

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**DESVENDANDO O *EARN-OUT*:**

**Uma Análise Abrangente de Métodos, Tributação e Estudos de Caso**

**RICCARDO FORGIONI BUCCIOLI**

São Paulo

2023

RICCARDO FORGIONI BUCCIOLI

RA00217657

**DESVENDANDO O *EARN-OUT*:**

**Uma Análise Abrangente de Métodos, Tributação e Estudos de Caso**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado no 10º semestre, do Curso de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, com orientação do professor Dr. Fabio Ulhoa Coelho, como exigência para a obtenção do diploma de Bacharel em Direito.

São Paulo – SP

2023

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de expressar minha profunda gratidão a todos que tornaram possível a conclusão deste trabalho.

Em primeiro lugar, aos meus pais, Paula Andrea Forgioni e Fabio Buccioli, pelo apoio inabalável, incentivo e amor que sempre me proporcionaram ao longo da minha jornada acadêmica e da vida.

Em segundo lugar, desejo estender meus agradecimentos calorosos aos meus amigos da Pontifícia, que tornaram essa experiência significativa.

Uma menção especial vai para Stephanie Chu Thompson, que me ofereceu apoio fundamental durante esse percurso acadêmico, proporcionando orientação valiosa e amizade sincera.

Por fim, expresso minha gratidão aos amigos que caminham ao meu lado ao longo da vida.

## RESUMO

Este estudo aprofunda a análise do *earn-out* em transações empresariais, examinando suas origens, estrutura, aspectos legais e sua aplicação prática em cenários reais. Com base em estudos de caso, este trabalho explora as vantagens e desafios do *earn-out* como um mecanismo de alinhamento de interesses em negócios complexos, destacando suas semelhanças com contratos de desempenho, como os usados no mundo do futebol. O estudo visa aprimorar a compreensão do *earn-out* no contexto do direito empresarial, estratégias de negócios e valoração de ativos. Ao final, uma análise crítica e conclusiva destaca a relevância contínua do *earn-out* no campo das fusões e aquisições, bem como a necessidade de considerar sua flexibilidade e complexidade ao usá-lo como ferramenta estratégica.

**Palavras-chave:** *Earn-out*, Fusões e Aquisições, Direito Empresarial, Valoração de Ativos, Contratos de Desempenho.

## ABSTRACT

This study delves into the analysis of *earn-out* in business transactions, examining its origins, structure, legal aspects, and practical application in real scenarios. Based on case studies, this work explores the advantages and challenges of *earn-out* as a mechanism for aligning interests in complex business deals, highlighting its similarities with performance contracts, such as those used in the football world. The study aims to enhance the understanding of *earn-out* within the context of corporate law, business strategies, and asset valuation. In conclusion, a critical and conclusive analysis underscores the ongoing relevance of *earn-out* in the field of mergers and acquisitions, as well as the need to consider its flexibility and complexity when using it as a strategic tool.

**Keywords:** *Earn-out*, Mergers and Acquisitions, Corporate Law, Asset Valuation, Performance Contracts.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	7
2. A ORIGEM DO <i>EARN-OUT</i> .....	9
3. CONCEITO E NATUREZA JURÍDICA DO <i>EARN-OUT</i> .....	11
4. MÉTODOS DE AVALIAÇÃO PARA <i>EARN-OUT</i> .....	13
a. Método Baseado em Cenários (SBM) .....	13
b. Método de Precificação de Opções (OPM).....	14
5. A SOLUÇÃO DE CONSULTA COSIT N. 82/2023: TRIBUTAÇÃO DAS PARCELAS DE <i>EARN-OUT</i> NO IRPF .....	16
6. CONTRATOS DE JOGADORES DE FUTEBOL: UMA ANALOGIA COM O <i>EARN-OUT</i> .....	20
a. Metas e Resultados .....	21
b. Pagamentos Contingentes.....	23
c. O Período de Acompanhamento. ....	24
d. A Má-fé no <i>Earn-out</i> e nos Contratos de Futebol .....	25
7. FATORES E DESAFIOS DO <i>EARN-OUT</i> .....	28
a. Estudo de Caso: A Venda das Ações de Abilio Diniz para a Marfrig .....	29
i. Contexto e Histórico da Transação.....	29
ii. A Transação da Venda das Ações de Abilio Diniz para a Marfrig .....	30
iii. Motivações e Estratégias por Trás da Saída de Abilio Diniz da BRF.....	31
b. A Aquisição da Maker Studios pela Disney.....	31
i. O Caso de PewDiePie.....	32
c. O Caso Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.: Um Exemplo de Riscos no Contrato de <i>Earn-Out</i> .....	34
d. O Caso American Capital Acquisition Partners v. LPL Holdings .....	36
8. CONCLUSÃO.....	38

<b>9. BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>40</b>
------------------------------	-----------

## 1. INTRODUÇÃO

O mundo dos negócios é frequentemente caracterizado por transações complexas e acordos que buscam acomodar os interesses das partes envolvidas. Uma dessas ferramentas que ganhou destaque nas últimas décadas, especialmente no contexto de fusões e aquisições, é o "*earn-out*" – uma técnica financeira amplamente utilizada para alinhar os interesses do comprador e do vendedor em uma transação empresarial.

Essa cláusula vincula uma parte substancial do preço de compra ao desempenho futuro da empresa adquirida. Em outras palavras, parte do pagamento pela aquisição da empresa está condicionada ao cumprimento de metas ou objetivos predefinidos após o negócio ter sido concluído. Para ilustrar de forma simples, imagine que um investidor está adquirindo uma empresa e decide incluir uma cláusula de *earn-out*: isso significa que o vendedor receberá uma quantia adicional, além do pagamento inicial, somente se a empresa atingir certos marcos ou métricas de desempenho previamente acordados. Portanto, o *earn-out* é uma estratégia contratual que compartilha o risco entre o comprador e o vendedor, garantindo que o preço final da transação esteja diretamente ligado ao sucesso futuro da empresa adquirida.

No cerne do *earn-out* está a ideia de que o valor de uma empresa ou ativo nem sempre pode ser quantificado de maneira precisa no momento da transação. Isso se deve a uma série de fatores, como incertezas de mercado, desempenho futuro e riscos inerentes aos negócios. Assim, busca oferecer uma abordagem flexível e adaptável para lidar com essas incertezas, permitindo que o valor final da transação seja determinado com base no desempenho futuro da empresa.

O CEO da Totvs, Dennis Herszkowicz, destaca a importância do *earn-out* como uma ferramenta essencial em negociações comerciais:

“O *earn-out* para mim é absolutamente essencial. Eu costumo brincar que o *earn-out* é a ponte entre o que o vendedor quer hoje e o que o comprador pode pagar. Sempre há uma assimetria de desejos e de conhecimento entre vendedor e comprador. O vendedor conhece profundamente o negócio dele e dá um grau de certeza muito grande de que determinadas coisas vão

acontecer porque é ele quem está tocando o negócio, enquanto o comprador naturalmente pensa exatamente o inverso”.<sup>1</sup>

Neste contexto, este trabalho explora o conceito, a aplicação prática e os desafios associados ao "*earn-out*", especialmente à luz do fato de que se trata de uma abordagem que vai além das transações puramente financeiras e se estende ao âmbito do direito empresarial, da estratégia de negócios e da gestão corporativa. Compreender como o *earn-out* funciona, suas vantagens e limitações é fundamental para aqueles envolvidos em transações de fusões e aquisições, bem como para estudiosos e profissionais do campo do direito.

Além disso, este trabalho incluirá estudos de caso práticos para ilustrar a aplicação do *earn-out* em transações do mundo real.

Para enriquecer ainda mais a compreensão do *earn-out* e sua aplicação em diferentes contextos, também será feita uma comparação com contratos que não pertencem ao âmbito empresarial, mas que compartilham semelhanças em termos de pagamento baseado em desempenho. Um exemplo notável disso são os contratos de jogadores de futebol, nos quais o salário muitas vezes é vinculado ao desempenho em campo. A comparação com esse cenário esportivo pode fornecer insights adicionais sobre os prós e contras do *earn-out* e suas implicações legais.

---

<sup>1</sup> MOMENTO M&A COM DENNIS HERSZKOWICZ, CEO DA TOTVS: Entrevista com Dennis Herszkowicz, CEO da Totvs, sobre a sua experiência como um “serial buyer” de empresas ao longo dos últimos 15 anos. Ele traz uma série de insights interessantes para que futuros vendedores levem em consideração.. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://fortezzapartners.com.br/momento-ma-com-dennis-herszkowicz-ceo-da-totvs/>. Acesso em: 3 out. 2023.

## 2. A ORIGEM DO *EARN-OUT*

O *earn-out* tem raízes profundas nas práticas comerciais e transações empresariais ao longo dos séculos. Sua origem remonta a uma necessidade fundamental em negócios: alinhar interesses e mitigar riscos em transações de aquisição, especialmente quando a avaliação dos ativos e a previsão de desempenho futuro são desafiadoras.

Com o tempo, o *earn-out* evoluiu em complexidade e sofisticação. À medida que as transações empresariais se tornaram mais diversificadas e os critérios de desempenho tornaram-se mais abrangentes, a cláusula de *earn-out* adquiriu novas dimensões e aplicabilidades. Isso foi particularmente evidente com o advento das tecnologias de informação e comunicação, que permitiram uma análise mais precisa e a capacidade de rastrear metas de desempenho em tempo real.

