dead equity" ou promessas informais de participação: o investidor institucional exige limpeza antes do fechamento, e a limpeza custa dinheiro do vendedor.

EBITDA normalizado sem lastro documental — cada ajuste não comprovado vira desconto direto no preço.

FASE 1 · Originação e aproximação

Prazo típico	1 a 3 meses
Quem lidera	Assessor financeiro
Objetivo real	Criar tensão competitiva. Um comprador único é uma negociação; três compradores são um leilão — e a diferença aparece no múltiplo e nas cláusulas de risco.

O QUE ACONTECE

- Mapear compradores estratégicos (players do setor, consolidadores, cadeia acima e abaixo) e financeiros (private equity, family offices, search funds).

- Aproximação escalonada: teaser anônimo → NDA → CIM → indicação preliminar de interesse.
- Gestão da confidencialidade: em processos com concorrentes diretos, informação sensível só entra em fase avançada, muitas vezes em *clean room* com acesso restrito a assessores.
- Definir o formato: processo bilateral, leilão restrito ou processo amplo com *process letter* e rodadas de proposta.

DOCUMENTOS PRODUZIDOS NESTA FASE

- NDA / Acordo de Confidencialidade (com prazo, definição de informação confidencial, não aliciamento e vedação de contato direto com empregados e clientes)
- Teaser
- CIM
- Process letter com regras e cronograma
- Indicações não vinculantes de interesse (IOI)

ONDE A FASE COSTUMA QUEBRAR

NDA sem cláusula de não aliciamento e sem vedação de contato direto: o "comprador" usa o processo para mapear e contratar o time comercial.

Entregar dados de clientes, preços e margens por contrato a um concorrente direto na primeira rodada — além do risco comercial, há risco concorrencial de troca de informação sensível.

Aceitar exclusividade cedo demais, antes de haver ao menos duas propostas comparáveis.

FASE 2 · Term sheet e exclusividade

Prazo típico	2 a 6 semanas
Quem lidera	Assessor financeiro com o advogado societário
Objetivo real	Travar a arquitetura econômica e de risco enquanto ainda existe competição. Tudo que não for definido aqui será definido depois, quando o vendedor já não tiver alternativa.

O QUE ACONTECE

- Negociar preço indicativo, estrutura (share/asset), mecânica de preço (locked box ou closing accounts), earn-out e rollover.
- Fixar as balizas de risco: percentual de escrow, faixa de cap de indenização, prazos de sobrevivência das declarações.
- Definir governança pós-fechamento quando o vendedor permanece como sócio: matérias reservadas, composição de conselho, saída futura.
- Estabelecer exclusividade com prazo determinado, cronograma e regime de despesas.

DOCUMENTOS PRODUZIDOS NESTA FASE

- MoU / LoI / Term Sheet (não vinculante quanto ao negócio, vinculante quanto a exclusividade, confidencialidade, despesas, lei aplicável e foro)
- Acordo de exclusividade
- Cronograma acordado do processo

ONDE A FASE COSTUMA QUEBRAR

Term sheet vago sobre indenização. É o item mais caro do contrato e o único que o vendedor consegue negociar com força antes da exclusividade.

Redigir "não vinculante" no cabeçalho e criar obrigações vinculantes no corpo sem separar claramente as cláusulas que sobrevivem — no direito brasileiro, a responsabilidade pré-contratual por rompimento injustificado de negociação avançada é real (arts. 187 e 422 do Código Civil).

Exclusividade longa e sem contrapartida: o vendedor entrega sua única alavanca de graça.

FASE 3 · Due diligence

Prazo típico	6 a 12 semanas
Quem lidera	Comprador, com auditoria e escritórios
Objetivo real	Verificar as premissas do preço e mapear o passivo que o comprador herdará. A diligência não serve para "achar problemas": serve para transformar problema em cláusula.

O QUE ACONTECE

- Diligência legal (societário, contratos, imobiliário, regulatório), contábil e financeira, fiscal, trabalhista e previdenciária, ambiental, de propriedade intelectual e tecnologia, de proteção de dados e de integridade.
- Gestão de data room e de Q&A com trilha auditável — o log de perguntas e respostas é prova em eventual disputa indenizatória.
- Sessões com a administração e visitas às operações.
- Quantificação: cada achado vira uma linha na matriz de contingências, com valor, probabilidade (provável, possível, remota) e tratamento proposto.

DOCUMENTOS PRODUZIDOS NESTA FASE

- Request list / checklist de diligência
- Data room virtual, índice e log de Q&A
- Relatório red flag e relatório completo por frente
- Matriz de contingências com valoração e proposta de tratamento
- Memorando de estrutura tributária

ONDE A FASE COSTUMA QUEBRAR

Diligência que produz um relatório de 400 páginas e nenhuma decisão. O produto útil da diligência é a lista de itens que viram: redução de preço, indenização específica, condição precedente ou desistência.

Não reconciliar os achados com o SPA — contingência mapeada e não endereçada no contrato é risco assumido de graça pelo comprador.

Do lado do vendedor: entregar informação no data room e não repeti-la no *disclosure schedule*. Em contrato bem redigido, só a informação formalmente divulgada nos anexos afasta a declaração.

FASE 4 · Negociação dos documentos definitivos

Prazo típico	4 a 10 semanas
Quem lidera	Advogados de ambos os lados, com os principais nos pontos econômicos

Objetivo real	Converter a matriz de risco em texto executável.
----------------------	--

O QUE ACONTECE

- Primeira minuta (normalmente do comprador em processos bilaterais; do vendedor em leilões competitivos com minuta imposta), seguida de rodadas de markup.
- Negociação das declarações e garantias e de seus qualificadores de materialidade e conhecimento.
- Desenho da indenização: de minimis, basket, cap, sobrevivência, indenizações específicas e garantias de pagamento.
- Elaboração dos disclosure schedules pelo vendedor — na prática, o documento mais subestimado da operação.
- Negociação do acordo de sócios quando há permanência do vendedor ou entrada de investidor.
- Fechamento da estrutura tributária e da mecânica de pagamento.

DOCUMENTOS PRODUZIDOS NESTA FASE

- SPA / Contrato de Compra e Venda de Quotas ou Ações
- Disclosure Schedules (Anexos de Divulgação)
- Acordo de Sócios ou de Acionistas
- Contrato de Escrow
- Contratos de trabalho e de não concorrência dos sócios-executivos
- Contratos acessórios: locação, licenciamento de marca, prestação de serviços de transição (TSA)
- Minutas dos atos societários de fechamento

ONDE A FASE COSTUMA QUEBRAR

Negociar cláusula a cláusula sem visão do pacote: cap, basket, sobrevivência, escrow e conhecimento são um sistema único. Ceder em dois e ganhar em um pode piorar a posição líquida.

Disclosure schedule redigido às pressas na véspera da assinatura — é onde o vendedor efetivamente se protege ou se expõe.

Deixar o acordo de sócios para depois do fechamento. Depois do fechamento, o vendedor minoritário perdeu toda a alavanca.

FASE 5 · Assinatura (signing)

Prazo típico	Marco — data D
Quem lidera	Advogados, com a administração das partes
Objetivo real	Vincular as partes ao negócio nos exatos termos negociados.

O QUE ACONTECE

- Obtenção das aprovações societárias internas de cada parte (reunião de sócios, conselho, comitê de investimento do fundo).
- Conferência final de anexos, sobretudo os disclosure schedules, e assinatura eletrônica ou física de todo o conjunto.
- Definição do plano de comunicação: quem sabe, quando e em que ordem — empregados-chave, clientes relevantes, bancos, mercado.

DOCUMENTOS PRODUZIDOS NESTA FASE

- SPA assinado com todos os anexos

- Atas e aprovações societárias
- Procurações
- Comunicado interno e externo
- Fato relevante, se houver companhia aberta envolvida

ONDE A FASE COSTUMA QUEBRAR

Anexos assinados "em branco" para completar depois — vício grave e fonte recorrente de litígio.

Comunicar antes de haver plano de retenção para o time-chave; a fase entre assinatura e fechamento é quando a empresa perde gente.

Assinar sem checar se a aprovação societária interna cobre exatamente os termos assinados.

FASE 6 · Interregno — cumprimento das condições precedentes

Prazo típico	1 a 8 meses
Quem lidera	Advogados, com equipe regulatória e concorrencial
Objetivo real	Fazer acontecer tudo que precisa existir para que o fechamento seja possível — sem que o comprador comece a mandar na empresa antes da hora.

O QUE ACONTECE

- Notificação e aprovação do ato de concentração pelo CADE quando os critérios legais são atingidos, e de agências setoriais quando aplicável (BACEN, SUSEP, ANS, ANEEL, ANATEL, ANVISA, ANP).
- Obtenção de *waivers* e consentimentos de bancos, locadores, franqueadores e clientes cujos contratos têm cláusula de mudança de controle.
- Implementação de reorganizações pré-fechamento e segregação de ativos fora do perímetro.
- Cumprimento das obrigações interinas: conduzir o negócio no curso ordinário, não distribuir dividendos extraordinários, não contratar dívida nova, não alterar remuneração relevante.
- Vigilância absoluta contra *gun jumping*: até a aprovação do CADE, as empresas permanecem independentes e concorrentes.

DOCUMENTOS PRODUZIDOS NESTA FASE

- Formulário de notificação e protocolo do ato de concentração
- Waivers e consentimentos formalizados
- Certidões, evidências e certificados de cumprimento de condições
- Relatórios periódicos de cumprimento de covenants

ONDE A FASE COSTUMA QUEBRAR

Integrar times comerciais, unificar política de preços ou trocar informação concorrencialmente sensível antes da aprovação: *gun jumping* é infração autônoma, com multa de R\$ 60 mil a R\$ 60 milhões e risco de nulidade do ato.

Não mapear cláusulas de mudança de controle na diligência e descobrir no interregno que o contrato que representa 30% da receita pode ser rescindido pela contraparte.

Long stop date curto demais para o prazo real de análise concorrencial — e o deal morre por decurso de prazo.

FASE 7 · Fechamento (closing)

Prazo típico	Marco — data C
Quem lidera	Advogados de ambos os lados
Objetivo real	Executar simultaneamente, em uma sequência coreografada, a transferência da titularidade e o pagamento do preço.

O QUE ACONTECE

- Verificação item a item do *closing checklist* e emissão dos certificados de cumprimento das condições.
- Repetição das declarações na data do fechamento (*bring-down*), com atualização de anexos quando o contrato permitir.
- Assinatura da alteração do contrato social ou registro nos livros de transferência de ações; averbação na Junta Comercial.
- Pagamento: transferência do preço à vista, depósito da parcela de escrow e liberação de garantias do vendedor.
- Troca de administração, novos poderes bancários, entrega de livros, certificados digitais, senhas e chaves.
- Quitação recíproca das obrigações vencidas até o fechamento, ressalvada a indenização.

DOCUMENTOS PRODUZIDOS NESTA FASE

- Termo de Fechamento (closing memorandum) com a lista de entregas de cada parte
- Certificados de cumprimento de condições precedentes
- Alteração contratual / termo de transferência de ações e livros societários
- Instrumentos de renúncia dos administradores e novos instrumentos de nomeação
- Comprovantes de pagamento e de depósito em escrow

ONDE A FASE COSTUMA QUEBRAR

Fechar com condição pendente sem *waiver* formal e escrito — a renúncia tácita a condição precedente é um dos temas mais litigados no pós-fechamento.

Não sincronizar transferência e pagamento: a regra é simultaneidade estrita, com comprovação de crédito antes da assinatura dos atos societários.

Esquecer as trocas operacionais — poderes bancários, certificado digital e-CNPJ, acessos a sistemas — e deixar a empresa paralisada no primeiro dia.

FASE 8 · Pós-fechamento e integração

Prazo típico	12 a 60 meses
Quem lidera	Comprador, com acompanhamento contratual dos assessores
Objetivo real	Apurar o preço final, administrar o risco herdado e capturar a tese que justificou o preço pago.

O QUE ACONTECE

- Levantamento do balanço de fechamento e cálculo do ajuste de preço, com prazo para impugnação e submissão a perito independente em caso de divergência.
- Apuração periódica do *earn-out*, com direito de auditoria do vendedor.
- Gestão de pleitos indenizatórios: notificação dentro do prazo, condução da defesa de processos de terceiros, movimentação do escrow.

- Integração operacional, contábil, cultural e de sistemas (PMI), tipicamente com um plano estruturado de 100 dias.
- Cumprimento das obrigações continuadas: não concorrência, confidencialidade, permanência de executivos.

DOCUMENTOS PRODUZIDOS NESTA FASE

- Balanço de fechamento e demonstrativo de ajuste
- Relatórios de apuração de earn-out
- Notificações de pleito indenizatório (claims)
- Instruções conjuntas de liberação de escrow
- Plano de integração e relatórios de acompanhamento

ONDE A FASE COSTUMA QUEBRAR

Perder o prazo de notificação de pleito indenizatório. Prazo de sobrevivência é decadencial na prática contratual: vencido, o direito simplesmente não existe mais.

