

Estado da publicação: O preprint não foi publicado em outro meio.

Earnouts e governança contratual no Brasil: uma tipologia por efetividade institucional

Hudson Fernando Couto, Antônio Artur de Sousa, Mateus Binda

<https://doi.org/10.1590/SciELOPreprints.18137>

Submetido em: 2026-09-22

Postado em: 2026-10-05 (versão 1)

(AAAA-MM-DD)

EARNOUTS E GOVERNANÇA CONTRATUAL NO BRASIL: UMA TIPOLOGIA POR EFETIVIDADE INSTITUCIONAL

Hudson Fernando Couto¹; Antônio Artur de Souza²; Mateus Binda¹

¹ *Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Faculdade de Ciências Econômicas, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (CEPEAD), Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil.*

² *Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Faculdade de Ciências Econômicas, Departamento de Ciências Administrativas, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil.*

Hudson Fernando Couto. ORCID: <https://orcid.org/0009-0000-6310-8703>

Antônio Artur de Souza. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4725-0758>

Mateus Binda. ORCID: <https://orcid.org/0009-0005-0754-4435>

Autor correspondente: Hudson Fernando Couto. E-mail: hudsonfcouto@gmail.com

Versão preprint. Manuscrito não revisado por pares.

RESUMO

Objetivo: Examinar em que condições o *earnout* funciona como mecanismo efetivo de governança contratual no Brasil e em que condições tende a gerar fragilidade, disputa ou oportunismo.

Originalidade/Valor: O artigo desloca o debate da precificação contingente para a realizabilidade econômica do *earnout* e propõe uma tipologia por efetividade institucional, composta pelos tipos robusto, frágil, litigioso e oportunista.

Principais aspectos metodológicos: Estudo teórico-documental e exploratório que articula economia da informação, contratos incompletos, governança pós-aquisição e opções reais com evidências institucionais secundárias do Conselho Nacional de Justiça e de instituições arbitrais. Os indicadores são utilizados como proxies das condições gerais de exigibilidade, sem inferência causal sobre contratos individuais.

Síntese dos principais resultados: A análise identifica heterogeneidade relevante do *enforcement*, vulnerabilidade de métricas discricionárias e riscos decorrentes da assimetria de controle pós-aquisição. A realizabilidade econômica depende da consistência entre métrica verificável, estrutura de controle e mecanismo de *enforcement* compatível com o valor da

contingência. A tipologia oferece estrutura diagnóstica para o desenho de salvaguardas contratuais e para a avaliação ex-ante dos riscos de execução. Os resultados reforçam que cláusulas formalmente semelhantes podem apresentar realizabilidade distinta conforme o ambiente institucional e a governança pós-aquisição. A proposta mantém caráter exploratório e demanda validação futura com contratos, laudos arbitrais, decisões judiciais e evidências de mercado.

Palavras-chave: *Earnout*; Fusões e aquisições; Governança contratual; Mercado brasileiro; *Enforcement* judicial.

EARNOUTS AND CONTRACTUAL GOVERNANCE IN BRAZIL: A TYPOLOGY BY INSTITUTIONAL EFFECTIVENESS

ABSTRACT

Purpose: To examine the conditions under which earnouts operate as effective contractual-governance mechanisms in Brazil and those under which they tend to generate fragility, disputes, or opportunism.

Originality/value: The article shifts the debate from contingent pricing to the economic realizability of earnouts and proposes an institutional-effectiveness typology comprising robust, fragile, litigious, and opportunistic configurations.

Design/method/approach: This theoretical-documentary and exploratory study integrates information economics, incomplete contracts, post-acquisition governance, and real options with secondary institutional evidence from the Brazilian National Council of Justice and arbitral institutions. The indicators are used as proxies for general enforceability conditions, without causal inference about individual contracts.

Findings: The analysis identifies relevant heterogeneity in enforcement, vulnerability of discretionary performance metrics, and risks created by post-acquisition control asymmetry. Economic realizability depends on consistency among a verifiable metric, the control structure, and an enforcement mechanism compatible with the value at stake. The typology offers a diagnostic framework for contractual safeguards and for ex-ante assessment of execution risks. The findings reinforce that formally similar clauses may have different economic realizability depending on the institutional environment and post-acquisition governance. The proposal remains exploratory, has diagnostic rather than confirmatory scope, and requires future empirical validation with contracts, arbitral awards, court decisions, and market evidence.

Keywords: *Earnout*; Mergers and acquisitions; Contractual governance; Brazilian market; Judicial *enforcement*.

1. INTRODUÇÃO

As estruturas de pagamento contingente ocupam lugar relevante nas operações de fusões e aquisições. Em 2024, o Brasil registrou mais de 1.580 transações de M&A, liderando o mercado latino-americano e movimentando capital superior a US\$ 47 bilhões (KPMG Brasil, 2025; Aon et al., 2025). Esse volume de transações evidencia a relevância crescente dos instrumentos de

estruturação de preço em transações de alta complexidade informacional (Dahlen, 2025). O *earnout*, parcela do preço condicionada ao desempenho pós-aquisição da empresa-alvo, emerge como solução natural nessas transações porque o valuation utilizado como base de negociação (predominantemente o fluxo de caixa descontado, DCF) incorpora, estruturalmente, estimativas de desempenho futuro (Damodaran, 2012). Quando comprador e vendedor divergem sobre essas estimativas, diferir e condicionar parte do pagamento ao desempenho efetivo da empresa-alvo representa uma forma contratual de resolver a divergência sem inviabilizar a transação.