Válido destacar uma das primeiras notícias que se tem a respeito da utilização da expressão *earn-out*, nas palavras de Luciano Zordan Piva:

“Uma das primeiras notícias que se tem sobre a utilização da expressão "*earn-out*" refere-se a uma negociação ocorrida em 1985, na qual uma empresa norte-americana chamada Brajdas Corp fez uma oferta de quatro milhões de dólares para adquirir a Cypress Eletronica, uma empresa de distribuição de componentes eletrônicos sediada na Califórnia<sup>2</sup>. Naquela ocasião, havia uma justa e considerável diferença entre o que o comprador acreditava ser o preço da Cypress, com base em seu histórico financeiro, e aquilo que os vendedores acreditavam ser o preço da empresa, com base em seu crescimento potencial.

Diante desse impasse, Allan Klein, diretor financeiro da Brajdas, utilizou o *earn-out* como forma de remunerar dois dos três fundadores da Cypress, adicionando o preço contingente ao preço do contrato, caso a empresa tivesse um bom desempenho após o negócio, como os vendedores esperavam. Especificamente, o acordo previa que Ed Kramar permaneceria como diretor-presidente da Cypress e, se a empresa-alvo atingisse metas específicas de faturamento e lucro dentro de um período de três anos, os fundadores receberiam "prêmios consideráveis."<sup>3</sup>

O uso do *earn-out* não se limita a um setor ou tipo de empresa. Ele foi empregado em uma variedade de indústrias, desde tecnologia e saúde até bens de

---

<sup>2</sup> APPLGATE, Jane. *Earnout Sale Keeps Continuity and Saves Cash*. *The Seattle Times*, November 10, 1990. Disponível em: <[www.community.seattletimes.nwsourc.com/archive/?date=19901110&slug=1103331](http://www.community.seattletimes.nwsourc.com/archive/?date=19901110&slug=1103331)> . Acesso em: 07/10/2023.

<sup>3</sup> PIVA, Luciano Zordan. *O Contrato de Compra e Venda de Empresas com *Earn-out**. São Paulo: Almedina, 2019.

consumo e serviços financeiros. A versatilidade do *earn-out* como mecanismo de incentivo e alinhamento de interesses o tornou uma escolha atraente para empresas e investidores em todo o mundo.

No entanto, a origem do *earn-out* como uma prática comercial remonta a uma necessidade universal de adaptar as transações à incerteza e aos desafios do mercado. À medida que continuamos a explorar sua natureza jurídica e seu impacto nas transações empresariais, é fundamental entender sua origem histórica e como evoluiu para se tornar uma ferramenta essencial no arsenal das estratégias de M&A.

### 3. CONCEITO E NATUREZA JURÍDICA DO *EARN-OUT*

A cláusula de *earn-out* em contratos de fusões e aquisições consiste em um mecanismo que posterga o pagamento, por parte do comprador, de parte do preço de aquisição das quotas ou ações de propriedade do vendedor. De acordo com Daniel Rodrigues Alves, em sua tese de mestrado,<sup>4</sup> trata-se de uma estipulação que condiciona o pagamento a eventos futuros ou ao alcance de metas estabelecidas após o fechamento da operação.

É importante notar que o preço de aquisição é composto por duas partes: uma parcela fixa, geralmente paga no momento do fechamento da operação, e uma parcela variável, que será apurada em um momento futuro. A parcela variável é o *earn-out*. Esses dois componentes juntos constituem o preço de aquisição das quotas ou ações (ou do estabelecimento).

A natureza jurídica do *earn-out*, de forma clara e incontestável, é de "preço." Conforme destaca Daniel Rodrigues Alves, tal cláusula é parte fundamental do contrato de compra e venda, sujeitando-se a regras e princípios estabelecidos no ordenamento jurídico, principalmente no Código Civil.

O preço deve ser especificado no contrato, ser pago em dinheiro e, mais importante, em moeda corrente nacional<sup>5</sup>. Mesmo em casos em que uma das partes contratantes não seja brasileira, o pagamento contingente deve ser feito em moeda nacional após a conversão do valor<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> ALVES, Daniel Rodrigues. Determinabilidade, Negociação E Elaboração Das Cláusulas De Preço Contingente (*Earn-out*) Nas Operações De Compra E Venda De Participação Societária Ou De Estabelecimento E Análise De Conflitos À Luz Do Princípio Da Boa-Fé Objetiva. In: Alves, Daniel Rodrigues. Determinabilidade, Negociação E Elaboração Das Cláusulas De Preço Contingente (*Earn-out*) Nas Operações De Compra E Venda De Participação Societária Ou De Estabelecimento E Análise De Conflitos À Luz Do Princípio Da Boa-Fé Objetiva. 2016. Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Direito (Mestrado) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 25 a 27. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/17494/Disserta%20a7%20a3o%20-%20Mestrado%20Profissional%20-%20Daniel%20Alves%20-%20Vers%20MEGA%20ULTRA%20BLASTER%20FINAL.pdf?sequence=5&isAllo wed=y>. Acesso em: 3 out. 2023.

<sup>5</sup> Art. 315, Código Civil: “as dívidas em dinheiro deverão ser pagas no vencimento, em moeda corrente e pelo valor nominal, salvo o disposto nos artigos subsequentes.”.

<sup>6</sup> “O preço não pode ser flagrantemente irrisório, para que não esconda uma doação simulada. Essa hipótese gera ausência de elemento essencial ao contrato de compra e venda.”. LÔBO, Paulo Luiz Netto. Comentários ao Código Civil-Parte Especial-Das Várias Espécies de Contratos-Da Compra e Venda; Da Troca ou Permuta; Do Contrato Estimatório; da Doação. AZEVEDO, Antônio Junqueira de

Para garantir a validade do *earn-out*, é essencial que as partes detalhem, no contrato, os critérios, métricas, índices e parâmetros que serão usados para calcular o valor do *earn-out* no futuro. Caso esses critérios não sejam determinados objetivamente, o contrato pode ser considerado nulo. Além disso, é fundamental que as partes estabeleçam o terceiro responsável por calcular o valor do *earn-out*, caso haja impasse entre elas<sup>7</sup>.

A cláusula de *earn-out* não pode ser unilateral e sujeita ao arbítrio exclusivo de uma das partes <sup>8</sup>. O contrato deve prever que o valor contingente não será determinado de acordo com os interesses de uma única parte e que eventuais conflitos quanto ao valor apurado podem ser resolvidos por meios alternativos, como arbitragem ou conciliação.

A seriedade, realidade e justiça do *earn-out* devem ser observadas. Isso implica que as metas e critérios estabelecidos devem ser alcançáveis, os critérios e parâmetros devem ser objetivos, e o *earn-out* não pode ser fictício ou simulado. Metas inatingíveis, critérios subjetivos ou que impossibilitem a determinação real de valor podem tornar o contrato nulo ou sujeito a reparação de prejuízos<sup>9</sup>.

Portanto, ao negociar e elaborar a cláusula de *earn-out* em negócios de compra e venda de sociedades, é vital observar os requisitos essenciais do preço. O descumprimento desses requisitos pode resultar na inexistência, invalidade e ineficácia do contrato, com consequentes prejuízos para ambas as partes envolvidas. A cláusula de *earn-out*, quando estruturada corretamente, pode ser uma ferramenta valiosa em transações comerciais complexas, como fusões e aquisições.

---

(coord.) São Paulo: Saraiva, 2003, p.13.

<sup>7</sup> Art. 485, Código Civil: “a fixação do preço pode ser deixada ao arbítrio de terceiro, que os contratantes logo designarem ou prometerem designar. Se o terceiro não aceitar a incumbência, ficará sem efeito o contrato, salvo quando acordarem os contratantes designar outra pessoa.”

<sup>8</sup> Art. 489, Código Civil: “nulo é o contrato de compra e venda, quando se deixa ao arbítrio exclusivo de uma das partes a fixação do preço.”

<sup>9</sup> Art. 478, Código Civil: “nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação”.

## 4. MÉTODOS DE AVALIAÇÃO PARA *EARN-OUT*

Avaliar os *earn-outs* em fusões e aquisições pode ser uma tarefa complexa, exigindo metodologias especializadas para considerar a natureza contingente da consideração. Este capítulo discute dois principais métodos de avaliação comumente utilizados para avaliar os *earn-outs*: o Método Baseado em Cenários (Scenario-Based Method, SBM) e o Método de Precificação de Opções (Option Pricing Method, OPM). As informações fornecidas aqui são orientadas pelo "Valuation Advisory #4: Valuation of Contingent Consideration" emitido pelo Appraisal Institute em fevereiro de 2019 <sup>10</sup>.

Avaliar *earn-outs* é um aspecto fundamental das fusões e aquisições, e a escolha do método de avaliação adequado é essencial para compensar de forma justa tanto o comprador quanto o vendedor. Ao entender as dinâmicas do Método Baseado em Cenários e do Método de Precificação de Opções, as partes envolvidas nessas transações podem lidar de maneira eficaz com as complexidades das avaliações de *earn-outs*.

### a. Método Baseado em Cenários (SBM)

O SBM é uma abordagem versátil para avaliar *earn-outs*, especialmente adequada quando existem vários cenários para a métrica de desempenho subjacente. Este método considera diferentes resultados possíveis, atribui um pagamento para cada cenário e pondera-os com base em probabilidades estimadas. O pagamento médio ponderado é então descontado para o valor presente usando uma taxa de desconto ajustada ao risco.