Earn-out sem regra de governança do período de apuração — o comprador reorganiza a operação, muda alocação de custos e a meta se torna inatingível sem que haja má-fé demonstrável.

Integrar rápido demais e destruir a razão pela qual se comprou: time comercial, relacionamento com clientes e cultura.

PARTE III

Mapa completo dos documentos

Uma operação de middle market produz entre 25 e 60 documentos. Eles não têm o mesmo peso: alguns organizam o processo, outros vinculam as partes, e três ou quatro decidem quem paga a conta quando algo dá errado. O mapa abaixo separa uns dos outros.

3.1 Como ler o mapa: o que vincula e o que não vincula

A distinção entre documento vinculante e não vinculante é menos nítida no direito brasileiro do que a prática de mercado sugere. Um *term sheet* rotulado como "não vinculante" pode gerar responsabilidade pré-contratual se uma das partes romper as tratativas de forma abusiva depois de criar legítima expectativa na outra — a boa-fé objetiva incide também na fase das negociações (arts. 187 e 422 do Código Civil). Por isso, a boa técnica é sempre **explicitar quais cláusulas sobrevivem com força vinculante** — tipicamente confidencialidade, exclusividade, despesas, lei aplicável e foro — e declarar expressamente que as demais são meras diretrizes de negociação.

REGRA PRÁTICA

Nunca escreva apenas "este documento não é vinculante". Escreva: "As disposições das Cláusulas X, Y e Z são vinculantes e exigíveis desde a assinatura. As demais disposições refletem o entendimento comercial preliminar das Partes, não geram obrigação de contratar e poderão ser livremente revistas até a celebração dos Documentos Definitivos, sem que sua não celebração, por si só, caracterize ato ilícito ou gere dever de indenizar."

3.2 Os documentos, por fase

a) Preparação e origem

Documento	Para que serve	Quem redige	Vinculante?	Ponto crítico
Contrato de assessoria financeira (mandato)	Contrata o M&A advisor e define remuneração	Assessor	Sim	Definição de "transação" e <i>tail period</i> — o advisor pode ter direito a comissão sobre deal fechado meses após o fim do mandato
NDA / Acordo de Confidencialidade	Protege a informação entregue ao interessado	Vendedor	Sim	Prazo, definição de informação confidencial, não aliciamento, vedação de contato direto e obrigação de devolução/destruição
Teaser	Apresenta o ativo de forma anônima	Assessor	Não	Não pode permitir identificação da empresa por dedução
Information Memorandum (CIM)	Apresenta a empresa em profundidade a quem assinou NDA	Assessor com a empresa	Não	Deve conter disclaimer expresso de não constituir oferta nem declaração contratual; projeções sempre com ressalva
Vendor due diligence (VDD)	Antecipa os achados que o comprador encontraria	Assessores do vendedor	Não	Definir se será compartilhado e sob qual regime de responsabilidade (<i>reliance letter</i>)
Process letter	Fixa as regras do processo competitivo	Assessor	Não	Deixar claro que o vendedor pode alterar regras e encerrar o processo a qualquer tempo

b) Negociação preliminar

Documento	Para que serve	Quem redige	Vinculante?	Ponto crítico
IOI — indicação não vinculante de interesse	Manifestação preliminar de preço e premissas	Comprador	Não	Premissas de valuation explícitas — evitam reprecificação "surpresa" depois
MoU / Lol / Term Sheet	Trava a arquitetura econômica e de risco do deal	Assessor e advogados	Parcialmente	Separação clara entre cláusulas vinculantes e não vinculantes; nível de detalhe da indenização
Acordo de exclusividade	Retira o vendedor do mercado por prazo certo	Comprador	Sim	Prazo, renovação automática (evitar), consequência do descumprimento e contrapartida
Acordo de custos / break fee	Aloca despesas e eventual multa por rompimento	Ambos	Sim	No Brasil, break fee é válido como cláusula penal, mas sujeito a redução equitativa (art. 413 CC)

c) Diligência

Documento	Para que serve	Quem redige	Vinculante?	Ponto crítico
Request list / checklist	Define o que será pedido e examinado	Comprador	Não	Escopo e materialidade — pedir tudo é o mesmo que não priorizar nada
Índice e regras do data room	Organiza e registra o que foi disponibilizado	Vendedor	Não	Trilha de auditoria: o que estava no VDR e quando entrou é prova em disputa futura
Log de Q&A	Registra perguntas e respostas formais	Ambos	Não (mas probatório)	Resposta imprecisa no Q&A pode configurar violação de declaração
Relatórios de diligência	Consolidam achados por frente	Assessores do comprador	Não	Precisam terminar em recomendação: reprecificar, indenizar, condicionar ou desistir
Matriz de contingências	Traduz achados em valor e tratamento contratual	Comprador	Não	É a ponte entre a diligência e o contrato — sem ela, o relatório não vira cláusula
Reliance letter	Estende ao comprador ou ao financiador o direito de confiar no relatório	Assessor autor	Sim	Limitação de responsabilidade do emissor costuma ser baixa frente ao valor do deal

d) Documentos definitivos

Documento	Para que serve	Quem redige	Vinculante?	Ponto crítico
SPA — Contrato de Compra e Venda de Quotas ou Ações	É o contrato. Preço, declarações, indenização, condições e fechamento	Comprador (usualmente)	Sim	Coerência interna entre preço, cap, escrow, sobrevivência e definições

Documento	Para que serve	Quem redige	Vinculante?	Ponto crítico
Disclosure Schedules	Divulgam exceções às declarações e afastam a responsabilidade do vendedor sobre o divulgado	Vendedor	Sim	O documento mais decisivo e mais mal feito da operação; divulgação genérica não protege
Acordo de Sócios / Acionistas	Governa a convivência societária pós-fechamento	Ambos	Sim	Matérias reservadas, deadlock, saída e liquidez; arquivamento na sede para eficácia perante a sociedade (art. 118 LSA)
Contrato de Escrow	Custodia a parcela retida e define gatilhos de liberação	Instituição depositária	Sim	Mecânica de liberação, instrução conjunta, prazo, tributação dos rendimentos e custo
Contratos de não concorrência e de trabalho dos sócios-executivos	Retêm quem faz a empresa funcionar e impedem a recriação do negócio	Comprador	Sim	Contrapartida específica pela não concorrência e limites de prazo, escopo e território
Contratos acessórios (TSA, locação, licença de marca, fornecimento)	Sustentam a operação no período de transição	Ambos	Sim	Prazo, preço de transferência e critério de término
Aditivos a contratos financeiros	Obtêm waiver de cláusula de mudança de controle	Credores	Sim	Prazo de obtenção — costuma ser o gargalo do cronograma

e) Fechamento e pós-fechamento

Documento	Para que serve	Quem redige	Vinculante?	Ponto crítico
Closing memorandum / Termo de Fechamento	Registra as entregas simultâneas de cada parte	Advogados	Sim	Deve refletir a ordem cronológica real dos atos; é a prova de que o fechamento ocorreu regularmente
Certificados de cumprimento de condições	Atestam o cumprimento das CPs e a repetição das declarações	Cada parte	Sim	Certificado com ressalva equivale a condição não cumprida — exige waiver expresso
Alteração contratual / termo de transferência em livro	Formaliza a transferência da titularidade	Advogados	Sim	Registro na Junta Comercial (Ltda.) ou lançamento nos livros (S.A.); prazo e responsabilidade pelo protocolo
Renúncia e nomeação de administradores	Troca o comando da sociedade	Advogados	Sim	Quitação recíproca com os administradores que saem e regularização de responsabilidades pendentes
Balanço de fechamento e demonstrativo de ajuste	Calcula o preço final	Comprador (revisado pelo vendedor)	Sim	Prazos de entrega e de impugnação, e critério contábil aplicável — este é o litígio mais comum do pós-closing

Documento	Para que serve	Quem redige	Vinculante?	Ponto crítico
Relatório de earn-out	Apura a parcela condicionada a desempenho	Comprador	Sim	Direito de auditoria do vendedor e definição fechada da métrica
Notificação de pleito indenizatório (claim notice)	Exerce o direito à indenização	Comprador	Sim	Prazo, conteúdo mínimo e endereço de notificação — vício formal mata o pleito

3.3 Os anexos que decidem o caso

Em disputas pós-fechamento, o litígio raramente gira em torno do corpo do contrato. Gira em torno dos anexos — e, sobretudo, dos quatro abaixo.

- **Disclosure Schedules.** São a contraface das declarações. Cada exceção divulgada de forma específica e com referência à declaração correspondente reduz a exposição do vendedor; cada divulgação genérica ("todos os documentos disponibilizados no data room") é, na melhor das hipóteses, ineficaz. É o anexo que, na prática, decide a maior parte dos pleitos indenizatórios.
- **Definição de Dívida Líquida e de Capital de Giro Alvo.** Duas listas e uma fórmula. Se a lista de itens que contam como dívida for aberta ou exemplificativa, o ajuste de preço vira arbitragem. Se for fechada e o memorial de cálculo estiver anexado com um exemplo numérico, não vira.
- **Princípios Contábeis Aplicáveis ao Balanço de Fechamento.** Deve estabelecer a hierarquia: primeiro as políticas específicas listadas no anexo, depois as práticas contábeis historicamente aplicadas pela empresa, e só então a norma contábil geral. Sem hierarquia expressa, cada lado calcula o ajuste com um critério diferente — legitimamente.
- **Anexo de Contingências e Indenizações Específicas.** Lista os riscos já identificados na diligência que ficam integralmente com o vendedor, com regime próprio: sem basket, sem cap, sem prazo curto, e frequentemente com retenção dedicada.

PARTE IV

Biblioteca de cláusulas relevantes

Toda cláusula de um contrato de M&A serve a uma de quatro funções: definir o que se compra, definir quanto se paga, alocar o risco do passado ou governar a convivência futura. As páginas seguintes percorrem as cláusulas que efetivamente decidem operações, com a redação-modelo, o que cada lado tenta obter e onde o texto costuma ser atacado.

AVISO SOBRE AS REDAÇÕES-MODELO

As redações a seguir são ilustrativas e propositalmente enxutas, para expor a **estrutura lógica** da cláusula. Uma minuta real exige adaptação ao caso concreto, coerência com o sistema de definições do contrato e revisão por assessor jurídico. Cláusula copiada de modelo é a origem mais comum de contradição interna em contratos de M&A.

MECÂNICA DE PREÇO: LOCKED BOX vs. CLOSING ACCOUNTS

Quem fica com o risco e o resultado do negócio entre a assinatura e o fechamento

LOCKED BOX



Preço fixo, travado em um balanço passado auditado. O resultado econômico passa ao comprador já na data-base. O vendedor recebe juros (ticking fee) sobre o preço até o fechamento e garante que não houve leakage.

CLOSING ACCOUNTS



Preço provisório no fechamento, ajustado depois contra balanço levantado na data C. O risco do negócio fica com o vendedor até o fechamento. Gera a disputa técnica mais comum do pós-closing.

Figura 3 — Os dois regimes de preço e a alocação do risco do interregno.

PONTE DE VALOR: DO MÚLTIPLO AO CAIXA NO BOLSO DO VENDEDOR

Exemplo numérico ilustrativo — por que quem 'vendeu por 100' leva 52 no fechamento e 41 líquidos

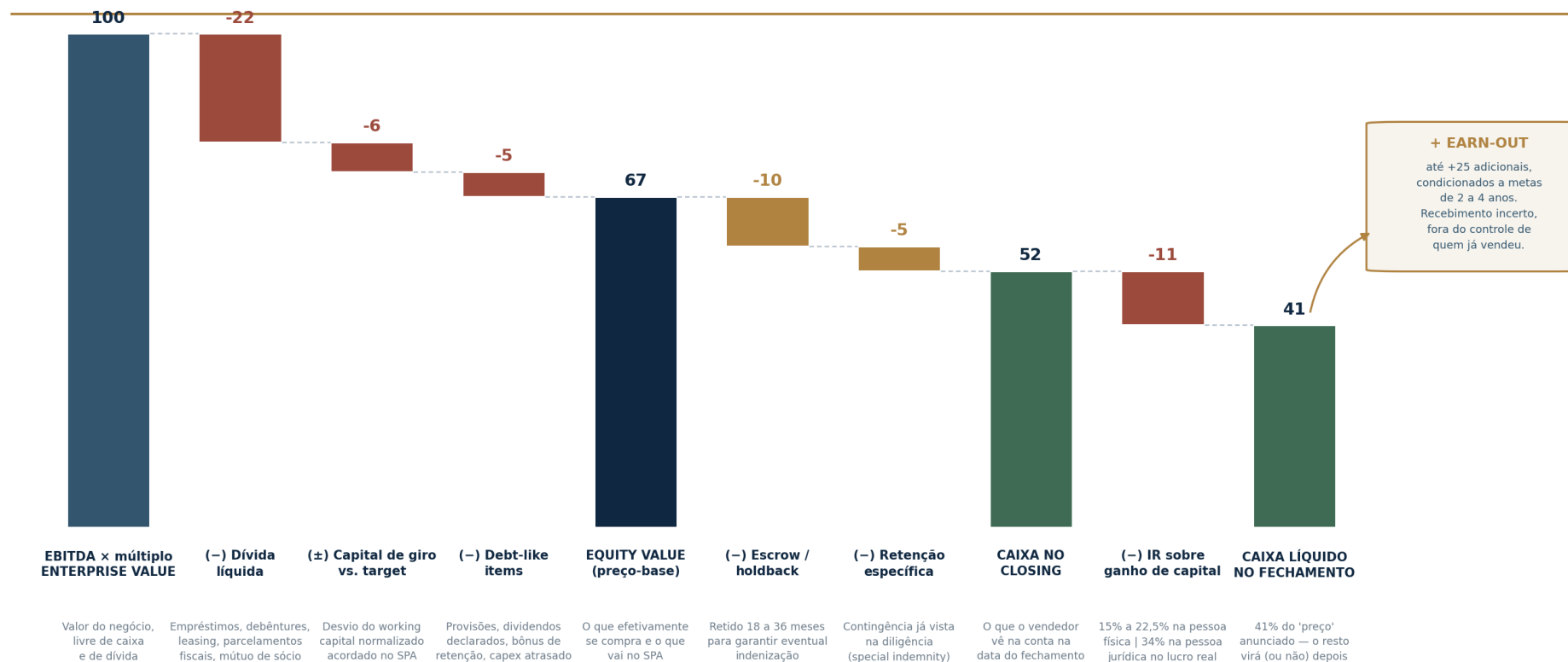


Figura 4 — A ponte entre o múltiplo anunciado e o caixa efetivamente recebido pelo vendedor.

4.1 Preço e mecânica econômica

Não existe "o preço". Existe uma equação: um valor de referência, uma ponte que o converte no valor efetivamente pago pelas participações, uma parcela retida, uma parcela condicionada ao futuro e um regime de correção. O diagrama da página anterior mostra por que um vendedor que "vendeu por 100" pode levar 52 no fechamento — e por que essa diferença não é armadilha, mas mecânica.

4.1.1 Enterprise value, equity value e a ponte entre eles

O múltiplo de EBITDA produz o **enterprise value** — o valor do negócio operacional, como se ele não tivesse caixa nem dívida. O que se compra, porém, são quotas ou ações, e o titular de quotas é dono do caixa e devedor da dívida. Daí a ponte: enterprise value, menos dívida líquida, mais ou menos o desvio do capital de giro em relação a um nível normalizado, menos itens de natureza de dívida (*debt-like items*), igual a **equity value**.

A briga não é sobre a fórmula. É sobre as duas listas: **o que conta como dívida** e **o que é capital de giro alvo**. Provisões trabalhistas, dividendos declarados e não pagos, parcelamentos fiscais, adiantamentos de clientes, capex represado, bônus de retenção, passivo atuarial, contratos de arrendamento — cada item incluído na lista de dívida reduz o preço na razão de um por um.

REDAÇÃO-MODELO Definição fechada de Dívida Líquida

"**Dívida Líquida**" significa, na Data de Referência, o somatório dos itens listados no Anexo 1.1(a) — e exclusivamente deles —, deduzido do somatório dos itens de caixa e equivalentes listados no Anexo 1.1(b), tudo apurado de acordo com os Princípios Contábeis Aplicáveis e conforme o exemplo de cálculo constante do Anexo 1.1(c), o qual prevalecerá em caso de divergência de interpretação quanto à metodologia.

POR QUE O EXEMPLO NUMÉRICO ANEXO IMPORTA

Anexar um cálculo-exemplo com números reais da própria empresa é a técnica isolada que mais reduz litígio de ajuste de preço. Ele resolve, sem discussão, dezenas de dúvidas metodológicas que nenhuma definição textual consegue antecipar — e, se as partes divergirem depois, o perito tem um parâmetro contratual objetivo em vez de precisar reinventar o critério.

4.1.2 Locked box ou closing accounts

Existem dois regimes de preço, e eles alocam de forma oposta o resultado econômico do período entre a assinatura e o fechamento.

No **closing accounts**, o preço é provisório no fechamento e ajustado depois, contra um balanço levantado na data do fechamento. O risco e o resultado do negócio permanecem com o vendedor até a data C. É o regime mais comum no Brasil, e a fonte da disputa técnica mais frequente do pós-fechamento.

No **locked box**, o preço é fixo, calculado sobre um balanço passado e auditado (a *data-base* ou *locked box date*). A partir dessa data, o resultado econômico já é do comprador — que, por isso, paga juros ao vendedor sobre o preço até o fechamento (*ticking fee*). Em contrapartida, o vendedor garante que não houve **vazamento de valor** (*leakage*): nenhuma transferência de riqueza da empresa para si ou para partes relacionadas entre a data-base e o fechamento, salvo as expressamente permitidas.

Critério	Locked box	Closing accounts
Certeza do preço	Total desde a assinatura	Só conhecida 60 a 90 dias após o fechamento
Risco do interregno	Do comprador (mitigado pela cláusula de leakage)	Do vendedor
Custo e conflito	Baixos — sem balanço de fechamento	Altos — balanço, revisão, impugnação e perícia
Exige o quê	Balanço recente e confiável, idealmente auditado	Capacidade de levantar balanço na data C e critério contábil claro

Critério	Locked box	Closing accounts
Quando usar	Vendedor financeiro, empresa auditada, processo competitivo, interregno curto	Empresa familiar sem auditoria, contabilidade a normalizar, interregno longo
Favorece	O vendedor, em geral	O comprador, em geral

REDAÇÃO-MODELO Vedação de vazamento (leakage) no regime de locked box

O Vendedor declara e garante que, entre a Data-Base e a Data de Fechamento, não houve nem haverá qualquer Vazamento, entendido como (i) declaração, pagamento ou distribuição de dividendos, juros sobre capital próprio ou qualquer forma de remuneração de capital; (ii) redução de capital, resgate, amortização ou recompra de participações; (iii) pagamento, transferência de ativos ou assunção de obrigações em favor do Vendedor ou de Partes Relacionadas; (iv) perdão de dívida do Vendedor ou de Partes Relacionadas; (v) pagamento de bônus, gratificações ou honorários relacionados à Operação; e (vi) assunção de garantias em favor do Vendedor ou de Partes Relacionadas.

Excetua-se os Vazamentos Permitidos listados no Anexo [•], nos limites e valores ali especificados.

Verificado Vazamento, o Vendedor restituirá ao Comprador, em até 10 (dez) dias úteis contados da notificação, valor equivalente, em base *real por real*, acrescido de correção pelo [índice] e juros de [•]% ao mês, **sem aplicação de qualquer franquia, valor mínimo, limite de responsabilidade ou prazo de sobrevivência previstos na Cláusula de Indenização.**

O QUE O COMPRADOR QUER	O QUE O VENDEDOR QUER
Closing accounts, para pagar pelo que efetivamente existir na data C.	Locked box, com preço travado e ticking fee.
Lista ampla e exemplificativa de itens de dívida.	Lista taxativa e fechada de itens de dívida, com exemplo numérico anexo.
Capital de giro alvo calculado sobre média de 12 meses, capturando sazonalidade favorável.	Capital de giro alvo negociado com base em período que reflita a operação normalizada.
Ajuste bilateral, sem piso nem franquia.	Franquia de ajuste (<i>collar</i>): só ajusta se o desvio superar x% do preço.
Prazo longo para levantar e apresentar o balanço de fechamento.	Prazos curtos e simétricos, com perito independente nomeado no contrato.

4.1.3 Ajuste de preço: a mecânica que evita a perícia

A cláusula de ajuste tem cinco elementos, e a ausência de qualquer um deles produz litígio: (i) quem levanta o balanço e em que prazo; (ii) qual o critério contábil e sua hierarquia; (iii) qual o prazo e a forma de impugnação; (iv) o que acontece com os itens não impugnados; e (v) quem decide o impasse.

REDAÇÃO-MODELO Resolução de divergência no ajuste de preço

O Comprador apresentará ao Vendedor o Balanço de Fechamento em até 60 (sessenta) dias contados da Data de Fechamento. O Vendedor terá 30 (trinta) dias para apresentar Notificação de Divergência, indicando de forma fundamentada, item a item, os pontos impugnados e os valores correspondentes. **Os itens não expressamente impugnados tornam-se definitivos e incontroversos.**

Persistindo divergência após 15 (quinze) dias de negociação de boa-fé, os itens ainda controvertidos — e apenas eles — serão submetidos a [empresa de auditoria independente de primeira linha, indicada de comum acordo ou, na falta de acordo em 10 dias, sorteada entre as indicadas no Anexo [•]], que atuará como **perito e não como árbitro**, decidindo por laudo fundamentado em até 30 (trinta) dias.

O perito ficará adstrito aos limites dos valores sustentados por cada Parte para cada item, vedada decisão fora desse intervalo. O laudo será final e vinculante, salvo erro material manifesto. Os honorários serão rateados na proporção do êxito de cada Parte sobre o valor total controvertido.

TRÊS TRAVAS QUE EVITAM O LITÍGIO DE AJUSTE

Adstrição do perito ao intervalo das partes (*baseball arbitration* mitigada): impede decisão fora do que qualquer das partes pediu e desestimula posições extremas.

Rateio de honorários pelo êxito: quem impugna item sem fundamento paga a perícia.

Definitividade do não impugnado: reduz o objeto da perícia a poucos itens e encurta o prazo.

4.1.4 Earn-out

O earn-out condiciona parte do preço a desempenho futuro. Ele existe porque comprador e vendedor discordam sobre o futuro, e é a forma mais elegante de resolver esse desacordo — e a mais litigada de todas as cláusulas de M&A. A razão é estrutural: quem tem o dever de atingir a meta é quem já não controla a empresa, e quem controla a empresa é quem paga a mais se a meta for atingida.

OS SEIS PARÂMETROS QUE PRECISAM SER FECHADOS

- **Métrica.** Receita é objetiva mas ignora rentabilidade; EBITDA é o que importa mas é manipulável por alocação de custos; lucro líquido é o pior de todos, por depender de estrutura de capital e de decisões fiscais do comprador. Métricas operacionais não financeiras — número de clientes, contratos assinados, aprovação regulatória obtida — são frequentemente superiores por serem inequívocas.
- **Período.** Entre 12 e 48 meses. Períodos longos aumentam o risco de a métrica perder sentido com a integração.
- **Fórmula e escala.** Degrau ("atingiu 100% da meta, recebe tudo") gera comportamento de tudo ou nada e incentivo à disputa. Escala linear com piso e teto é quase sempre melhor.
- **Governança do período de apuração.** É o item decisivo. O contrato precisa dizer o que o comprador *não* pode fazer sem consentimento: rateio de despesas corporativas (*management fee*), transferência de clientes ou contratos para outra empresa do grupo, alteração de política de preços, mudança de critério contábil, descontinuidade de linha de produto, redução de investimento em vendas.
- **Transparência e auditoria.** Relatório periódico, acesso a livros e direito de auditar por conta própria, com prazo de impugnação e o mesmo mecanismo de perito do ajuste de preço.
- **Aceleração.** Eventos que antecipam e tornam devido o earn-out integral: revenda do negócio, mudança de controle do comprador, descontinuidade da operação, desligamento sem justa causa do executivo cuja permanência sustenta o plano.

REDAÇÃO-MODELO Cláusula anti-esvaziamento de earn-out

Durante o Período de Apuração, o Comprador conduzirá o Negócio de forma consistente com a prática anterior e **não praticará atos cuja finalidade ou efeito previsível seja reduzir artificialmente o Indicador**, obrigando-se, sem prejuízo do dever geral de boa-fé, a: (i) manter contabilidade segregada do Negócio; (ii) não alocar ao Negócio despesas corporativas, rateios ou *management fees* não praticados historicamente; (iii) não transferir clientes, contratos, pedidos, equipe comercial ou oportunidades do Negócio para outra sociedade do grupo do Comprador sem compensação a valores de mercado, computada no Indicador; (iv) não alterar os critérios contábeis aplicáveis ao Indicador; e (v) manter investimento comercial e de marketing em patamar não inferior a [•]% da receita.

Verificada a violação, o Indicador será recalculado como se o ato não houvesse ocorrido, cabendo ao Comprador o ônus de demonstrar que o resultado apurado não decorreu do ato praticado.

Constituem Eventos de Aceleração, tornando devido integralmente o valor máximo do Earn-Out em até 15 (quinze) dias: (a) alienação, direta ou indireta, do controle do Negócio; (b) descontinuidade ou incorporação do Negócio a outra unidade sem contabilidade segregada; e (c) desligamento sem justa causa de [executivo], salvo por pedido de demissão ou justa causa comprovada.

ALERTA TRIBUTÁRIO SOBRE EARN-OUT

No Brasil, a parcela variável de preço tende a ser tratada como **preço com valor indeterminado**, tributável como ganho de capital quando se torna conhecida e exigível, e não no momento da alienação (art. 3º, §§2º e 3º, da Lei 7.713/88; art. 21 da Lei 8.981/95, com a redação da Lei 13.259/2016; art. 31 da IN SRF 84/2001).