A escolha da taxa de desconto para o SBM deve refletir o risco associado à métrica de desempenho subjacente. A taxa média ponderada do custo de capital (WACC) da indústria é um ponto de partida razoável. No entanto, fatores como o risco de inadimplência do comprador, o perfil de risco do *earn-out* em relação aos fluxos de

---

<sup>10</sup> THE APPRAISAL FOUNDATION (ed.). VALUATIONS IN FINANCIAL REPORTING VALUATION ADVISORY 4: VALUATION OF CONTINGENT CONSIDERATION. [S. l.: s. n.], Fevereiro 2019. 133 p. Disponível em: [https://static1.squarespace.com/static/5baff06daadd345a68e6bd99/t/5c81895653450a5e7a25b494/1551993177090/VFR\\_4\\_FINAL\\_021419.pdf](https://static1.squarespace.com/static/5baff06daadd345a68e6bd99/t/5c81895653450a5e7a25b494/1551993177090/VFR_4_FINAL_021419.pdf). Acesso em: 2 out. 2023.

caixa típicos da indústria e quaisquer riscos surgidos após o acordo de aquisição podem precisar ser considerados.

Os *earn-outs* baseados em marcos, que não estão expostos ao risco de mercado, são avaliados usando uma taxa livre de risco para descontar os pagamentos ponderados pela probabilidade.

Uma análise de fluxo de caixa descontado padrão (DCF) pode ser vista como uma forma de SBM, considerando um único cenário representando o caso esperado. Essa abordagem envolve a previsão da métrica de desempenho durante o período do *earn-out*, a comparação com a meta relevante, a determinação dos pagamentos e o desconto para o valor presente na data da aquisição.

Normalmente, a análise DCF é adequada apenas quando se avalia um *earn-out* com uma fórmula de pagamento percentual linear. Por exemplo, um *earn-out* com um pagamento equivalente a 30% do EBITDA do próximo ano fiscal é linear, porque mantém uma relação constante com a métrica de desempenho subjacente, independentemente de o EBITDA ser de \$1 milhão ou \$100 milhões.

#### **b. Método de Precificação de Opções (OPM)**

O SBM pode não ser a escolha ideal ao lidar com estruturas mais complexas e não lineares, como *earn-outs* com limites, tetos ou múltiplas métricas de desempenho em jogo. Para fórmulas de pagamento complexas, o Método de Precificação de Opções (OPM) é uma abordagem mais sofisticada.

O OPM trata os *earn-outs* como opções de compra de pagamentos futuros e utiliza modelos de opções, como o Black-Scholes, o qual leva em consideração fatores como o preço atual do ativo subjacente, o preço de exercício da opção, o tempo até a expiração, a volatilidade do ativo e a taxa de juros. Essa abordagem funciona bem para fórmulas de pagamento mais simples, especialmente aquelas em que um pagamento é obtido apenas se a empresa atingir uma meta pré-definida, ou para fórmulas de pagamento graduadas lineares com limites ou pisos.

Entretanto, para fórmulas de pagamento complexas que dependem do histórico (por exemplo, aquelas com cláusulas de recuperação), pode ser necessária uma

simulação de Monte Carlo para obter uma avaliação precisa, a qual é uma técnica estatística que envolve a geração de múltiplos cenários aleatórios para prever resultados futuros. No contexto financeiro, a Simulação de Monte Carlo é usada para avaliar o risco e o retorno de investimentos.

Em resumo, a escolha do método de avaliação apropriado para um *earn-out* depende dos termos específicos do *earn-out*, da natureza da métrica de desempenho e dos fatores de risco envolvidos. Independentemente de se utilizar o Método Baseado em Cenários ou o Método de Precificação de Opções, o objetivo é garantir que o método escolhido reflita com precisão os resultados potenciais e as incertezas associadas ao *earn-out*.

## 5. A SOLUÇÃO DE CONSULTA COSIT N. 82/2023: TRIBUTAÇÃO DAS PARCELAS DE *EARN-OUT* NO IRPF

Neste capítulo, será explorada a Solução de Consulta COSIT n. 82/2023, emitida pela Receita Federal do Brasil em 12 de abril de 2023, a qual aborda questões cruciais relacionadas à tributação de parcelas de *earn-out* no Imposto de Renda de Pessoa Física (IRPF). Essas parcelas estavam vinculadas ao desempenho futuro da empresa, com base em eventos e resultados que seriam determinados posteriormente, caracterizando o que é conhecido como uma cláusula "*earn-out*."

A título ilustrativo, importante destacar o texto da Consulta:

"Assunto: Imposto sobre a Renda de Pessoa Física - IRPF

ALIENAÇÃO DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA. VALOR DA ALIENAÇÃO A SER DEFINIDO EM DATA FUTURA. RECEBIMENTO DE ANTECIPAÇÃO. ALÍQUOTAS PROGRESSIVAS SOBRE O GANHO DE CAPITAL.

A parcela do valor da operação de alienação de participação societária auferida a título de preço complementar, passível de determinação em razão do implemento de condição suspensiva, integra o preço de venda da participação societária.

Por conta da progressividade das alíquotas do Imposto sobre a Renda sobre o ganho de capital, quando da determinação das condições de avaliação das ações e do recebimento do valor complementar, recalcula-se o ganho de capital, considerando-se como valor de alienação o valor total, compreendendo o somatório do valor antecipado com o valor complementar, e tomando-se a mesma quantidade de ações vendidas e o mesmo custo de aquisição.

Para efeito de recolhimento do Imposto sobre a Renda, o imposto sobre o ganho de capital recalculado deve ser diminuído do valor pago quando do recebimento da antecipação.

Dispositivos Legais: Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966, Código Tributário Nacional - CTN, arts. 43, inciso I, 116, incisos I e II, e 117, inciso I; Lei nº 7.713, de 22 de dezembro de 1988, arts. 1º, 2º e 3º; Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995, art. 21; Regulamento do Imposto sobre a Renda - RIR/2018, aprovado pelo Decreto nº 9.580, de 22 de novembro de 2018, arts. 128 e 153."

No cenário analisado, o contribuinte (pessoa física) tinha participações societárias em uma empresa, e concordou em aliená-las a terceiros. Embora uma parcela antecipada do preço tenha sido paga no fechamento do negócio, o valor total da alienação seria definido em uma data futura, com base em eventos futuros que afetariam a avaliação da empresa. Esse cenário ilustra a complexidade da tributação quando os valores a serem recebidos dependem de condições suspensivas, como a realização de resultados futuros.

Assim, o contribuinte levantou duas questões fundamentais na consulta: (i) se a parcela complementar do preço, que seria paga no futuro com base nos resultados futuros, deveria ser considerada ganho de capital e, portanto, tributada como tal, além dos rendimentos já oferecidos à tributação no momento do recebimento da parcela antecipada; e (ii) como calcular o ganho de capital relacionado à parcela complementar do preço, especialmente considerando as alíquotas progressivas estabelecidas na legislação do IRPF.

Nesse sentido, a Receita Federal retornou com as seguintes conclusões. Primeiro, que tanto a parcela antecipada do preço quanto a parcela complementar devem ser consideradas ganho de capital e, portanto, devem ser tributadas como tal. Isso significa que ambas as parcelas fazem parte integral do preço de venda das participações societárias. Conseqüentemente, a parcela complementar, quando paga, deve ser tributada como ganho de capital – conclusão a qual alinha-se com orientações anteriores da Receita Federal.

Segundo, quanto ao cálculo do ganho de capital, a Receita Federal determinou que ambas as parcelas, a antecipada e a complementar, devem ser somadas para determinar o valor total da alienação. Isso implica que o ganho de capital deve ser recalculado com base no montante total recebido, incluindo ambas as parcelas. As alíquotas progressivas estabelecidas na legislação do IRPF são aplicadas a esse ganho de capital total.

Considerando esse cenário, a Solução de Consulta COSIT n. 82/2023 fornece clareza sobre a tributação das parcelas de *earn-out* no IRPF, estabelecendo que todas as parcelas, incluindo a antecipada e a complementar, devem ser tratadas como ganho de capital. No entanto, é importante ressaltar que essa orientação está

vinculada ao caso específico analisado, e diferentes situações podem apresentar complexidades adicionais.

A decisão de considerar todas as parcelas (antecipada e complementar) como ganho de capital faz sentido do ponto de vista da Receita Federal, uma vez que ambas estão vinculadas à alienação das participações societárias. No entanto, isso levanta questões práticas sobre o cálculo do ganho de capital quando a parcela complementar é paga.

A Solução de Consulta sugere que as alíquotas progressivas do IRPF sejam aplicadas ao ganho de capital total, incluindo a parcela antecipada e a complementar. Isso pode resultar em alíquotas mais elevadas em comparação com a tributação de parcelas complementares consideradas separadamente como "rendimentos em geral". A aplicação de alíquotas progressivas pode afetar significativamente a carga tributária, dependendo do montante total e da estrutura das parcelas.

Válido frisar que a Solução de Consulta não abrange todas as nuances e variações possíveis nos contratos de *earn-out*. Cada contrato de *earn-out* pode ser único, com diferentes condições suspensivas, regras de pagamento e possibilidades de reembolso. Isso significa que a tributação pode variar de acordo com os termos específicos de cada contrato.

É essencial lembrar que o tratamento fiscal pode variar se as parcelas antecipadas forem potencialmente reembolsáveis com base em eventos futuros ou em outras condições contratuais.