A Receita Federal consolidou o tema nas Soluções de Consulta Cosit nº 82/2023 e nº 96/2026, esta última reconhecendo que **cada parcela contingente submetida a condição suspensiva constitui fato gerador autônomo**, com apuração independente do ganho e aplicação integral da tabela progressiva de 15% a 22,5% em cada evento — o que pode reduzir a carga efetiva e deve ser considerado na modelagem, e não descoberto depois.

A estruturação errada — sobretudo o pagamento do earn-out ao vendedor **na qualidade de executivo**, e não de alienante — pode reclassificar a parcela como remuneração, atraindo IRPF progressivo até 27,5% e contribuição previdenciária, além de risco trabalhista. Se o vendedor permanece como executivo, separe rigorosamente contrato de trabalho, remuneração e preço.

O QUE O COMPRADOR QUER	O QUE O VENDEDOR QUER
EBITDA como métrica, apurado pelo comprador.	Métrica objetiva e de difícil manipulação: receita bruta, margem de contribuição ou indicador operacional.
Período longo, com metas cumulativas.	Período curto, com metas anuais independentes entre si.
Liberdade plena de gestão durante a apuração.	Lista fechada de vedações ao comprador e recálculo em caso de violação.
Direito de compensar (<i>set-off</i>) indenizações devidas contra o earn-out.	Vedação de compensação, ou compensação apenas contra pleito líquido, certo e não impugnado.
Earn-out perdido se o executivo sair por qualquer motivo.	Aceleração integral em caso de desligamento sem justa causa.

4.1.5 Escrow, holdback e as garantias do preço

A retenção existe para tornar a indenização **exequível**. Um cap de 30% contra um vendedor pessoa física que já gastou o dinheiro é uma promessa sem lastro. Daí a regra prática: negocie o cap olhando para a garantia, não para o percentual.

- **Escrow** — depósito em conta vinculada em instituição financeira, liberado por instrução conjunta ou por gatilhos objetivos. É o padrão de mercado: entre 10% e 20% do preço, por 18 a 36 meses. Custo e prazo de abertura da conta são frequentemente subestimados no cronograma.
- **Holdback** — retenção direta pelo comprador, sem terceiro depositário. Mais barato e mais rápido, porém pior para o vendedor: em caso de disputa, o dinheiro já está com quem alega o prejuízo.
- **Liberação escalonada** — parcelas liberadas em marcos (12, 24, 36 meses), restando-se ao final apenas o montante de pleitos já notificados. É a estrutura mais equilibrada.
- **Fiança bancária, seguro-garantia ou aval dos sócios** — substituem ou complementam o escrow quando o vendedor precisa do caixa integral no fechamento.
- **Seguro W&I** — a seguradora assume a exposição por violação de declarações. Ainda pouco usual no middle market brasileiro por custo e por exigir diligência de padrão internacional, mas viabiliza operações em que o vendedor é um fundo em fase de liquidação e não pode manter contingência aberta.

4.1.6 Rollover, correção e forma de pagamento

O **rollover** — reinvestimento de parte do preço em participação na sociedade adquirente ou na própria alvo — alinha incentivos e é comum em operações com fundos. Exige atenção a três pontos: a base de valuation da participação recebida (que deve ser a mesma da venda, sob pena de diluição disfarçada), os direitos de saída do vendedor (*put*, *tag along*, *arraste no exit* do fundo) e o tratamento tributário do diferimento.

Sobre correção: em operações com pagamento parcelado, defina expressamente o índice e o momento de incidência. Para as parcelas ainda não vencidas, o silêncio contratual não gera correção automática, e a inflação de um interregno longo pode consumir integralmente a margem do vendedor. Já em caso de inadimplemento aplicam-se supletivamente o IPCA como índice de atualização (art. 389, parágrafo único, do Código Civil, na redação da Lei 14.905/2024) e a taxa legal de juros correspondente à Selic deduzida a atualização monetária (art. 406) — razão a mais para convencionar índice e juros próprios, inclusive para afastar o regime supletivo. Em pagamentos em moeda estrangeira, é preciso definir a taxa de conversão, a data de referência e quem assume a variação cambial — sem isso, o litígio é certo.

4.2 Declarações e garantias (representations and warranties)

Declarações e garantias são afirmações de fato sobre a empresa, feitas pelo vendedor em uma data determinada. Elas têm três funções, e o advogado que enxerga apenas a primeira negocia mal a cláusula.

- **Função informativa.** Redigir a declaração obriga o vendedor a verificar a própria empresa. Boa parte dos problemas aparece nessa conferência, e não na diligência.
- **Função de alocação de risco.** A declaração é o gatilho da indenização. Tudo aquilo que o vendedor declara e que não for verdade é risco dele; tudo que ele não declarou é risco do comprador. O contrato inteiro pode ser lido como uma linha divisória desenhada por esse catálogo.
- **Função de condição de fechamento.** A repetição das declarações na data do fechamento (*bring-down*) permite ao comprador não fechar se algo relevante mudou no interregno.

4.2.1 O catálogo — e sua hierarquia

Categoria	O que cobre	Tratamento típico
Fundamentais	Existência e regularidade da sociedade; poderes e capacidade; titularidade plena das quotas ou ações, livres de ônus; validade e exequibilidade do contrato; capital social integralizado	Cap de 100% do preço; sobrevivência longa ou igual ao prazo prescricional; sem basket
Fiscais	Recolhimento de tributos, obrigações acessórias, parcelamentos, ausência de autuações, aproveitamento regular de créditos, preços de transferência	Cap intermediário a alto; sobrevivência de 5 anos + carência, alinhada à decadência tributária
Trabalhistas e previdenciárias	Regularidade de vínculos, terceirização e "pejotização", horas extras, verbas, contribuições, saúde e segurança, acordos coletivos	Igual às fiscais; costuma ser a maior contingência real de empresa brasileira de porte médio
Operacionais	Contratos relevantes vigentes e sem inadimplemento, clientes e fornecedores, estoques, ativos, seguros, ausência de litígio não divulgado	Cap padrão (10% a 30%); sobrevivência de 12 a 24 meses
Contábeis	Demonstrações refletem adequadamente a posição patrimonial; ausência de passivo não registrado; inexistência de mudança adversa desde a última demonstração	Frequentemente elevada à categoria intermediária, por ser a base do preço
Propriedade intelectual e tecnologia	Titularidade de marcas, software e domínios; cessão de direitos por empregados e terceiros; ausência de violação; licenças de código aberto	Cap padrão, com atenção especial em empresas de tecnologia
Proteção de dados (LGPD)	Bases legais de tratamento, contratos com operadores, incidentes, direitos de titulares	Cap padrão; indenização específica quando há incidente conhecido
Ambiental	Licenças vigentes, ausência de contaminação, passivos de área, resíduos	Sobrevivência longa — a responsabilidade ambiental é objetiva e <i>propter rem</i>

Categoria	O que cobre	Tratamento típico
Integridade e anticorrupção	Ausência de pagamentos indevidos, relacionamento com agentes públicos, sanções, conformidade com a Lei 12.846/2013	Cap elevado e sobrevivência longa; frequentemente sem basket

4.2.2 Os qualificadores — onde a cláusula é realmente negociada

O texto da declaração importa menos do que os dois adjetivos que o comprador tenta remover e o vendedor tenta inserir: *relevante* e *de conhecimento*.

- **Qualificador de materialidade.** "Não há litígio *relevante*" é radicalmente diferente de "não há litígio". A técnica correta é definir "Relevante" com **valor numérico** — por exemplo, litígio individual acima de R\$ X ou conjunto acima de R\$ Y. Materialidade sem número é convite à arbitragem.
- **Qualificador de conhecimento.** "Até onde é do conhecimento do Vendedor" transfere ao comprador o risco do desconhecido. O ponto decisivo é a definição de conhecimento: se for **efetivo** ("ciência real e comprovada"), o vendedor tem uma defesa quase intransponível; se for **presumido** ("ciência que teria sido obtida após investigação razoável, incluindo consulta aos diretores listados no Anexo"), o qualificador vira quase inócuo. Sempre nomeie as pessoas cujo conhecimento é imputado à sociedade.
- **Duplo qualificador.** Uma declaração qualificada por materialidade e conhecimento é, na prática, uma declaração de que o vendedor não sabe de nada grave — praticamente nada em termos de alocação de risco. Comprador atento aceita um, não os dois, na mesma declaração.
- **Scrape de materialidade.** Técnica de compromisso muito usada: os qualificadores de relevância valem para determinar *se houve violação*, mas são desconsiderados para calcular o *valor do prejuízo indenizável*. Resolve a distorção de o comprador ficar sem indenização por uma soma grande de violações individualmente pequenas.

4.2.3 Bring-down e a atualização de anexos no fechamento

Quando há intervalo entre assinatura e fechamento, as declarações são repetidas na data C. Duas escolhas definem o equilíbrio: (i) o **padrão de aferição** — se qualquer imprecisão frustra a condição, ou apenas as que causem efeito adverso relevante; e (ii) se o vendedor pode **atualizar os disclosure schedules** para refletir fatos novos.

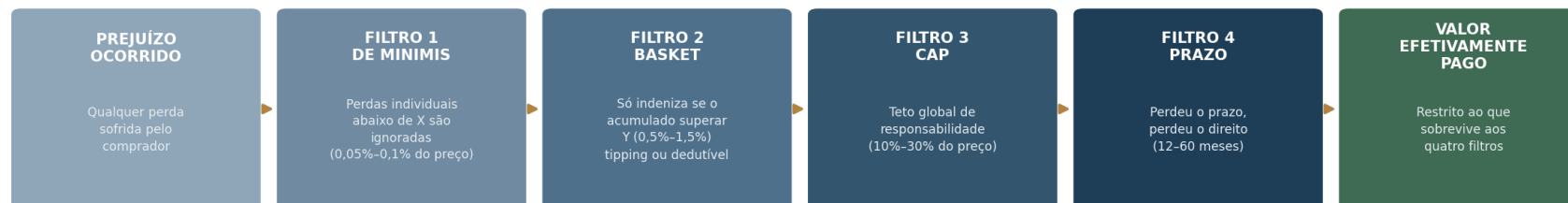
O PONTO QUE QUASE SEMPRE É NEGOCIADO ERRADO

Se o vendedor pode atualizar os anexos e a atualização **afasta a indenização**, o comprador fica descoberto para tudo que acontecer no interregno. A solução equilibrada é permitir a atualização apenas para efeito da **condição de fechamento** — evitando que o comprador se retire por um fato menor —, mantendo a **responsabilidade indenizatória** do vendedor sobre o fato atualizado. Assim, o comprador fecha, mas é indenizado.

ARQUITETURA DE UMA CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO

As cinco travas que definem quanto o vendedor realmente paga — e por quanto tempo

1. O FUNIL DO PREJUÍZO INDENIZÁVEL



2. AS CAMADAS DE TETO (CAP) — NEM TODA DECLARAÇÃO VALE O MESMO

	TETO	SOBREVIVÊNCIA
Declarações operacionais (contratos, estoques, clientes, seguros)	10% a 30% do preço	12 a 24 meses
Declarações fiscais e trabalhistas	30% a 100% do preço	prazo prescricional + 6 meses (5 a 6 anos)
Declarações fundamentais (propriedade das quotas, capacidade, capital social)	100% do preço	prazo prescricional ou indefinido
Dolo, fraude ou má-fé	sem limite	sem limite

3. COMO O PAGAMENTO É GARANTIDO



Figura 5 — As travas de uma cláusula de indenização: funil de filtros, camadas de teto e garantias de pagamento.

4.3 Indenização: a cláusula que decide quem paga a conta

A cláusula de indenização é o coração econômico do contrato. Ela transforma a violação de uma declaração em obrigação de pagar, e depois a limita — por valor mínimo, por valor acumulado, por teto e por prazo. O diagrama na página anterior mostra o funil completo. Abaixo, cada trava e a redação que a implementa.

4.3.1 O que é prejuízo indenizável

A definição de "Perdas" é a primeira batalha, e a mais silenciosa. Três pontos costumam decidir o valor do pleito:

- **Danos indiretos e lucros cessantes.** O padrão de mercado exclui dano indireto, lucro cessante e dano reputacional. Mas o comprador deve ressaltar expressamente que **não se considera dano indireto** aquele efetivamente pago a terceiro em razão da violação — um lucro cessante que a empresa foi condenada a pagar a um cliente é dano direto para o comprador.
- **Efeito multiplicador.** O comprador pagou 8x EBITDA; uma despesa recorrente não divulgada de R\$ 500 mil ao ano destruiu R\$ 4 milhões de valor, não R\$ 500 mil. A cláusula de *multiplicador* — que indeniza o prejuízo multiplicado pelo múltiplo aplicado no preço — é agressiva e raramente aceita, mas a discussão vale ser levantada em relação a passivos recorrentes.
- **Deduções obrigatórias.** O vendedor deve exigir que a Perda seja líquida de: valores efetivamente recuperados de seguro; benefício fiscal efetivamente realizado; e provisão já constituída nas demonstrações que serviram de base ao preço. Essa última é essencial — sem ela, o comprador é indenizado por um passivo cujo valor já foi descontado do preço, recebendo duas vezes.

4.3.2 As travas quantitativas

Trava	O que faz	Faixa usual no middle market	Ponto de atenção
De minimis	Elimina pleitos individualmente irrelevantes	0,05% a 0,1% do preço	Definir se pleitos de mesma origem se somam para superar o piso — sem isso, o comprador fatia o pleito ou o vendedor o pulveriza
Basket / franquia	Só há indenização quando o acumulado supera um limiar	0,5% a 1,5% do preço	Dedutível (indeniza só o excedente) ou <i>tipping</i> (superado o limiar, indeniza tudo desde o primeiro real). A diferença é grande e frequentemente passa despercebida
Cap	Teto global de responsabilidade	10% a 30% para declarações operacionais; até 100% para as fundamentais	Deve dialogar com a garantia efetiva — cap alto sem escrow ou aval é retórico
Sobrevivência	Prazo para notificar o pleito	12 a 24 meses (operacionais); prazo prescricional + carência (fiscais/trabalhistas)	Redigir como prazo decadencial contratual e prever que o pleito notificado dentro do prazo sobrevive até sua solução final

REDAÇÃO-MODELO Limites de indenização com escalonamento

O Vendedor somente responderá por Perdas quando (i) a Perda individual, ou o conjunto de Perdas decorrentes de fatos de mesma natureza ou origem comum, superar R\$ [•] (*de minimis*); e (ii) o somatório das Perdas que superem o *de minimis* exceder R\$ [•] (*Franquia*), hipótese em que a indenização será devida **desde o primeiro real** e não apenas quanto ao excedente.

A responsabilidade agregada do Vendedor não excederá: (a) [30]% do Preço, quanto às Declarações Gerais; (b) [70]% do Preço, quanto às Declarações Fiscais, Trabalhistas e Previdenciárias; e (c) 100% do Preço, quanto às Declarações Fundamentais e às Indenizações Específicas do Anexo [•], observado que a responsabilidade agregada global não excederá 100% do Preço.

Os limites de *de minimis*, Franquia e teto **não se aplicam** às Declarações Fundamentais, às Indenizações Específicas, ao Vazamento e às hipóteses de dolo, fraude ou má-fé do Vendedor.

4.3.3 Sandbagging: o comprador pode reclamar do que já sabia?

Se o comprador descobriu o problema na diligência e mesmo assim fechou, pode depois exigir indenização por violação daquela declaração? A resposta depende exclusivamente do que o contrato disser — e o silêncio é o pior cenário, porque, no direito brasileiro, o juiz ou árbitro tenderá a examinar a boa-fé objetiva e a vedação ao comportamento contraditório.

- **Cláusula pró-sandbagging (favorece o comprador):** *"O direito à indenização não será afetado por qualquer investigação realizada pelo Comprador, nem pelo conhecimento, efetivo ou presumido, que o Comprador tenha ou pudesse ter de fato que constitua violação, salvo quanto ao que houver sido expressa e especificamente divulgado nos Anexos de Divulgação."* É a redação de mercado e a mais recomendável em termos de desenho de risco: o que protege o vendedor passa a ser a divulgação formal, e não o conhecimento informal. Registre-se, porém, que sua eficácia plena não está pacificada no direito brasileiro — diante de conhecimento efetivo e comprovado do comprador, a cláusula pode ser confrontada com a boa-fé objetiva e a vedação ao comportamento contraditório (arts. 113, 187 e 422 do Código Civil). É uma razão adicional para investir nos disclosure schedules, e não apenas na cláusula.
- **Cláusula anti-sandbagging (favorece o vendedor):** *"O Comprador não fará jus a indenização quanto a fatos de que tinha conhecimento efetivo antes da assinatura."* Transfere para o litígio a discussão sobre o que o comprador sabia — e prova de conhecimento é penosa para ambos os lados.

RECOMENDAÇÃO TÉCNICA

Adote a cláusula pró-sandbagging **combinada** com disclosure schedules específicos e bem trabalhados. Isso desloca a discussão do terreno subjetivo ("o comprador sabia?") para o terreno documental ("estava divulgado no anexo?"), que é objetivo, verificável e muito mais barato de resolver.

4.3.4 Procedimento: notificação e defesa de pleitos de terceiros

A maior parte das indenizações em operações brasileiras nasce de processos de terceiros — reclamações trabalhistas, autos de infração fiscal, ações de consumidor. Quem conduz essa defesa determina o resultado, e a cláusula precisa resolver o conflito estrutural: quem defende é o comprador, que controla a empresa; quem paga é o vendedor, que já saiu.

REDAÇÃO-MODELO Condução de defesa em pleito de terceiro

Recebida citação, notificação ou auto de infração que possa gerar Perda indenizável, o Comprador notificará o Vendedor em até 10 (dez) dias úteis, ou na metade do prazo de defesa se este for inferior, acompanhado de cópia integral da documentação.

O Vendedor poderá, mediante manifestação em 10 (dez) dias, **assumir a condução da defesa** às suas expensas, por advogados de reputação ilibada aprovados pelo Comprador, desde que (i) reconheça expressamente que a matéria é indenizável; (ii) o pleito não envolva pedido não pecuniário, matéria criminal, autoridade fiscal com poder de agravar o lançamento, ou cliente ou fornecedor estratégico do Negócio; e (iii) apresente garantia idônea do valor em discussão.

Não assumida a defesa, o Comprador a conduzirá, mantendo o Vendedor informado, franqueando acesso aos autos e à estratégia, e **não celebrará acordo sem anuência prévia do Vendedor, que não poderá ser injustificadamente negada**. Decorridos 10 (dez) dias úteis da consulta sem manifestação, a anuência será presumida.

A ausência ou o atraso da notificação somente afastará o dever de indenizar na exata medida do prejuízo efetivamente causado ao Vendedor pela perda de prazo ou de oportunidade de defesa.

O DETALHE QUE RESOLVE O CONFLITO NA PRÁTICA

A última frase — de que o atraso na notificação só prejudica na medida do dano efetivo — evita a perda integral de um pleito de milhões por um atraso de dois dias em uma notificação, que é uma das causas mais frequentes de disputa e uma das mais injustas. Do lado do vendedor, a exigência de reconhecimento prévio da indenizabilidade impede que o comprador entregue a defesa e depois discuta se o item era ou não coberto.

4.3.5 Remédio exclusivo e a ressalva indispensável

O vendedor busca estabelecer que a indenização contratual é o **único remédio** disponível, afastando pretensões paralelas de anulação do negócio, resolução por inadimplemento ou responsabilidade civil extracontratual — que escapariam de cap, basket e prazo. É legítimo e usual. Duas ressalvas, porém, são inegociáveis do ponto de vista técnico: as hipóteses de **dolo, fraude e má-fé**, cuja exclusão contratual é inválida por contrariar a boa-fé objetiva e a própria função do negócio (arts. 166, II, 187 e 422 do Código Civil) — note-se que o art. 424, restrito a contratos de adesão, não é o fundamento aplicável a um SPA paritário, ainda mais depois da presunção de simetria do art. 421-A —, e as obrigações de **tutela específica**, como a não concorrência, cuja violação exige medida inibitória e não apenas indenização.

4.4 Condições precedentes, período interino e MAC

Este bloco de cláusulas governa exclusivamente o intervalo entre assinatura e fechamento. Se as duas datas coincidem, ele deve ser suprimido — e não mantido "por precaução", como frequentemente ocorre, criando obrigações sem objeto.

4.4.1 Condições precedentes

Condição precedente é fato futuro e incerto de cuja verificação depende a obrigação de fechar. A regra de ouro: **condição precedente deve ser objetiva e verificável por terceiro**. Condição que depende da satisfação subjetiva de uma das partes ("a critério do Comprador") é, materialmente, uma opção de desistência — e deve ser tratada e precificada como tal.

Condição típica	De quem depende	Comentário
Aprovação do CADE sem restrições ou com restrições aceitáveis	Terceiro (autoridade)	Definir o que é "restrição aceitável" com objetividade; do contrário, o comprador ganha uma saída ampla
Aprovação de agência reguladora setorial	Terceiro (autoridade)	Mapear prazos reais na fase de estruturação; costuma governar o long stop date
Waivers de mudança de controle em contratos relevantes	Terceiro (contraparte privada)	Listar nominalmente quais contratos; "todos os contratos relevantes" é fonte garantida de disputa
Aprovações societárias e de comitê de investimento	A própria parte	Deve estar cumprida antes do signing; como CP, esvazia a vinculação
Reorganização societária pré-fechamento concluída	Vendedor	Detalhar os passos em anexo, com desenho da estrutura antes e depois
Veracidade das declarações na data de fechamento (bring-down)	Vendedor	Definir o padrão: literal, com materialidade, ou apenas ausência de efeito adverso relevante
Ausência de efeito adverso relevante (MAC)	Ninguém — é um estado de fato	A cláusula mais difícil de acionar na prática; ver adiante
Permanência dos executivos-chave e assinatura de seus contratos	Terceiro (pessoa física)	Negociar os contratos em paralelo ao SPA, não depois
Obtenção de certidões e regularizações	Vendedor	Prever alternativa: certidão positiva com efeito de negativa ou provisionamento em escrow

4.4.2 Obrigações interinas e o risco de gun jumping

Entre a assinatura e o fechamento, o vendedor ainda comanda a empresa, mas o comprador já tem interesse econômico nela. Os *covenants* interinos resolvem essa tensão: o vendedor obriga-se a conduzir o negócio no curso ordinário e a não praticar, sem consentimento, uma lista fechada de atos.

- Não distribuir dividendos ou juros sobre capital além do previsto; não reduzir capital.
- Não contratar dívida nova nem conceder garantias; não alienar ativos relevantes.
- Não alterar remuneração, não conceder bônus extraordinários e não contratar ou desligar executivos-chave.
- Não celebrar, rescindir ou aditar contratos relevantes fora do curso ordinário.
- Não alterar práticas contábeis, política de crédito, prazos de recebimento ou de pagamento.
- Não iniciar nem transigir em litígio acima de determinado valor.
- Manter seguros, licenças e a estrutura de capital.

GUN JUMPING — O LIMITE QUE O COVENANT NÃO PODE ULTRAPASSAR

Quando a operação é notificável ao CADE, o ato não pode ser consumado antes da apreciação (art. 88, §3º, da Lei 12.529/2011) e **as condições de concorrência entre as empresas envolvidas devem ser preservadas até a decisão final** (art. 88, §4º). Isso limita o próprio conteúdo dos covenants: cláusulas que dão ao comprador poder de decisão sobre preços, política comercial, clientes ou investimentos antes da aprovação podem, por si sós, configurar consumação antecipada. O covenant legítimo é **defensivo** (impedir que o vendedor esvazie o ativo), não **diretivo** (permitir que o comprador conduza o negócio).

São práticas de risco reconhecidas: integração de equipes comerciais, definição conjunta de preços, troca de informação concorrencialmente sensível sem *clean team*, abordagem conjunta a clientes e migração antecipada de sistemas. A sanção vai de R\$ 60 mil a R\$ 60 milhões, além da possibilidade de declaração de nulidade do ato e de instauração de processo por infração à ordem econômica.

4.4.3 Efeito adverso relevante (MAC / MAE)

A cláusula de MAC permite ao comprador não fechar se, entre a assinatura e o fechamento, ocorrer evento que afete de forma relevante e duradoura o negócio. Na prática internacional, é uma cláusula quase impossível de acionar — os tribunais exigem impacto de magnitude e durabilidade excepcionais. Sua função real é menos a de saída e mais a de **realocação de risco na renegociação**.

O que efetivamente se negocia não é a definição de MAC, e sim as **exceções** a ela: eventos que, mesmo sendo adversos, não contam. A lista típica exclui condições macroeconômicas gerais, alterações legislativas, eventos setoriais amplos, guerra, pandemia, e efeitos decorrentes da própria divulgação da operação. E, sobre essas exceções, incide a contra-exceção decisiva: **o evento volta a contar se afetar a empresa de forma desproporcional em relação às demais do setor**. É esse teste de desproporcionalidade — e não a definição de "relevante" — que decide o caso.

REDAÇÃO-MODELO Estrutura de uma definição de efeito adverso relevante

"**Efeito Adverso Relevante**" significa qualquer evento, fato ou alteração que, individualmente ou em conjunto, resulte ou seja razoavelmente esperado que resulte em efeito adverso relevante e **duradouro** sobre os negócios, a situação financeira, os resultados operacionais ou os ativos da Sociedade, considerados de forma consolidada.

Não constituem Efeito Adverso Relevante os efeitos decorrentes de: (i) condições econômicas, políticas, cambiais ou de mercado de caráter geral; (ii) alterações legislativas, regulatórias ou de normas contábeis; (iii) condições que afetem de modo geral o setor de atuação da Sociedade; (iv) guerra, terrorismo, calamidade pública, epidemia ou evento da natureza; (v) o anúncio ou a própria celebração deste Contrato, inclusive reações de clientes, fornecedores ou empregados; e (vi) atos praticados a pedido ou com anuência escrita do Comprador.