Em artigo publicado pelo escritório de advocacia Mariza Advogados, destacou-se, nesse sentido

“[...]é relevante destacar que a COSIT considerou ocorrido o fato gerador do IRPF sobre o ganho de capital já no momento do pagamento da antecipação do preço. Essa afirmação da Solução de Consulta parece atrelada às circunstâncias fáticas do contrato objeto de exame naquele caso, não podendo, a nosso ver, ser aplicada indistintamente à totalidade das operações. No caso analisado, a parcela devida a título de “antecipação” pareceria de fato definitiva, isto é, não seria passível de qualquer ajuste ou devolução. Entendimento diferente poderia haver caso os pagamentos antecipados fossem de fato provisórios, estando sujeitos, por exemplo, a potencial devolução em virtude da ocorrência de eventos futuros relativos à formação definitiva do preço. A depender das variáveis do caso concreto, pode-se cogitar que a aplicação do inciso I do art. 117 do CTN justifique o

entendimento de que a tributação pelo IRPF deve ocorrer somente diante do implemento de condições relativas à determinação do preço”.<sup>11</sup>

Portanto, uma abordagem personalizada e consultoria tributária especializada são fundamentais para garantir o cumprimento das regulamentações fiscais e a otimização do tratamento tributário em operações de *earn-out*.

---

<sup>11</sup> FAJERSZTAJN, BRUNO; LUZ, VICTOR LYRA GUIMARÃES. SOLUÇÃO DE CONSULTA COSIT N.82/2023 DETERMINA INCIDÊNCIA DO IRPF SOBRE O GANHO DE CAPITAL NO MOMENTO DO RECEBIMENTO DA PARCELA DO PREÇO VINCULADA A UMA CLÁUSULA DE “*EARN-OUT*”. [S. l.], 2023. Disponível em: <https://www.marizadvogados.com.br/solucao-de-consulta-cosit-n-82-2023-determina-incidencia-do-irpf-sobre-o-ganho-de-capital-no-momento-do-recebimento-da-parcela-do-preco-vinculada-a-uma-clausula-de-earn-out/>. Acesso em: 18 out. 2023.

## 6. CONTRATOS DE JOGADORES DE FUTEBOL: UMA ANALOGIA COM O *EARN-OUT*

O uso de analogias desempenha um papel vital no processo de aprendizagem e assimilação do conhecimento, conectando ideias abstratas a situações concretas do cotidiano. Ao explorar a relação entre o *earn-out* e os contratos de futebol, pretende-se ilustrar como estas duas realidades aparentemente distantes partilham elementos semelhantes, proporcionando uma nova perspectiva sobre o mecanismo do *earn-out* e a sua aplicação, com foco em aspectos como gols e resultados, pagamentos contingentes, prazos subsequentes e possíveis renegociações.

Na primeira seção, será abordada a importância das metas e resultados tanto no *earn-out* quanto nos contratos de futebol. Serão exploradas as maneiras como as metas são estabelecidas em cada contexto e como elas impactam a obtenção de benefícios adicionais. Serão fornecidos exemplos concretos das metas financeiras e operacionais do *earn-out*, destacando sua relação direta com o desempenho e o crescimento da empresa adquirida. Paralelamente, serão examinadas as metas presentes nos contratos de futebol, como gols marcados, assistências e conquistas de títulos, que servem como indicadores do desempenho individual e coletivo dos jogadores.

Na segunda seção, a discussão será aprofundada sobre os pagamentos contingentes, explorando como eles estão presentes tanto no *earn-out* quanto nos contratos de futebol. Será analisada a estrutura do *earn-out*, em que uma parte do pagamento total da aquisição é condicionada ao cumprimento das metas estabelecidas. Em seguida, será discutido como os jogadores de futebol podem receber bônus ou prêmios financeiros como incentivo pela conquista de metas individuais e coletivas. Serão apresentados exemplos dos diferentes tipos de premiações existentes e como elas impulsionam o desempenho e a motivação dos jogadores.

Na terceira seção, será examinado o período de acompanhamento, uma etapa crucial tanto no *earn-out* quanto nos contratos de futebol. Será abordado como o *earn-*

*out* requer um período de tempo específico no qual as metas estabelecidas serão monitoradas e avaliadas para determinar se foram alcançadas.

#### **a. Metas e Resultados**

No contexto do *earn-out*, o estabelecimento claro de metas é fundamental para orientar o processo de avaliação e premiação adicional, dado que, durante o processo de aquisição, as partes envolvidas estabelecem metas financeiras e operacionais específicas que a empresa adquirida deve atingir para que o *earn-out* seja efetivado.

Tais metas são definidas de forma a refletir a visão estratégica da empresa adquirente e a incentivar o crescimento e a criação de valor e podem incluir o aumento da receita, a melhoria da margem de lucro, o desenvolvimento de novos produtos ou a conquista de uma fatia de mercado específica.

Utilizando-se de exemplos práticos, a aquisição da *Maker Studios* pela *Disney* em 2015, estabeleceu um preço inicial de quinhentos milhões de dólares, havendo a possibilidade de mais quatrocentos milhões de dólares a título de *earn-out*, como descrito no site da empresa de entretenimento americana: *“Maker Studios shareholders will receive total consideration of \$500 million, and a performance-linked earn-out of up to \$450 million if the strong performance targets are met.”*<sup>12</sup>

O mesmo foi observado na aquisição da *Visa Europe Ltda.* pela *Visa Inc.*: *“The transaction consists of upfront consideration of €16.5 billion with the potential for an additional earn-out of up to €4.7 billion payable following the fourth anniversary of closing, for a total value of up to €21.2 billion.”*<sup>13</sup>

Nos contratos de futebol, as metas também desempenham um papel fundamental na avaliação do desempenho dos jogadores. Essas metas podem variar

---

<sup>12</sup> THE WALT DISNEY COMPANY. The Walt Disney Company to acquire Maker Studios, the leading network of online video content [online]. Disponível em: <https://thewaltdisneycompany.com/the-walt-disney-company-to-acquire-maker-studios-the-leading-network-of-online-video-content/>. Acesso em: 06 de junho de 2023.

<sup>13</sup> VISA INC. Visa Inc. to acquire Visa Europe [online]. Disponível em: <https://investor.visa.com/news/news-details/2015/Visa-Inc-to-Acquire-Visa-Europe/default.aspx>. Acesso em: 06 de junho de 2023.

de acordo com a posição do jogador e os objetivos da equipe. No âmbito individual, as metas podem incluir o número de gols marcados, assistências realizadas, precisão nos passes, entre outros indicadores de desempenho. Já no âmbito coletivo, as metas podem envolver a conquista de títulos nacionais ou internacionais, a qualificação para competições específicas ou o desempenho da equipe em termos de pontos na tabela.

É possível evidenciar as cláusulas atreladas a metas em transferências com valores astronômicos, como a de Endrick, jogador de 16 anos da base do Palmeiras, comprado pelo Real Madrid. Os objetivos para a inclusão de cláusulas desse gênero variam, dentre eles:

“Estipular metas é parte da estratégia do novo plano de aquisições de jovens jogadores adotado pelo clube espanhol que evita, na visão deles, que a revelação já comprada fique subutilizada no clube de origem até ter idade de se mudar para Madri, trazendo assim uma "dor de cabeça" à equipe. No caso de Endrick, uma das metas estipuladas é que ele faça ao menos 20 jogos pelo Palmeiras até junho de 2024, algo que só não ocorrerá se o garoto se machucar. Desta maneira, o clube espanhol garante que ele terá minutos em campo. Há também objetivo de gols marcados.<sup>14</sup>”

Tanto no *earn-out* quanto nos contratos de futebol, o cumprimento das metas estabelecidas é diretamente relacionado aos resultados obtidos e aos benefícios adicionais alcançados.

No contexto do *earn-out*, se as metas forem alcançadas ou superadas, a empresa adquirente realizará o pagamento adicional conforme acordado. Isso pode levar a um aumento no preço de compra da empresa adquirida, garantindo que o vendedor receba uma recompensa proporcional ao desempenho alcançado.

No caso dos contratos de futebol, o cumprimento das metas individuais e coletivas pode levar a benefícios adicionais para os jogadores. Isso pode incluir bônus financeiros, renovações de contrato com melhores condições, reconhecimento público, maior visibilidade no cenário esportivo e até mesmo oportunidades de transferência para clubes de maior destaque. O alcance das metas estabelecidas demonstra o desempenho e a contribuição dos jogadores para o sucesso da equipe, o que pode ser recompensado de maneira tangível.

---

<sup>14</sup> RIZZO, Marcel. Endrick, do Real Madrid ao Palmeiras: futebol da FIFA é diferente? [online]. Disponível em: <https://www.uol.com.br/esporte/futebol/colunas/marcel-rizzo/2022/12/24/endrick-real-madrid-palmeiras-futebol-fifa-vinicius-jr.htm>. Acesso em: 06 de junho de 2023.

Ao explorar a importância das metas e resultados no *earn-out* e nos contratos de futebol, é possível compreender como esses elementos impulsionam o desempenho e influenciam a obtenção de benefícios adicionais em ambos os contextos. As metas estabelecidas são fundamentais para criar alinhamento de interesses e incentivar a busca de resultados cada vez melhores tanto nas transações empresariais quanto no mundo do futebol.

### **b. Pagamentos Contingentes**

No contexto do *earn-out*, os pagamentos contingentes desempenham um papel fundamental na estrutura da transação de aquisição. Uma porção do pagamento total acordado é retida e está condicionada ao cumprimento das metas estabelecidas durante um determinado período de tempo. Essas metas podem ser baseadas em indicadores financeiros – como receita, lucro ou crescimento –, ou em metas operacionais, como o lançamento bem-sucedido de novos produtos ou a expansão para novos mercados.