Ressalva: os eventos dos itens (i) a (iv) serão considerados no exame da existência de Efeito Adverso Relevante na medida em que afetem a Sociedade de forma **desproporcional** em comparação com as demais sociedades que atuam no mesmo setor e mercado geográfico.

4.4.4 Long stop date, esforços e exclusividade

- **Data limite (long stop date).** Prazo após o qual qualquer parte pode resilir se as condições não tiverem sido cumpridas. Deve ser dimensionada pelo prazo real do item mais lento — quase sempre a aprovação concorrencial ou regulatória — com prorrogação automática limitada. Prever expressamente que **não pode invocar a data limite a parte que deu causa ao descumprimento**.
- **Padrão de esforços.** A gradação importa e deve ser explicitada, porque no direito brasileiro não há tipologia consolidada: *melhores esforços* (obrigação intensa, com dever de incorrer em custos e ceder em concessões), *esforços comerciais razoáveis* (padrão intermediário, sem obrigação de sacrifício econômico desproporcional) e *esforços razoáveis* (padrão mínimo). Em aprovação concorrencial sensível, o comprador pode ser levado a assumir uma obrigação de resultado — a chamada cláusula *hell or high water*, pela qual aceita qualquer remédio exigido pela autoridade, inclusive alienação de ativos.
- **No-shop e break fee.** Vedação de negociar com terceiros no interregno, usualmente acompanhada de multa. No Brasil, a multa é válida como cláusula penal, mas está sujeita à redução equitativa pelo juiz ou árbitro se for manifestamente excessiva frente à obrigação principal (art. 413 do Código Civil) — o que recomenda calibrá-la em percentual defensável do preço, tipicamente entre 1% e 3%.

4.5 Cláusulas societárias: a convivência depois do fechamento

Sempre que o vendedor permanece como sócio — venda de participação minoritária, entrada de investidor, rollover, aquisição em etapas — o acordo de sócios ou de acionistas passa a ser tão importante quanto o contrato de compra e venda. Ele governa os anos seguintes, e é onde a assimetria de poder entre controlador e minoritário é corrigida ou consagrada.

EFICÁCIA — DOIS PONTOS FORMAIS QUE ANULAM ANOS DE NEGOCIAÇÃO

Na **sociedade anônima**, o acordo de acionistas só é oponível à companhia se **arquivado na sua sede**, e as obrigações de voto e de transferência só valem contra terceiros se **averbadas nos livros de registro** (art. 118 da Lei 6.404/76). Sem esses atos, o acordo vale apenas entre as partes, e a companhia pode legitimamente computar voto proferido em desacordo.

Na **sociedade limitada**, o acordo de quotistas não tem previsão legal específica equivalente; sua eficácia perante a sociedade depende de previsão no contrato social e de arquivamento na sede, com aplicação analógica do art. 118 (autorizada pelo art. 1.053, parágrafo único, do Código Civil, quando o contrato social elege a LSA como regência supletiva). É prática recomendável **regência supletiva expressa pela LSA** no contrato social sempre que houver acordo de quotistas relevante.

4.5.1 Governança e matérias reservadas

O núcleo do acordo é a lista de decisões que não podem ser tomadas sem o voto favorável do sócio minoritário — o veto. A lista precisa ser fechada, com limiares numéricos, e desenhada de forma a proteger o valor do investimento sem paralisar a gestão do dia a dia.

- Alteração do contrato social ou estatuto, do objeto social e do capital.
- Emissão de participações, valores mobiliários conversíveis, opções ou planos de incentivo com equity.
- Aprovação de orçamento anual e de plano de negócios, e desvios acima de x%.
- Endividamento acima de R\$ [●] ou de determinado múltiplo de EBITDA; concessão de garantias a terceiros.
- Investimento, aquisição ou alienação de ativos acima de R\$ [●].
- Política de dividendos e qualquer distribuição não obrigatória.
- Contratação com partes relacionadas, em qualquer valor.
- Contratação e desligamento de executivos-chave e alteração de sua remuneração.
- Mudança de auditor independente e de práticas contábeis.
- Início ou transação de litígio acima de R\$ [●]; pedido de recuperação judicial.
- Aprovação de operação de M&A, incorporação, cisão ou abertura de capital.

ERRO DE CALIBRAGEM MAIS COMUM

Lista de veto longa demais em empresa que ainda precisa crescer rápido produz paralisação decisória e, em pouco tempo, um pedido de renegociação. Lista curta demais deixa o minoritário exposto à diluição, ao endividamento e à extração de valor por partes relacionadas. A calibragem correta é por **valor e por natureza**: veto amplo sobre atos estruturais e sobre partes relacionadas, veto por limiar financeiro sobre atos de gestão.

4.5.2 Restrições e direitos de transferência

Cláusula	O que faz	A quem protege	Onde costuma falhar
Lock-up	Impede a venda de participação por período determinado	Ambos — preserva a estabilidade societária inicial	Ausência de exceções para sucessão, planejamento patrimonial e transferência a veículos do mesmo titular
Direito de preferência	Assegura ao sócio o direito de igualar oferta de terceiro	Sócios remanescentes	Prazo longo demais afugenta comprador de boa-fé; deve haver regra clara para oferta parcial e para pagamento não pecuniário
Tag along	Permite ao minoritário vender junto, nas mesmas condições	Minoritário	Tag proporcional deixa o minoritário parcialmente preso; tag integral (100%) é a proteção real
Drag along	Obriga o minoritário a vender junto com a maioria	Majoritário — viabiliza a venda de 100% da empresa	Sem preço mínimo, sem exigência de mesmas condições e sem limite às declarações exigíveis do arrastado, transforma-se em expropriação
Direito de primeira oferta	Obriga a oferecer primeiro ao sócio, antes de ir ao mercado	Ambos	Alternativa mais amigável ao mercado do que a preferência clássica
Vedação a concorrentes	Proíbe a transferência a concorrente identificado	A sociedade	Lista nominal em anexo, atualizável — definição genérica não é operacional

REDAÇÃO-MODELO Drag along com as proteções indispensáveis ao arrastado

Recebida oferta de terceiro de boa-fé pela totalidade das participações, os Sócios titulares de, no mínimo, [•]% do capital poderão exigir que os demais alienem suas participações ao mesmo Ofertante (**Direito de Arraste**), desde que cumulativamente: (i) o preço por participação seja idêntico ao dos Sócios Arrastantes, em dinheiro e à vista, ou, se houver componente diferido, na mesma proporção e sob as mesmas condições; (ii) o preço implique valor total da Sociedade não inferior a R\$ [•] ou a [•] vezes o EBITDA dos últimos 12 meses, o que for maior; (iii) o Sócio Arrastado não seja obrigado a prestar declarações e garantias além das relativas à sua própria titularidade, capacidade e ausência de ônus sobre suas participações; (iv) a responsabilidade do Sócio Arrastado seja individual, **não solidária**, e limitada ao valor por ele efetivamente recebido; e (v) o Sócio Arrastado não seja obrigado a assumir obrigação de não concorrência mais gravosa do que a já assumida.

4.5.3 Liquidez e saída

Acordo de sócios sem mecanismo de saída é um casamento sem hipótese de divórcio: funciona enquanto todos concordam. Os instrumentos usuais:

- **Opção de venda (put)** do minoritário contra a sociedade ou o controlador, exercível após prazo de carência ou na frustração de um evento de liquidez, com fórmula de preço objetiva (múltiplo de EBITDA menos dívida líquida, ou avaliação por banco independente com regra de escolha).
- **Opção de compra (call)** do controlador sobre o minoritário, tipicamente vinculada a saída do executivo ou a descumprimento contratual, com preço diferenciado conforme a causa da saída (*good leaver / bad leaver*).
- **Obrigação de buscar liquidez**: compromisso de conduzir processo de venda ou abertura de capital em determinado prazo, com direito de o minoritário conduzir o processo se o prazo se esgotar (*drag invertido*).
- **Mecanismo de impasse (deadlock)**: escalonamento para os sócios, mediação e, persistindo, cláusula de compra e venda recíproca — na qual uma parte oferece preço e a outra escolhe se compra ou vende por

aquele preço. Elegante, mas assimétrica quando há grande diferença de capacidade financeira entre os sócios; nesse caso, prefira avaliação independente com direito de preferência.

PONTO DE ATENÇÃO SOBRE PUT CONTRA A SOCIEDADE

Put exercível contra a **própria sociedade** implica aquisição de participações próprias e só pode ser cumprido com **lucros e reservas disponíveis**, sem redução do capital social (art. 30, §1º, "b", da Lei 6.404/76 e art. 1.059 do Código Civil por analogia). Uma put sem previsão de reserva ou de fonte alternativa de pagamento é uma promessa que a sociedade pode estar juridicamente impedida de honrar. Prever put subsidiária contra o controlador resolve o problema.

4.6 Proteção do negócio adquirido

O comprador paga por um fluxo de caixa que depende de pessoas, clientes e conhecimento. Sem as cláusulas abaixo, nada impede que o vendedor receba o preço na sexta-feira e recrie o mesmo negócio na segunda.

4.6.1 Não concorrência

No direito brasileiro, a validade da não concorrência depende de sua **razoabilidade**, aferida por quatro dimensões: prazo, território, escopo material e contrapartida. Cláusula ampla demais não é apenas atacável — pode ser reduzida judicialmente ou declarada nula, deixando o comprador sem proteção alguma.

- **Prazo.** Em operações de M&A, prazos de 3 a 5 anos são o padrão aceito. O CADE, ao analisar atos de concentração, adota como referência de razoabilidade o prazo de **até 5 anos** para cláusulas de não concorrência acessórias à operação, limitadas ao mercado relevante afetado; ultrapassados esses limites, a cláusula pode ser vista como restrição não acessória e ser objeto de determinação de ajuste.
- **Território.** Delimitado às praças em que a empresa efetivamente atua ou tem plano concreto de atuar. "Território nacional" em empresa que opera em três estados é frágil.
- **Escopo material.** Definir a atividade vedada por descrição funcional concreta, não por CNAE ou por referência genérica ao "mesmo ramo".
- **Contrapartida.** Em M&A, entende-se que a contrapartida está embutida no preço — mas a boa técnica é **destacar expressamente uma parcela do preço** como remuneração da obrigação de não concorrência. Isso robustece a cláusula e, quando bem estruturado, pode ter efeito tributário relevante, embora exija análise específica.
- **Abrangência subjetiva.** A obrigação deve alcançar o vendedor, seus cônjuges, ascendentes, descendentes e sociedades controladas — do contrário, o negócio reaparece no CNPJ do filho.

REDAÇÃO-MODELO Não concorrência e não aliciamento

Pelo prazo de [5] anos contados da Data de Fechamento, o Vendedor obriga-se, por si e por meio de cônjuge, ascendentes, descendentes e sociedades sob seu controle ou influência significativa, a não, direta ou indiretamente, no Território definido no Anexo [•]: (i) explorar, sob qualquer forma societária ou contratual, atividade concorrente às Atividades Restritas descritas no Anexo [•]; (ii) deter participação, prestar serviços, exercer administração ou atuar como consultor de sociedade que explore as Atividades Restritas; nem (iii) financiar ou licenciar tecnologia, marca ou *know-how* a terceiro para esse fim.

Pelo mesmo prazo, o Vendedor não contratará, nem induzirá a desligamento, empregado, administrador ou prestador de serviços da Sociedade, nem solicitará negócios de clientes com os quais a Sociedade tenha mantido relação nos 24 (vinte e quatro) meses anteriores. A vedação não alcança contratação decorrente de processo seletivo público não dirigido.

As Partes reconhecem que R\$ [•] do Preço remuneram especificamente as obrigações desta Cláusula.

A violação sujeita o Vendedor a multa não compensatória de R\$ [•] por infração, **sem prejuízo da indenização por perdas que a excedam e da tutela específica**, podendo o Comprador exigir a cessação imediata da conduta, inclusive por medida de urgência, independentemente de demonstração de dano.

4.6.2 Retenção de pessoas-chave

Em empresas de serviços, tecnologia e saúde, o ativo sai pela porta todo dia às 18h. A retenção é estruturada em três camadas, e nenhuma delas sozinha resolve.

- **Contratual:** contratos de trabalho ou de prestação de serviços assinados como condição de fechamento, com prazo, remuneração e cláusula de não concorrência própria — esta, no contexto trabalhista, exige contrapartida financeira específica durante o período de vigência pós-contratual, sob pena de ineficácia.
- **Econômica:** bônus de retenção pagos em parcelas ao longo de 24 a 36 meses, ou plano de incentivo de longo prazo na adquirente. Atenção: bônus de retenção pago pelo vendedor com recursos do preço tem natureza distinta de bônus pago pela adquirente, com consequências trabalhistas e tributárias diferentes.
- **Estrutural:** vincular parte do preço do próprio vendedor à permanência (rollover com vesting reverso, ou earn-out com aceleração apenas em caso de desligamento sem justa causa). É a camada mais eficaz, porque alinha o interesse patrimonial em vez de criar apenas uma obrigação.