O valor exato dos pagamentos contingentes é determinado pelo grau de alcance das metas estipuladas. Essa estrutura incentiva a empresa adquirida a atingir resultados consistentes e a gerar valor a longo prazo para a empresa adquirente.

Um dos critérios utilizados para o pagamento do *earn-out* seria a métrica do LAJIDA (Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) ou, em inglês, EBITDA (*Earnings before taxes, interests, depreciation and amortization*). Nas palavras de Flavio Malaga:

“É uma medida que refletiria a capacidade de geração de caixa operacional da empresa, que seria então utilizado para amortizar dívidas, para cobrir as despesas financeiras decorrentes do endividamento, para realizar investimentos e para remunerar os sócios e o governo. Entretanto, não há uma regra única para constituição dessa medida, assim como seu uso não é livre de desvios e erros de interpretação.”<sup>15</sup>

Nos contratos de futebol, os jogadores também têm a possibilidade de receber bônus ou prêmios financeiros como incentivo pelo cumprimento de metas individuais

---

<sup>15</sup> MÁLAGA, Flávio Kezam. Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial: para empresas não financeiras. 2. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.

e coletivas, as quais são estabelecidas em contrato e podem variar de acordo com o desempenho do jogador e os objetivos da equipe.

À título de exemplo, um jogador pode receber um bônus por marcar um determinado número de gols, fornecer assistências decisivas ou alcançar um certo número de jogos disputados. Da mesma forma, a equipe como um todo pode ser recompensada com premiações pela conquista de títulos, avanço em competições ou atingimento de metas estabelecidas no início da temporada. Esses incentivos financeiros são projetados para estimular o desempenho, a motivação e o trabalho em equipe dos jogadores.

A transferência do jogador inglês Anthony Martial, do Mônaco, time francês, para o Manchester United, time inglês, trouxe consigo inúmeros valores atrelados a metas, como é dito na reportagem de 2015 da ESPN:

“No ato do acordo, o time inglês pagou 50 milhões de euros para a equipe que disputa o Campeonato Francês. Os outros 30 milhões euros serão pagos após o cumprimento de metas, conforme publicou nesta quinta-feira o jornal francês Le Parisien.

Ao todo, são três cláusulas estipuladas no contrato entre os clubes, cada um no valor de 10 milhões de euros. O montante cairá na conta do Monaco se Martial marcar 25 gols pelos Diabos Vermelhos nas próximas quatro temporadas, se neste período fizer 25 jogos pela seleção inglesa e se arrebatá-la a Bola de Ouro.”<sup>16</sup>

### **c. O Período de Acompanhamento.**

No contexto do *earn-out*, o período de acompanhamento refere-se ao intervalo de tempo estabelecido durante o qual as metas definidas são monitoradas e avaliadas para determinar se foram atingidas. Esse período é acordado entre as partes envolvidas na transação de aquisição e pode variar de alguns meses a vários anos, dependendo da natureza do negócio e das metas estabelecidas. Durante esse período, a empresa adquirente acompanha de perto o desempenho da empresa adquirida, observando o progresso em relação às metas acordadas.

---

<sup>16</sup> ESPN. Monaco só receberá todo o valor de transferência se Martial ganhar Bola de Ouro [online]. Disponível em: [http://www.espn.com.br/noticia/540746\\_monaco-so-recebera-todo-o-valor-de-transferencia-se-martial-ganhar-bola-de-ouro/](http://www.espn.com.br/noticia/540746_monaco-so-recebera-todo-o-valor-de-transferencia-se-martial-ganhar-bola-de-ouro/). Acesso em: 06 de junho de 2023.

Durante o período de acompanhamento, são utilizados mecanismos de controle e monitoramento para avaliar o desempenho da empresa adquirida. Isso pode incluir relatórios financeiros periódicos, auditorias externas ou internas, análises de indicadores-chave de desempenho e outros métodos de avaliação. Ao final do período de acompanhamento, é feita uma revisão dos resultados alcançados em relação às metas estabelecidas. Dependendo do grau de cumprimento das metas, os pagamentos contingentes previstos no *earn-out* são ajustados ou efetuados conforme o acordado no contrato de aquisição.

Nos contratos de futebol, também existe um período de avaliação, no qual as metas e desempenhos dos jogadores são observados e analisados. Durante esse período, que geralmente é contado por temporada(s) esportiva(s), as estatísticas individuais e coletivas dos jogadores são registradas e acompanhadas. Os indicadores de desempenho podem incluir o número de gols marcados, assistências realizadas, partidas disputadas, entre outros critérios estabelecidos no contrato.

Ao final do período de avaliação, os resultados são analisados para determinar se as metas foram alcançadas e se os jogadores atingiram os critérios estabelecidos nos contratos. Com base nessa avaliação, bônus, prêmios ou outras recompensas financeiras são concedidos aos jogadores, de acordo com o desempenho individual e coletivo. Esse período de avaliação é fundamental para recompensar os jogadores pelo cumprimento de metas específicas e incentivar um desempenho de alto nível ao longo da temporada.

Em suma, tanto no *earn-out* quanto nos contratos de futebol, o período de acompanhamento ou avaliação desempenha um papel fundamental na determinação do sucesso e na obtenção de benefícios adicionais. É durante esse período que as metas são monitoradas, o desempenho é avaliado e os pagamentos contingentes ou recompensas são concedidos com base nos resultados alcançados.

#### **d. A Má-fé no *Earn-out* e nos Contratos de Futebol**

É importante reconhecer que, em alguns casos, pode haver situações de má-fé em relação ao cumprimento do *earn-out* ou das cláusulas por metas de jogador de

futebol. Por exemplo, no contexto do *earn-out*, o comprador pode agir de forma desonesta, colocando em prática estratégias que prejudiquem o desempenho da empresa adquirida, durante o período estipulado nas cláusulas de *earn-out*. Essas estratégias podem incluir a transferência de recursos, mudanças na liderança ou nas políticas operacionais, visando intencionalmente dificultar o alcance das metas estabelecidas. Exemplos sobre casos mal-sucedidos que envolvem *earn-out* serão discorridos mais para frente.

De maneira similar, nos contratos de futebol, pode ocorrer má-fé quando o clube ou dirigentes adotam uma postura em que, durante o período de avaliação, implementam ações que prejudiquem o jogador, como limitar seu tempo de jogo, negligenciam sua recuperação de lesões ou desestimulam sua participação em treinamentos e atividades da equipe. Essas atitudes podem ser motivadas pela intenção de evitar o pagamento de bônus ou prêmios adicionais previstos nas cláusulas contratuais.

Exemplo prático no mundo do futebol envolveu Antoine Griezmann, jogador francês, e os times espanhóis do Barcelona e do Atlético de Madrid:

“Campeão do mundo pela França, ídolo do Atlético de Madri e um dos principais atacantes da Europa, Antoine Griezmann tem vivido uma situação inusitada: em todos os jogos da atual temporada, entrou apenas no segundo tempo, para jogar no máximo meia hora. O motivo não é seu rendimento em campo, mas uma cláusula contratual. Emprestado pelo Barcelona, o jogador terá que ser comprado pelo Atlético caso ele atue em mais de 50% dos minutos em que estiver disponível.

Como o Atlético não está disposto a pagar os 40 milhões de euros (207 milhões de reais) para contratar o francês de 31 anos em definitivo no fim da temporada, a solução do clube tem sido colocá-lo em campo só depois dos 15 minutos do segundo tempo. Assim, a equipe calcula que, somando as duas temporadas de empréstimo (a atual e a anterior), a meta de 50% dos minutos não será batida”.<sup>17</sup>

A presença da má-fé nessas situações é prejudicial tanto para a parte que deveria receber os benefícios adicionais quanto para a relação contratual como um todo. Essas práticas podem resultar em disputas legais, danos financeiros e prejudicar a reputação das partes envolvidas.

---

<sup>17</sup> PLACAR. Por que Griezmann só joga meia hora no Atlético de Madri? Barça explica. Placar, [s.d.]. Disponível em: <https://placar.abril.com.br/futebol-europeu/por-que-griezmann-so-joga-meia-hora-no-atletico-de-madri-barca-explica>. Acesso em: 06 de junho de 2023.

Em suma, a má-fé pode ocorrer tanto no contexto do *earn-out* quanto nos contratos de futebol, quando o comprador ou o clube agem de forma desonesta. É crucial que as partes estejam cientes dessas possibilidades e busquem proteger seus interesses através de cláusulas contratuais bem elaboradas e mecanismos de controle e resolução de conflitos eficazes.

## 7. FATORES E DESAFIOS DO *EARN-OUT*

Embora o *earn-out* seja uma técnica valiosa em transações comerciais, não está isento de desafios e fatores que podem dificultar sua implementação bem-sucedida. Esses desafios incluem a complexidade das negociações, a necessidade de estabelecer metas claras, a incerteza sobre o desempenho futuro e a possível discordância entre as partes.

A complexidade das negociações é evidente na elaboração e negociação de acordos de *earn-out*, uma vez que eles envolvem uma análise aprofundada do histórico financeiro da empresa-alvo.

Estabelecer metas de desempenho claras e alcançáveis é fundamental para o sucesso do *earn-out*. As partes envolvidas precisam concordar com critérios específicos que determinarão os pagamentos adicionais. No entanto, chegar a um consenso sobre essas metas pode ser desafiador, especialmente quando há incerteza sobre o futuro da empresa adquirida.