4.7 Cláusulas gerais que decidem litígios

São as cláusulas lidas por último na negociação e citadas primeiro na disputa.

4.7.1 Arbitragem

Praticamente todo contrato de M&A relevante no Brasil elege arbitragem. A cláusula precisa resolver, expressamente, sete pontos — a omissão de qualquer um deles gera incidente processual caro logo no início do procedimento.

- **Instituição** e regulamento aplicável (indicar a câmara pelo nome exato).
- **Sede** da arbitragem — que determina a lei processual e o foro do Judiciário competente para as ações de apoio e anulação.
- **Idioma e lei aplicável ao mérito.**
- **Número de árbitros** e forma de indicação, com regra específica para **multiplicidade de partes** — cláusula que só prevê "cada parte indica um árbitro" trava quando há três ou mais partes com interesses distintos.
- **Confidencialidade** do procedimento, da sentença e dos documentos.
- **Medidas de urgência:** prever expressamente a possibilidade de recurso ao Judiciário antes da constituição do tribunal, sem que isso implique renúncia à arbitragem, e a competência do árbitro de emergência da instituição.
- **Custos e honorários:** critério de rateio e possibilidade de condenação em honorários de sucumbência.

COERÊNCIA ENTRE INSTRUMENTOS

SPA, acordo de sócios, contrato de escrow, contratos de trabalho e contratos acessórios precisam ter cláusulas compromissórias **idênticas e compatíveis**, com previsão de consolidação de procedimentos conexos. Contratos do mesmo deal com cláusulas divergentes — um com arbitragem, outro com foro judicial — produzem litígios paralelos sobre os mesmos fatos, com risco de decisões contraditórias. É um erro frequente e inteiramente evitável.

4.7.2 Outras cláusulas que não são "boilerplate"

Cláusula	Por que importa
Solidariedade entre vendedores	Com múltiplos vendedores, a responsabilidade solidária é essencial ao comprador — sem ela, terá de perseguir cada um proporcionalmente. Os vendedores, por sua vez, devem pactuar entre si o direito de regresso e o rateio interno em instrumento próprio

Cláusula	Por que importa
Integralidade (entire agreement)	Afasta documentos preliminares e tratativas. No direito brasileiro, porém, não neutraliza integralmente a boa-fé objetiva nem a valoração das tratativas na interpretação (arts. 113 e 422 do Código Civil). Serve para reduzir, não para eliminar, o risco de alegações baseadas no CIM e em e-mails de negociação
Tutela específica	Declarar expressamente que as obrigações de fazer e não fazer comportam execução específica e medida de urgência (arts. 497 e 501 do CPC) — crítico para não concorrência, confidencialidade e obrigação de transferir participações
Cessão e mudança de controle	Vedar a cessão sem anuência, ressaltando cessão a afiliadas do comprador com manutenção de sua responsabilidade solidária — do contrário, o vendedor pode acabar com um devedor esvaziado
Notificações	Endereços, e-mails e pessoas designadas, com dever de atualização. Vício de notificação é a forma mais banal de perder um pleito indenizatório milionário
Tributos e despesas	Quem paga ITBI (em asset deal com imóveis), custas de registro, honorários de assessores e custo do escrow. Deve refletir o que foi assumido no cálculo do preço
Anticorrupção e sanções	Declaração e obrigação continuada de conformidade com a Lei 12.846/2013 e, quando houver elemento estrangeiro, com FCPA e UK Bribery Act, com direito de auditoria e rescisão
Confidencialidade e comunicação	Regime pós-fechamento, com regra clara sobre anúncios públicos e comunicação a clientes e empregados

PARTE V

Matriz de posições: comprador × vendedor

Uma leitura de uma página do que cada lado busca em cada frente. Serve para preparar a mesa: antes de negociar, decida em quais linhas você vai ceder e quais são inegociáveis — e nunca ceda duas linhas do mesmo bloco.

Tema	Posição do comprador	Posição do vendedor	Onde costuma parar
Estrutura	Asset deal, para não herdar passivo	Share deal, por eficiência tributária e simplicidade	Share deal com indenização reforçada e escrow maior
Mecânica de preço	Closing accounts	Locked box com ticking fee	Closing accounts com franquia de ajuste e perito nomeado
Dívida líquida	Lista ampla e exemplificativa	Lista taxativa com exemplo numérico	Lista fechada, negociada item a item, com anexo de cálculo
Earn-out	EBITDA, período longo, gestão livre	Métrica objetiva, período curto, proteções de gestão	Métrica financeira com lista fechada de vedações e recálculo
Escrow	20% a 25% por 36 meses	5% a 10% por 12 a 18 meses	10% a 15%, liberação escalonada, retendo pleitos notificados
Declarações	Amplas, sem qualificadores	Estreitas, com materialidade e conhecimento	Qualificador único por declaração, com materialidade numérica e conhecimento presumido de pessoas nomeadas
Cap geral	30% ou mais	10% ou menos	15% a 25%, com camadas superiores para fiscal, trabalhista e fundamentais
Sobrevivência	36 meses no geral; prescricional no fiscal	12 meses no geral	18 a 24 meses no geral; prescricional + carência no fiscal e trabalhista
Sandbagging	Pró-sandbagging	Anti-sandbagging	Pró-sandbagging com disclosure schedules detalhados
Remédio exclusivo	Rejeita, para manter vias paralelas	Exige, para travar o cap	Exclusivo, com ressalva de dolo, fraude e tutela específica
MAC	Definição ampla, poucas exceções	Definição estreita, muitas exceções	Definição ampla com exceções extensas e teste de desproporcionalidade
Não concorrência	5 anos, território amplo, escopo largo	2 a 3 anos, restrito à atuação efetiva	3 a 5 anos, território de atuação real, escopo funcional descrito
Governança pós-deal	Lista curta de veto ao minoritário	Lista longa de matérias reservadas	Veto amplo em atos estruturais e partes relacionadas; por limiar nos atos de gestão
Saída do minoritário	Drag along amplo, sem piso	Put com fórmula e tag along integral	Drag com piso de preço e proteções; put com carência e fórmula objetiva

PARTE VI

Riscos especificamente brasileiros

Modelos de contrato importados falham no Brasil sempre pelos mesmos pontos: o direito brasileiro impõe sucessões que o contrato não consegue afastar, e a carga contenciosa trabalhista e tributária de uma empresa média é estruturalmente maior do que a de suas equivalentes em outras jurisdições. Esta parte lista o que precisa ser especificamente endereçado.

6.1 Sucessão tributária

O art. 133 do CTN estabelece que quem adquire fundo de comércio ou estabelecimento e continua a exploração responde pelos tributos devidos até a data do ato: **integralmente**, se o alienante cessar a exploração; **subsidiariamente**, se o alienante prosseguir ou reiniciar atividade em seis meses. O art. 132 trata da sucessão em incorporação, fusão e transformação. Em share deal, a discussão sequer se coloca — o passivo permanece na entidade adquirida.

Duas consequências práticas. Primeira: o asset deal **não é** uma blindagem tributária completa. Segunda: a alienação judicial em falência, ou de filial ou unidade produtiva isolada em recuperação judicial, é o caminho **mais robusto — e não o único** — para adquirir ativo operacional sem sucessão. O afastamento da sucessão tributária decorre do art. 133, §1º, do CTN; da sucessão trabalhista, do art. 60, parágrafo único, e do art. 141, II, da Lei 11.101/2005. A blindagem não é absoluta: o art. 133, §2º, do CTN a afasta quando o adquirente for sócio da sociedade em recuperação ou falida, parente até o quarto grau de sócio ou do devedor, ou agente do devedor constituído para fraudar a sucessão — e a Justiça do Trabalho ainda examina fraude e configuração de grupo econômico.

6.2 Sucessão trabalhista e responsabilidade do sócio que sai

- Os arts. 10 e 448 da CLT determinam que a alteração na estrutura jurídica ou na propriedade da empresa **não afeta os contratos de trabalho**. A sucessão é automática e independe de cláusula contratual.
- O art. 448-A, incluído pela Reforma Trabalhista, atribui ao sucessor a responsabilidade pelas obrigações trabalhistas, ressalvando a responsabilidade solidária do sucedido quando comprovada **fraude na transferência**.
- O art. 10-A da CLT disciplina a responsabilidade do **sócio retirante** por obrigações trabalhistas do período em que foi sócio: subsidiária, em ordem de preferência atrás da empresa e dos sócios atuais, e limitada às ações ajuizadas em até **dois anos** da averbação da alteração contratual. Daí a importância prática de **averbar a saída imediatamente** — o prazo corre da averbação, não do fechamento. O parágrafo único do mesmo artigo torna a responsabilidade **solidária** quando comprovada fraude na alteração societária.
- A configuração de **grupo econômico** (art. 2º, §§2º e 3º, da CLT) pode estender a responsabilidade a outras empresas do grupo comprador. Em operações de consolidação, é risco a ser mapeado e endereçado contratualmente.

6.3 CADE: quando notificar e o que não fazer antes da aprovação

- **Critério de faturamento (art. 88 da Lei 12.529/2011, com os valores fixados pela Portaria Interministerial 994/2012):** notificação obrigatória quando um grupo envolvido tiver registrado, no último balanço, faturamento bruto no Brasil de **R\$ 750 milhões ou mais** e outro grupo envolvido, **R\$ 75 milhões ou mais**. Há discussão em curso, no âmbito do Ministério da Fazenda, sobre a atualização desses patamares — cogita-se de R\$ 2 bilhões e R\$ 200 milhões —, mas até o momento os valores de 2012 permanecem vigentes; confirme os limites em vigor na data da operação.
- **Consumação prévia é vedada:** o ato só pode ser consumado após a aprovação (art. 88, §3º). A Resolução CADE 33/2022 consolidou as regras de notificação, procedimento sumário e ordinário.

- **Prazos:** o prazo legal máximo de análise é de 240 dias contados do protocolo (art. 88, §2º), aplicável a ambos os ritos — na prática, o sumário é decidido em poucas semanas e o ordinário consome a maior parte do prazo. A dilação é possível por até 60 dias, improrrogáveis, a requerimento das partes, ou por até 90 dias mediante decisão fundamentada do Tribunal (art. 88, §9º), o que leva o teto real a 330 dias. Dimensione o long stop date por esse teto, e não pela média.
- **Gun jumping:** integração antecipada, troca de informação sensível ou influência do comprador na gestão antes da aprovação sujeitam as partes a multa de R\$ 60 mil a R\$ 60 milhões, nulidade do ato e processo administrativo por infração à ordem econômica.
- **Cláusulas acessórias:** restrições de não concorrência acessórias à operação são aceitas quando limitadas em prazo (referência de até 5 anos), território e escopo. Restrições além disso podem ser objeto de determinação de ajuste pelo Conselho.

6.4 Tributação da operação

Situação	Tratamento típico	Ponto de atenção
Venda por pessoa física	Ganho de capital com alíquotas progressivas de 15% a 22,5%, conforme faixas de ganho	Custo de aquisição documentado é decisivo; participação recebida por integralização com bens tem regra própria
Venda por pessoa jurídica no lucro real	Ganho compõe o lucro tributável — IRPJ e CSLL, carga combinada de até 34%	Possibilidade de compensação com prejuízo fiscal, respeitada a trava de 30%
Venda por holding no lucro presumido	Depende do objeto social e da caracterização como receita operacional ou ganho de capital	Estrutura montada às vésperas da venda é alvo frequente de questionamento por falta de propósito negocial
Preço parcelado ou earn-out	Ganho reconhecido à medida em que se torna conhecido e exigível (preço indeterminado)	Documentar a natureza de preço, e não de remuneração, quando o vendedor permanece como executivo
Ágio por rentabilidade futura (goodwill)	Amortização fiscal condicionada aos requisitos da Lei 12.973/2014: laudo de alocação do preço (PPA), confusão patrimonial e aquisição entre partes não dependentes	O laudo deve ser protocolado na RFB, ou ter o sumário registrado em Cartório de Títulos e Documentos, até o último dia útil do 13º mês seguinte ao da aquisição (art. 20, §3º, do Decreto-Lei 1.598/77). Laudo pronto e não protocolado perde o benefício do mesmo modo, e a perda é irreversível
Vendedor no exterior	Ganho de capital tributado na fonte, às alíquotas progressivas de 15% a 22,5%; 25% se o beneficiário residir em país ou dependência com tributação favorecida (art. 47 da Lei 10.833/2003); atenção a tratados contra dupla tributação	Responsabilidade do adquirente ou do procurador do alienante pela retenção e pelo recolhimento
Distribuição de lucros antes ou depois do fechamento (Lei 15.270/2025)	Desde 1º de janeiro de 2026, IRRF de 10% sobre lucros e dividendos pagos por uma mesma pessoa jurídica a pessoa física residente acima de R\$ 50 mil no mês, e de 10% sobre dividendos remetidos ao exterior, além do imposto mínimo da pessoa física	Há regra de transição para lucros apurados até 2025 cuja distribuição tenha sido aprovada e formalizada até 31/12/2025 . Impacta a decisão de distribuir caixa antes do fechamento, a lista de vazamentos permitidos no locked box e o covenant de não distribuição no interregno
Reforma tributária (EC 132/2023 e LC 214/2025)	IBS e CBS incidem sobre consumo e não sobre a alienação de participação societária em si; 2026 é o ano-teste da transição, com alíquotas de 0,9% (CBS) e 0,1% (IBS)	Impacta o <i>valuation</i> — a modelagem de EBITDA futuro precisa refletir a transição do sistema, especialmente em setores hoje beneficiados por incentivo estadual

Situação	Tratamento típico	Ponto de atenção
NOTA Regras tributárias mudam com frequência e comportam variações relevantes conforme a estrutura concreta. Este quadro é um mapa de temas a endereçar, e não uma orientação fiscal aplicável a um caso específico — a modelagem tributária deve ser validada com o tributarista antes da assinatura do term sheet, não depois.		