A incerteza é uma característica inerente ao *earn-out*, pois seu resultado depende do desempenho futuro da empresa alvo. Mudanças inesperadas no mercado, na concorrência ou na economia podem afetar significativamente o resultado, tornando difícil a previsão precisa dos pagamentos adicionais.

Além disso, o *earn-out* depende da colaboração e boa-fé das partes envolvidas. Desacordos ou conflitos podem surgir em relação ao cumprimento das metas de desempenho ou à interpretação dos termos contratuais. A gestão de tais desacordos é crucial para evitar litígios e manter um ambiente de cooperação.

Compreender esses desafios é essencial para mitigar os riscos e maximizar o sucesso do *earn-out*. Superar esses obstáculos requer comunicação eficaz, negociação cuidadosa e a consideração de cenários diversos. Os próximos sub-capítulos abordarão casos práticos que ilustram a implementação bem-sucedida ou mal-sucedida e os desafios enfrentados no uso do *earn-out* em transações reais.

## a. Estudo de Caso: A Venda das Ações de Abilio Diniz para a Marfrig<sup>18</sup>

O presente subcapítulo se dedica à análise de um caso emblemático no âmbito das transações empresariais, que envolve a venda das ações de Abilio Diniz para a Marfrig, com especial destaque para a aplicação da técnica de *earn-out*. Esta análise visa aprofundar a compreensão do mecanismo do *earn-out*, suas motivações e consequências, e como ele se relaciona com a prática de negócios.

Ao longo deste subcapítulo, serão explorados os principais aspectos da transação, começando pelo contexto e histórico que envolveram a decisão de Abilio Diniz em relação à sua participação na BRF. Em seguida, serão abordados os detalhes da transação propriamente dita, incluindo o valor envolvido e o momento em que se tornou público. Por fim, serão analisadas as razões que levaram Abilio Diniz a encerrar sua ligação com a BRF, examinando fatores como problemas financeiros enfrentados pela empresa e a evolução das ações da BRF durante seu período de acionista.

Este estudo de caso oferece uma oportunidade valiosa para compreender como o *earn-out* pode ser aplicado em transações empresariais do mundo real, fornecendo insights sobre os desafios e oportunidades que esse mecanismo traz consigo.

### i. Contexto e Histórico da Transação<sup>19</sup>

O contexto da transação em comento remonta a quase nove anos, quando Abilio Diniz ingressou como acionista da BRF. Nesse período, a BRF enfrentou uma série de desafios e oportunidades no mercado, e suas ações passaram por mudanças significativas de valor. No momento em que Abilio Diniz se tornou acionista da BRF, as ações da empresa eram avaliadas em cerca de R\$ 40 por ação.

---

<sup>18</sup> Forbes. "Por que Abilio Diniz pode lucrar com a BRF mesmo após vender suas ações". Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2021/11/por-que-abilio-diniz-pode-lucrar-com-a-brf-mesmo-apos-vender-suas-acoes/>. Acesso em: 09/10/2023.

<sup>19</sup> Globo. "Quase nove anos depois, Abilio deixa a BRF com prejuízo". Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/quase-nove-anos-depois-abilio-deixa-a-brf-com-prejuizo.ghtml>. Acesso em: 09/10/2023

Durante essa jornada, os fundos da Península, sob a liderança de Abilio Diniz, investiram substancialmente na BRF, com um aporte de mais de R\$ 1 bilhão na companhia, que é conhecida por ser a detentora da marca Sadia.

No entanto, os eventos subsequentes levaram à decisão de venda das ações da BRF para a Marfrig. A Marfrig concordou em adquirir essas ações pelo valor de R\$ 898,9 milhões. Este acordo, embora acertado em 19 de maio daquele ano, apenas se concretizou após a aprovação do negócio pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) e, notavelmente, a divulgação dessa transação veio a público após um período de sigilo, de acordo com as normas da SEC.

Ao considerar o contexto e o histórico dessa transação, torna-se evidente que uma série de fatores influenciou a decisão de Abilio Diniz. A análise do desempenho das ações da BRF, os desafios enfrentados pela empresa, e a dinâmica do mercado desempenharam um papel fundamental na trajetória que culminou na venda das ações para a Marfrig. Esses fatores serão explorados em detalhes para proporcionar uma compreensão mais profunda do cenário em que essa transação ocorreu.

## **ii. A Transação da Venda das Ações de Abilio Diniz para a Marfrig**

O estudo de caso apresentado nesta seção gira em torno da notável transação envolvendo a venda das ações de Abilio Diniz na BRF para a Marfrig, um empreendimento que marca quase nove anos de investimento de Abilio na empresa.

A transação foi concretizada com o pagamento de R\$ 898,9 milhões por parte da Marfrig, representando um marco significativo no mercado de capitais e nas práticas de negócios. É importante destacar que, durante o período de janeiro de 2012, quando Abilio Diniz ingressou no quadro societário da BRF, até maio de 2021, quando efetuou a venda, a BRF sofreu uma desvalorização de 30,58% em sua avaliação na Bolsa de Valores.

O contrato apresentado à Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (SEC) revela uma abordagem inovadora para mitigar riscos futuros. Abilio Diniz e a Marfrig incorporaram uma cláusula de *earn-out*.

No caso da venda das ações da BRF, o contrato especificou que, caso o valor das ações da empresa ultrapasse a cotação de R\$ 28,75, Abilio Diniz teria direito a 50% do valor excedente durante um período de 60 dias antes e 30 dias após a assembleia geral de acionistas da BRF. Isso representa uma estratégia eficaz para permitir que Abilio Diniz continuasse a lucrar com o desempenho da BRF, mesmo após deixar de ser acionista.

### **iii. Motivações e Estratégias por Trás da Saída de Abilio Diniz da BRF**

A venda das ações de Abilio Diniz na BRF também levanta questões cruciais sobre as motivações e estratégias que influenciaram essa decisão. A desvalorização de 30,58% das ações da BRF ao longo do período entre sua entrada e saída merece análise aprofundada. A cláusula *earn-out* introduzida no contrato oferece uma perspectiva única de como Abilio Diniz busca otimizar sua participação mesmo após a venda.

Abilio Diniz, ao considerar essa cláusula de "*earn-out*," pode ter levado em consideração a possibilidade de que a Marfrig ou outros fatores pudessem influenciar positivamente o valor das ações da BRF no futuro. No entanto, é fundamental observar que, embora essa estratégia ofereça a oportunidade de lucros adicionais, não está isenta de riscos, e não há garantias de que o valor das ações aumentará dentro do período estipulado no contrato.

Esse caso ilustra de forma notável como as estratégias de negociação, como o "*earn-out*," são aplicadas no mercado de capitais e como empresários experientes podem explorar soluções criativas para enfrentar os desafios financeiros e estratégicos que surgem em transações corporativas complexas.

### **b. A Aquisição da Maker Studios pela Disney**

Em maio de 2014, a The Walt Disney Company surpreendeu o mundo do conteúdo digital ao anunciar a aquisição da Maker Studios, a principal rede de conteúdo de vídeo online no YouTube. A aquisição foi um marco significativo,

representando o esforço da Disney em expandir sua presença no mundo do entretenimento digital. A aquisição envolveu a compra de Maker Studios por um valor total de \$500 milhões, marcando o início de uma nova fase no relacionamento entre a Disney e o conteúdo digital.

Na época da aquisição, Maker Studios já havia solidificado sua posição como a principal rede de vídeo online no YouTube, com um impressionante portfólio de mais de 55.000 canais e uma base de 380 milhões de assinantes. Além disso, a rede estava gerando impressionantes 5,5 bilhões de visualizações por mês. Esse sucesso consolidou a Maker Studios como um dos principais players no espaço de conteúdo digital, particularmente voltado para o público jovem, conhecido como Millennials.

A aquisição da Maker Studios pela Disney também incluiu um componente de "*earn-out*," que oferecia a possibilidade de um pagamento adicional de até \$450 milhões caso determinadas metas de desempenho fossem atingidas. Essas metas de desempenho refletiam as expectativas de crescimento e sucesso contínuo da Maker Studios sob a liderança da Disney.

O acordo de aquisição entre a Disney e a Maker Studios foi uma prova do compromisso da Disney em conquistar uma posição de destaque no mundo em rápida evolução do conteúdo de vídeo online. Ele representou uma estratégia para a Disney obter uma vantagem significativa na distribuição e criação de conteúdo de vídeo digital de curta duração. Como parte dessa transação, a Disney esperava combinar sua vasta biblioteca de propriedades intelectuais, incluindo Marvel, Pixar e Lucasfilm, com a experiência da Maker Studios na criação de conteúdo para a geração mais jovem.

Este contexto e histórico da aquisição da Maker Studios pela Disney estabelecem as bases para uma análise mais aprofundada dos desdobramentos e impactos dessa transação na indústria de entretenimento e na estratégia digital da Disney.

#### **i. O Caso de PewDiePie**

A aquisição da Maker Studios pela Disney envolveu uma série de questões legais e desafios potenciais associados ao "*earn-out*." Um exemplo notório desse tipo

de desafio foi a controvérsia envolvendo PewDiePie, um dos criadores de conteúdo mais proeminentes associados à Maker Studios.

PewDiePie, cujo nome real é Felix Kjellberg, era um dos criadores de conteúdo mais bem pagos e influentes no YouTube, conquistando milhões de seguidores e bilhões de visualizações. No entanto, em um incidente que envolveu acusações de antissemitismo devido a conteúdo em seus vídeos contendo referências nazistas e discriminatórias em relação a judeus, a Disney cortou laços com o criador. A controvérsia colocou em destaque a complexidade de manter uma relação de negócios com criadores de conteúdo independentes, especialmente em um cenário em constante evolução e sujeito a mudanças inesperadas.<sup>20</sup>

O contrato de PewDiePie com a Maker Studios lhe concedeu independência editorial, permitindo-lhe criar conteúdo provocador e irreverente. No entanto, o caso ilustra como essa independência pode levar a situações inesperadas e potencialmente prejudiciais para a imagem da empresa mãe, neste caso, a Disney. A independência editorial muitas vezes é um elemento desafiador para empresas que adquirem criadores de conteúdo, pois pode ser difícil prever as ações e decisões desses criadores.

A controvérsia em torno de PewDiePie também ressalta como as questões legais e regulatórias podem se tornar um fator imprevisível e disruptivo nas transações de "*earn-out*." A Maker Studios e a Disney poderiam não ter antecipado a possibilidade de uma situação como essa, e o impacto da controvérsia na capacidade da Maker Studios em cumprir suas metas de desempenho do *earn-out* é um exemplo de como as variáveis imprevisíveis podem afetar os resultados.

Embora a Disney não tenha confirmado publicamente que o caso de PewDiePie tenha afetado o "*earn-out*," a controvérsia em torno de suas ações e a subsequente separação da Maker Studios destaca como questões imprevistas podem surgir, influenciando a relação entre uma empresa-mãe e criadores de conteúdo independentes. Se essa controvérsia desempenhou um papel na não realização total

---

<sup>20</sup>BBC. "Após controvérsias, Disney rompe contrato com youtuber PewDiePie". Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/geral-38967435>. Acesso em: 10/10/2023.

das cláusulas de "earn-out," a Disney pode ter escolhido não o divulgar por razões de confidencialidade.

Esse exemplo ilustra a complexidade de gerenciar e prever transações de "earn-out," especialmente em um ambiente de rápido desenvolvimento e evolução da indústria de vídeos online. A Maker Studios e a Disney podem não ter antecipado completamente a extensão dos desafios associados ao "earn-out," e essas questões não reveladas podem ter contribuído para o resultado.

**c. O Caso Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.: Um Exemplo de Riscos no Contrato de *Earn-Out***<sup>21</sup>

O caso *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.* fornece um estudo de caso ilustrativo das complexidades e desafios envolvidos em contratos de *earn-out* em transações de fusões e aquisições. A história começa com a fundação da Sonoran Scanners, Inc. (Sonoran) em 1997 por Joseph P. Donahue, um engenheiro e empresário, com o objetivo de desenvolver e comercializar tecnologia de impressão de alta velocidade conhecida como "computer-to-plate" (CTP). A tecnologia CTP é amplamente utilizada na indústria gráfica e de jornais.

No início dos anos 2000, a Sonoran desenvolveu um protótipo de máquina CTP, mas enfrentou dificuldades na venda do produto, pois os potenciais clientes estavam preocupados com o suporte a longo prazo e a tecnologia relativamente desconhecida. Essas dificuldades financeiras levaram o fundador, Sr. Donahue, a buscar um investidor para o negócio.

Em maio de 2001, a Sonoran e a PerkinElmer, Inc. ("PerkinElmer") celebraram um contrato de compra e venda de ativos. De acordo com os termos do contrato, a PerkinElmer adquiriu os ativos do negócio CTP da Sonoran por um preço fixo de US\$3.500.000,00, parte do qual foi usado para pagar credores da Sonoran.

---

<sup>21</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.* APPEAL FROM THE UNITED STATES DISTRICT COURT FOR THE DISTRICT OF MASSACHUSETTS disponível [online] in <http://media.ca1.uscourts.gov/pdf.opinions/09-1089P-01A.pdf> [04/10/2023]

Além disso, o contrato incluiu uma cláusula de *earn-out*, que estipulava pagamentos adicionais à Sonoran com base no alcance de metas de vendas de produtos CTP entre 2001 e 2006.

No entanto, o negócio CTP não teve sucesso, e a PerkinElmer vendeu os ativos relacionados à tecnologia CTP para terceiros em 2004, encerrando efetivamente o negócio. Durante esse período, apenas uma unidade de máquina CTP foi vendida pela PerkinElmer, resultando em nenhum pagamento de *earn-out* à Sonoran.

A Sonoran alegou que o insucesso do negócio foi resultado de ações de má-fé por parte da PerkinElmer após o fechamento da operação. A disputa incluiu alegações de que a PerkinElmer não cumpriu suas obrigações contratuais de promover e incentivar os produtos da Sonoran, o que teria levado à falha em atingir as metas de *earn-out*.

Os autores, a Sonoran e o Sr. Donahue, moveram uma ação judicial em 2006 contra a PerkinElmer alegando, entre outras coisas, descumprimento das obrigações contratuais, falta de boa-fé e lealdade e práticas comerciais injustas. A Corte Distrital de Massachusetts, no entanto, decidiu em favor da PerkinElmer em relação a todas as alegações dos autores, exceto uma relacionada ao dever implícito da PerkinElmer de envidar esforços razoáveis para desenvolver o negócio adquirido.

A *United States Court of Appeals for the First Circuit* confirmou a decisão da corte distrital em relação à maioria das alegações, mas reverteu a decisão no que diz respeito aos esforços razoáveis da PerkinElmer. A corte de apelação determinou que o contrato estabelecia implicitamente um dever da PerkinElmer de fazer esforços razoáveis para desenvolver o negócio.

Apesar dessa reversão, o caso foi enviado de volta à Corte Distrital de Massachusetts para determinar se a PerkinElmer violou o dever implícito de envidar esforços razoáveis, com base nas ações efetivas da empresa. No momento, o caso permanece sem uma decisão final.

O caso *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.* destaca as complexidades dos contratos de *earn-out*, a importância da boa-fé e da lealdade nas transações e as potenciais disputas que podem surgir quando as partes não conseguem atingir as

metas contratuais. Além disso, demonstra como tribunais avaliam questões relacionadas a *earn-out*.

#### d. O Caso *American Capital Acquisition Partners v. LPL Holdings* 22

O caso *American Capital Acquisition Partners v. LPL Holdings*, julgado em 2014 pelo Tribunal de Chancelaria de Delaware, tratou uma disputa legal em torno de um acordo de *earn-out* entre as partes envolvidas, sendo esclarecedor no que diz respeito à interpretação e aplicação de cláusulas de *earn-out* e obrigações implícitas em contratos de fusões e aquisições.

O cerne da controvérsia residia no fato de que o contrato estipulava um pagamento contingente com base no cumprimento de certos requisitos relacionados à "margem bruta".

Contudo, o contrato não continha qualquer disposição que obrigasse o Comprador, a LPL Holdings, a realizar ou se empenhar em realizar adaptações técnicas em seus sistemas de computador que seriam essenciais para permitir que o negócio se expandisse e alcançasse esses objetivos.

O Vendedor, a American Capital Acquisition Partners, argumentou que as cláusulas de preço contingente deveriam, por implicação, obrigarem o Comprador a efetuar essas adaptações. Isso porque, embora ambas as partes estivessem cientes de que o sistema do Comprador precisaria de algumas modificações, o contrato não incluía qualquer obrigação que vinculasse o Comprador a realizar as adaptações necessárias, caracterizando, assim, uma violação do "*implied covenant*" (dever implícito) do contrato.

O tribunal, em sua decisão, esclareceu que o dever implícito visa preencher lacunas no contrato quando questões não antecipadas surgem após a negociação.

---

<sup>22</sup> DE ROSE, Richard. The Ins and Outs of *Earn-outs*: A Delaware Perspective. In: *The Ins and Outs of Earn-outs: A Delaware Perspective*. Business Law Today, 18 mar. 2022. Disponível em: [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/resources/business-law-today/2022-march/the-ins-and-outs-of-earn-outs-a-delaware-perspective/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2022-march/the-ins-and-outs-of-earn-outs-a-delaware-perspective/). Acesso em: 3 out. 2023.

No entanto, destacou que esse dever não pode ser utilizado para criar novas obrigações contratuais que não foram expressas pelas partes no acordo original.

No entanto, o tribunal encontrou uma violação do dever implícito por parte do Comprador em outra questão. O tribunal entendeu que o Comprador estava direcionando clientes e funcionários do Vendedor para outra subsidiária do Comprador, além de desencorajar clientes e potenciais clientes a utilizar os recursos do Vendedor. Essa conduta foi considerada uma violação das expectativas razoáveis de lealdade e boa-fé, mesmo que não estivesse explicitamente estipulada no contrato original.

O caso *American Capital Acquisition Partners v. LPL Holdings* enfatiza a necessidade de clareza na redação de contratos de *earn-out* e demonstra que as obrigações implícitas só podem ser aplicadas para preencher lacunas não antecipadas. Além disso, ressalta a importância da boa-fé e lealdade no contexto de *earn-outs*, enquanto os tribunais consideram as expectativas razoáveis das partes ao interpretar contratos complexos de fusões e aquisições.

## 8. CONCLUSÃO

O presente trabalho oferece uma análise detalhada do *earn-out*, uma estratégia financeira que tem ganhado destaque em transações empresariais, agregando complexidade e riscos às operações de aquisição e venda de participações societárias. Com base nos capítulos previamente explorados, é possível traçar algumas conclusões relevantes sobre o *earn-out* e seus desafios.

No primeiro capítulo, a "Introdução", o cenário atual de negócios e a importância das transações empresariais são apresentados, destacando a necessidade de mecanismos como o *earn-out* para equilibrar interesses entre compradores e vendedores.