6.5 Outros riscos que precisam de cláusula própria

- **Ambiental.** A responsabilidade por dano ambiental é objetiva e de natureza *propter rem*: acompanha o bem e alcança o adquirente independentemente de culpa ou de quem contaminou. Em ativos industriais, logísticos ou com histórico de armazenamento de combustíveis, a diligência ambiental de campo é indispensável, e o tema costuma exigir indenização específica sem cap e com prazo longo.
- **Desconsideração da personalidade jurídica.** O art. 50 do Código Civil, alterado pela Lei 13.874/2019, restringiu a desconsideração a hipóteses de desvio de finalidade e confusão patrimonial, e o CPC criou o incidente próprio. Ainda assim, a aplicação é mais elástica na Justiça do Trabalho (arts. 2º, §2º, e 10-A da CLT, com o incidente do art. 855-A) e nas relações de consumo, em que o art. 28, §5º, do CDC dispensa a demonstração de desvio de finalidade ou confusão patrimonial. Estruturas de aquisição com veículos subcapitalizados são especialmente expostas.
- **Fraude contra credores e fraude à execução.** Venda de ativos por vendedor com passivo relevante e sem patrimônio remanescente suficiente pode ser desconstituída ou declarada ineficaz perante credores. Certidões e análise de solvência do vendedor são parte da diligência, não formalidade.
- **LGPD.** A transferência de base de dados de clientes exige base legal adequada; a diligência precisa observar minimização e anonimização; e incidentes pretéritos não comunicados são contingência autônoma. Deve haver declaração específica e, quando houver histórico, indenização dedicada.
- **Integridade (Lei 12.846/2013).** A responsabilidade da pessoa jurídica é objetiva e subsiste em caso de alteração contratual, transformação, incorporação, fusão ou cisão (art. 4º, caput). Nas hipóteses de **fusão e incorporação — e apenas nelas** — a responsabilidade da sucessora é restrita à obrigação de pagar a multa e reparar integralmente o dano, até o limite do patrimônio transferido, salvo simulação ou evidente intuito de fraude (art. 4º, §1º). A cisão não conta com essa limitação legal expressa, o que exige tratamento contratual próprio. Diligência de integridade é indispensável em negócios com exposição ao setor público.
- **Setores regulados e restrições subjetivas.** Instituições financeiras (BACEN), seguros (SUSEP), saúde suplementar (ANS), energia, telecomunicações, saúde e aviação exigem aprovação prévia. Aquisição de imóvel rural por estrangeiro ou por empresa brasileira sob controle estrangeiro tem restrições próprias. Investimento estrangeiro exige registro de capital no BACEN, condição para futura remessa de dividendos e repatriação.

PARTE VII

Ferramentas de trabalho

7.1 Cronograma-padrão de um deal de middle market

Referência para operação com signing e closing separados e necessidade de aprovação concorrencial. Prazos em semanas, contados do início do processo formal.

Semana	Marco	Frente principal
0 a 8	Preparação, VDD, CIM e teaser	Assessor financeiro
8 a 16	Aproximação de compradores, NDAs, envio de CIM, primeiras conversas	Assessor financeiro
16 a 20	Recebimento de indicações de interesse e seleção	Vendedor e assessor
20 a 24	Negociação e assinatura do term sheet, início da exclusividade	Assessor e advogados
24 a 34	Due diligence completa e matriz de contingências	Comprador e assessores
30 a 40	Negociação dos definitivos, em paralelo ao fim da diligência	Advogados
40 a 42	Disclosure schedules, aprovações societárias e assinatura	Ambos
42 a 60	Notificação ao CADE, waivers, reorganizações e demais condições	Regulatório e advogados
60 a 62	Fechamento, pagamento e transferência	Advogados
62 a 74	Balanço de fechamento, ajuste de preço e início do PMI	Financeiro e comprador
74 em diante	Earn-out, gestão de pleitos e liberação escalonada do escrow	Ambos

7.2 Checklist de diligência — blocos mínimos

Frente	Itens de maior risco em empresa brasileira de porte médio
Societário	Cadeia de titularidade e cap table; livros e atas; instrumentos conversíveis e opções; acordos de sócios vigentes; ônus e gravames sobre participações; poderes e procurações vigentes
Contratos	Contratos com os 10 maiores clientes e fornecedores; cláusulas de mudança de controle, exclusividade e rescisão; contratos de longo prazo com preço fixo; garantias prestadas a terceiros
Fiscal	Parcelamentos e sua regularidade; créditos aproveitados e sua origem; benefícios fiscais estaduais e condicionantes; obrigações acessórias; distribuição de lucros isenta em excesso ao lucro contábil; operações com partes relacionadas
Trabalhista	Contratação de PJ para função subordinada; terceirização de atividade-fim e sua documentação; jornada, banco de horas e horas extras; verbas com natureza salarial disfarçada; passivo de ações em curso e taxa histórica de êxito; NRs e saúde ocupacional; acordos coletivos
Ambiental	Licenças vigentes e condicionantes; passivo de solo e água; resíduos e logística reversa; áreas de preservação e regularidade fundiária
Propriedade intelectual e TI	Titularidade de marcas e domínios; cessão de direitos autorais por empregados e terceiros; software de terceiros e licenças de código aberto; contratos de desenvolvimento; dependência de fornecedores críticos

Frete	Itens de maior risco em empresa brasileira de porte médio
Dados e privacidade	Mapeamento de tratamento e bases legais; contratos com operadores; incidentes e comunicações à ANPD; transferência internacional
Integridade	Relacionamento com poder público; licitações e contratos administrativos; doações e patrocínios; pagamentos a intermediários; programa de compliance e sua efetividade real
Imobiliário e ativos	Matrículas e ônus; regularidade edilícia e habite-se; locações e cláusulas de rescisão; alienações fiduciárias e arrendamentos
Financeiro	Qualidade do EBITDA e normalizações; capital de giro histórico e sazonalidade; endividamento e covenants; contingências provisionadas e não provisionadas; concentração de receita

7.3 Checklist de fechamento

Modelo reduzido do *closing checklist*. Em operação real, cada linha ganha responsável, prazo, status e documento comprobatório.

- Certificado do vendedor atestando a veracidade das declarações na data de fechamento e o cumprimento de suas obrigações interinas.
- Certificado do comprador em termos equivalentes.
- Evidência de aprovação do CADE e de eventuais aprovações regulatórias, com comprovação de trânsito em julgado administrativo.
- Waivers e consentimentos de terceiros, nominalmente listados.
- Atas e instrumentos societários de aprovação de ambas as partes.
- Alteração do contrato social ou termo de transferência lavrado em livro, assinado.
- Instrumentos de renúncia dos administradores e atos de nomeação dos novos.
- Baixa de garantias prestadas pelos vendedores em favor da sociedade e substituição por garantias do comprador.
- Contrato de escrow assinado, conta aberta e comprovante de depósito.
- Comprovantes de transferência do preço à vista.
- Contratos de trabalho, de não concorrência e acessórios assinados.
- Entrega física e digital: livros societários, contábeis e fiscais, certificados digitais, senhas, chaves e acessos a sistemas.
- Alteração de poderes bancários e de representação perante órgãos públicos.
- Termo de fechamento assinado por todas as partes, com a relação das entregas efetuadas.

7.4 Os erros que mais destroem valor

#	Erro	Consequência típica
1	Ir a mercado sem preparação societária e sem vendor due diligence	Reprecificação de 10% a 25% na reta final, quando o vendedor já não tem alternativa
2	Term sheet vago sobre indenização e escrow	Perda da melhor janela de negociação; o tema volta já sob exclusividade
3	Exclusividade longa concedida cedo e sem contrapartida	Eliminação da tensão competitiva e enfraquecimento estrutural da posição

#	Erro	Consequência típica
4	Diligência que não vira cláusula	Contingência mapeada e não endereçada, assumida de graça pelo comprador
5	Disclosure schedules genéricos ou feitos às pressas	Vendedor responde por tudo que "achou que tinha divulgado" no data room
6	Cap alto sem garantia correspondente	Direito de indenização sem lastro patrimonial — vitória inexequível
7	Earn-out sem regras de governança do período de apuração	Meta inatingível sem má-fé demonstrável; litígio de resultado incerto
8	Definição aberta de dívida líquida e de capital de giro alvo	Ajuste de preço vira perícia, com custo alto e resultado imprevisível
9	Integração antecipada antes da aprovação do CADE	Gun jumping: multa, nulidade e processo por infração à ordem econômica
10	Acordo de sócios deixado para depois do fechamento	Minoritário sem alavanca e sem mecanismo de saída
11	Cláusulas de arbitragem divergentes entre os instrumentos do mesmo deal	Litígios paralelos sobre os mesmos fatos, com risco de decisões contraditórias
12	Perder o prazo de notificação de pleito indenizatório	Extinção do direito, ainda que o prejuízo seja incontroverso

ANEXO

Glossário

Termo	Significado
Basket / franquia	Valor acumulado de perdas a partir do qual a indenização passa a ser devida. Na modalidade <i> tipping </i> , superado o limiar indeniza-se desde o primeiro real; na <i> dedutível </i> , apenas o excedente
Bring-down	Repetição das declarações e garantias na data do fechamento, como condição para fechar
Cap	Teto de responsabilidade indenizatória do vendedor
CIM / Information Memorandum	Documento de apresentação detalhada da empresa a potenciais compradores que já assinaram confidencialidade
Clean team / clean room	Grupo restrito, tipicamente de assessores externos, autorizado a examinar informação concorrencialmente sensível antes da aprovação do CADE
Closing accounts	Regime de preço em que o valor final é ajustado contra balanço levantado na data do fechamento
Covenant	Obrigação de fazer ou não fazer assumida durante o período entre assinatura e fechamento
De minimis	Valor mínimo de perda individual para que um pleito seja considerado
Disclosure schedules	Anexos em que o vendedor divulga exceções às declarações, afastando sua responsabilidade sobre o divulgado
Drag along	Direito do majoritário de obrigar o minoritário a vender junto
Earn-out	Parcela do preço condicionada ao desempenho futuro do negócio
Enterprise value	Valor do negócio operacional, livre de caixa e de dívida
Equity value	Valor das participações societárias — enterprise value ajustado por dívida líquida e capital de giro
Escrow	Depósito de parte do preço em conta vinculada, liberado conforme gatilhos contratuais
Gun jumping	Consumação antecipada de operação sujeita a aprovação concorrencial, antes da decisão do CADE
Hell or high water	Obrigação do comprador de obter a aprovação regulatória a qualquer custo, aceitando todos os remédios exigidos
Leakage	Transferência de valor da empresa para o vendedor ou partes relacionadas entre a data-base e o fechamento, no regime de locked box
Locked box	Regime de preço fixo, calculado sobre balanço passado, sem ajuste posterior
Long stop date	Data limite após a qual as partes podem resilir se as condições precedentes não tiverem sido cumpridas
MAC / MAE	Efeito adverso relevante — evento que autoriza o comprador a não fechar
PMI	Post-merger integration — integração operacional e cultural após o fechamento
Reliance letter	Instrumento pelo qual o autor de um relatório autoriza terceiro a confiar em seu conteúdo
Rollover	Reinvestimento de parte do preço em participação na sociedade adquirente ou na própria alvo
Sandbagging	Pleitear indenização por violação de declaração cujo fato já era conhecido antes da assinatura

Termo	Significado
SPA	Share Purchase Agreement — contrato de compra e venda de quotas ou ações
Tag along	Direito do minoritário de vender junto com o controlador, nas mesmas condições
Ticking fee	Juros pagos ao vendedor sobre o preço, no regime de locked box, entre a data-base e o fechamento
TSA	Transition Services Agreement — contrato de prestação de serviços de transição pelo vendedor após o fechamento
VDD	Vendor due diligence — diligência contratada pelo próprio vendedor sobre sua empresa
W&I insurance	Seguro que transfere a seguradora a exposição por violação de declarações e garantias