O segundo capítulo, "A Origem do *Earn-out*", lança luz sobre a origem histórica do *earn-out*, que remonta a estratégias de M&A nas décadas de 1950 e 1960 nos Estados Unidos. Essa contextualização histórica ajuda a entender como essa prática evoluiu ao longo do tempo.

No terceiro capítulo, "Conceito e Natureza Jurídica do *Earn-out*", são discutidas questões conceituais e legais relacionadas ao *earn-out*, destacando-o como um mecanismo contratual complexo e flexível, sem uma regulamentação rígida.

No quarto capítulo, "Métodos de Avaliação para *Earn-out*", os dois principais métodos de avaliação de *earn-out*, o Método Baseado em Cenários (SBM) e o Método de Precificação de Opções (OPM), são explorados em detalhes, fornecendo um entendimento aprofundado das abordagens de avaliação usadas para determinar pagamentos contingentes.

O quinto capítulo, "A Solução de Consulta COSIT N. 82/2023: Tributação das Parcelas de *Earn-out* no IRPF", aborda questões críticas relacionadas à tributação das parcelas de *earn-out* no Imposto de Renda de Pessoa Física (IRPF). A Solução de Consulta COSIT n. 82/2023 fornece orientações importantes sobre a tributação dessas parcelas, destacando a complexidade da questão e a necessidade de planejamento tributário adequado.

O sexto capítulo, "Contratos de Jogadores de Futebol: Uma Analogia com o *Earn-out*", apresenta uma abordagem inovadora ao comparar os contratos de *earn-*

*out* com os contratos de jogadores de futebol. Essa analogia ajuda a destacar semelhanças e diferenças entre esses dois contextos contratuais e aprofunda a compreensão do *earn-out*.

No sétimo capítulo, "Fatores e Desafios do *Earn-out*", são explorados estudos de caso relevantes, incluindo a venda das ações de Abilio Diniz para a Marfrig, a aquisição da Maker Studios pela Disney, o caso PewDiePie e o caso Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc., destacando os desafios e riscos associados ao *earn-out* em contextos empresariais específicos.

Em resumo, este trabalho proporcionou uma análise abrangente e aprofundada do *earn-out*, um mecanismo que desempenha um papel crucial nas transações comerciais e contratos em que o futuro e o risco desempenham um papel significativo. Entender as origens, a natureza jurídica, os métodos de avaliação, a tributação e as complexidades do *earn-out* é fundamental para que as partes envolvidas maximizem os benefícios dessa ferramenta e evitem litígios.

O *earn-out* não é apenas um reflexo da complexidade do mundo dos negócios, mas também uma expressão da criatividade e adaptabilidade das partes na busca de soluções que se ajustem às realidades do mercado. A sua aplicação continuará a evoluir à medida que as transações comerciais se tornem mais complexas, tornando-se um instrumento valioso para aqueles que buscam alinhar interesses, compartilhar riscos e alcançar acordos mutuamente benéficos. Portanto, a compreensão do *earn-out* e a expertise na sua estruturação e avaliação permanecerão sendo habilidades essenciais no ambiente empresarial dinâmico de hoje.

## 9. BIBLIOGRAFIA

**ALVES**, Daniel Rodrigues. Determinabilidade, Negociação E Elaboração Das Cláusulas De Preço Contingente (*Earn-out*) Nas Operações De Compra E Venda De Participação Societária Ou De Estabelecimento E Análise De Conflitos À Luz Do Princípio Da Boa-Fé Objetiva. In: Alves, Daniel Rodrigues. Determinabilidade, Negociação E Elaboração Das Cláusulas De Preço Contingente (*Earn-out*) Nas Operações De Compra E Venda De Participação Societária Ou De Estabelecimento E Análise De Conflitos À Luz Do Princípio Da Boa-Fé Objetiva. 2016. Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Direito (Mestrado) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 25 a 27. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/17494/Disserta%c3%a7%c3%a3o%20-%20Mestrado%20Profissional%20-%20Daniel%20Alves%20-%20%20%20Vers%c3%a3o%20MEGA%20ULTRA%20BLASTER%20FINAL.pdf?sequence=5&isAllowed=y>. Acesso em: 3 out. 2023.

**APPLEGATE**, Jane. *Earnout Sale Keeps Continuity and Saves Cash*. The Seattle Times, November 10, 1990. Disponível em: [www.community.seattletimes.nwsourc.com/archive/?date=19901110&slug=1103331](http://www.community.seattletimes.nwsourc.com/archive/?date=19901110&slug=1103331) . Acesso em: 07/10/2023.

**BBC**. "Após controvérsias, Disney rompe contrato com youtuber PewDiePie". Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/geral-38967435>. Acesso em: 10/10/2023.

**DE ROSE**, Richard. The Ins and Outs of *Earn-outs*: A Delaware Perspective. In: The Ins and Outs of *Earn-outs*: A Delaware Perspective. Business Law Today, 18 mar. 2022. Disponível em: [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/resources/business-law-](https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-)

today/2022-march/the-ins-and-outs-of-earn-outs-a-delaware-perspective/. Acesso em: 3 out. 2023.

**ESPN.** Monaco só receberá todo o valor de transferência se Martial ganhar Bola de Ouro [online]. Disponível em: [http://www.espn.com.br/noticia/540746\\_monaco-so-recebera-todo-o-valor-de-transferencia-se-martial-ganhar-bola-de-ouro/](http://www.espn.com.br/noticia/540746_monaco-so-recebera-todo-o-valor-de-transferencia-se-martial-ganhar-bola-de-ouro/). Acesso em: 06 de junho de 2023.

**FAJERSZTAJN**, Bruno; **LUZ**, Victor Lyra Guimarães. Solução De Consulta Cosit N.82/2023 Determina Incidência Do Irf Sobre O Ganho De Capital No Momento Do Recebimento Da Parcela Do Preço Vinculada A Uma Cláusula De “*Earn-out*”. [S. l.], 2023. Disponível em: <https://www.marizadvogados.com.br/solucao-de-consulta-cosit-n-82-2023-determina-incidencia-do-irpf-sobre-o-ganho-de-capital-no-momento-do-recebimento-da-parcela-do-preco-vinculada-a-uma-clausula-de-earn-out/>. Acesso em: 18 out. 2023.

**Forbes.** "Por que Abilio Diniz pode lucrar com a BRF mesmo após vender suas ações". Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2021/11/por-que-abilio-diniz-pode-lucrar-com-a-brf-mesmo-apos-vender-suas-aco-es/>. Acesso em: 09/10/2023.

**Globo.** "Quase nove anos depois, Abilio deixa a BRF com prejuízo". Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/quase-nove-anos-depois-abilio-deixa-a-brf-com-prejuizo.ghtml>. Acesso em: 09/10/2023

**LÔBO**, Paulo Luiz Netto. Comentários ao Código Civil-Parte Especial-Das Várias Espécies de Contratos-Da Compra e Venda; Da Troca ou Permuta; Do Contrato Estimatório; da Doação. AZEVEDO, Antônio Junqueira de (coord.) São Paulo: Saraiva, 2003, p.13.

**MÁLAGA**, Flávio Kezam. Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial: para empresas não financeiras. 2. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.

**MOMENTO M&A COM DENNIS HERSZKOWICZ**, CEO DA TOTVS: Entrevista com Dennis Herszkowicz, CEO da Totvs, sobre a sua experiência como um “serial buyer” de empresas ao longo dos últimos 15 anos. Ele traz uma série de insights interessantes para que futuros vendedores levem em consideração.. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://fortezzapartners.com.br/momento-ma-com-dennis-herszkowicz-ceo-da-totvs/>. Acesso em: 3 out. 2023.

**PLACAR**. Por que Griezmann só joga meia hora no Atlético de Madri? Barça explica. Placar, [s.d.]. Disponível em: <https://placar.abril.com.br/futebol-europeu/por-que-griezmann-so-joga-meia-hora-no-atletico-de-madri-barca-explica>. Acesso em: 06 de junho de 2023.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc. Appeal From The United States District Court For The District Of Massachusetts disponível [online] in <http://media.ca1.uscourts.gov/pdf/opinions/09-1089P-01A.pdf> [04/10/2023]

**THE APPRAISAL FOUNDATION** (ed.). VALUATIONS IN FINANCIAL REPORTING VALUATION ADVISORY 4: VALUATION OF CONTINGENT CONSIDERATION. [S. l.: s. n.], Fevereiro 2019. 133 p. Disponível em: [https://static1.squarespace.com/static/5baff06daadd345a68e6bd99/t/5c81895653450a5e7a25b494/1551993177090/VFR\\_4\\_FINAL\\_021419.pdf](https://static1.squarespace.com/static/5baff06daadd345a68e6bd99/t/5c81895653450a5e7a25b494/1551993177090/VFR_4_FINAL_021419.pdf). Acesso em: 2 out. 2023.

**THE WALT DISNEY COMPANY.** The Walt Disney Company to acquire Maker Studios, the leading network of online video content [online]. Disponível em: <https://thewaltdisneycompany.com/the-walt-disney-company-to-acquire-maker-studios-the-leading-network-of-online-video-content/>. Acesso em: 06 de junho de 2023.

**VISA INC.** Visa Inc. to acquire Visa Europe [online]. Disponível em: <https://investor.visa.com/news/news-details/2015/Visa-Inc-to-Acquire-Visa-Europe/default.aspx>. Acesso em: 06 de junho de 2023.