Na literatura internacional, o *earnout* costuma ser tratado como instrumento de redução de assimetria informacional, alinhamento de incentivos e aproximação entre expectativas de comprador e vendedor (Kohers & Ang, 2000; Cain et al., 2011; Barbopoulos & Sudarsanam, 2012). Essa premissa é importante, mas insuficiente para explicar o funcionamento econômico do *earnout* em contextos institucionais heterogêneos, como o brasileiro.

No Brasil, a efetividade do *earnout* também depende da integridade da métrica de apuração, da distribuição do controle após o fechamento e do custo de exigir o pagamento. Em ambiente de enforcement heterogêneo e estruturas societárias concentradas, cláusulas semelhantes podem produzir resultados econômicos distintos. O *earnout* deve, portanto, ser examinado não apenas como técnica de precificação contingente, mas como problema de governança contratual.

A pergunta orientadora deste artigo é a seguinte: em que condições o *earnout* funciona, no contexto brasileiro, como mecanismo efetivo de governança contratual, e em que condições tende a converter-se em fonte de fragilidade, disputa ou oportunismo? O argumento central é que, no Brasil, o *earnout* tende a combinar atratividade ex-ante com fragilidade ex-post. A estrutura do *earnout* pode facilitar a conclusão da compra com o fechamento da transação ao reduzir divergências de valuation, mas sua conversão em pagamento economicamente realizável depende de fatores que extrapolam a negociação inicial. Dentre esses fatores, estão a verificabilidade da métrica, a preservação da base de apuração, a limitação da discricionariedade do adquirente e a existência de mecanismos de *enforcement* compatíveis com o valor em disputa.

Para enfrentar esse problema, este trabalho mobiliza três abordagens complementares: a economia da informação, a economia dos custos de transação e a teoria de opções reais. A economia da informação explica por que o *earnout* emerge como solução plausível diante da assimetria informacional. A economia dos custos de transação e dos contratos incompletos mostra por que essa solução permanece vulnerável após o fechamento, quando o comprador

passa a controlar ativos, decisões operacionais e critérios que afetam a apuração. A teoria de opções reais, empregada aqui em chave analítica e não modelística, reforça que o valor do componente contingente não se esgota em sua fórmula contratual, pois depende também de sua realizabilidade prática.

A contribuição do trabalho está em deslocar a análise do *earnout* de um debate concentrado na precificação para uma visão centrada em sua efetividade institucional e contratual. Com base nisso, propõe-se uma tipologia de quatro configurações, *earnout* robusto, frágil, litigioso e oportunista, organizada em torno de três dimensões críticas: heterogeneidade do *enforcement*, manipulabilidade das métricas de desempenho e assimetria de controle em estruturas societárias concentradas. O argumento é que o desempenho econômico do *earnout* depende menos de sua sofisticação formal isolada do que do alinhamento entre base de apuração, estrutura de controle e capacidade de execução.

2. REVISÃO DA LITERATURA

A efetividade do *earnout* depende de condições que relacionam o momento da contratação (ex-ante) ao período de apuração e execução da parcela contingente (ex-post). Por isso, a questão relevante não é apenas entender por que as partes aceitam uma condição desse tipo, mas compreender como o *earnout* preserva valor econômico após o fechamento da operação.

Nessa perspectiva, o *earnout* deve ser visto como dispositivo contratual cuja efetividade depende de três planos articulados: a assimetria informacional que justifica sua adoção, a distribuição superveniente de controle que afeta sua execução e a realizabilidade prática do valor esperado. Essas três dimensões serão examinadas sob a ótica da economia da informação, da literatura de “custos de transação e contratos incompletos”, e da teoria de opções reais. O objetivo não é tratar cada tradição como bloco isolado, mas extrair delas os elementos necessários para explicar por que estimativas semelhantes de *earnouts* podem gerar resultados tão distintos no contexto brasileiro.

Neste texto, efetividade contratual não significa apenas validade jurídica formal, mas a capacidade de uma cláusula de estimativa de *earnout* produzir o resultado econômico a que se destina. Da mesma forma, realizabilidade econômica designa a probabilidade de conversão de *enforcement* em recebimento efetivo. Os referenciais mobilizados nesta seção foram selecionados com base em dois critérios: pertinência ao problema do *earnout* como problema de governança, e não apenas de precificação, e cobertura das três fases analíticas do problema:

gênese contratual, vulnerabilidade *ex-post* e realizabilidade institucional. A revisão não pretende ser exaustiva: seu objetivo é construir articulação teórica que sustente a tipologia proposta na Seção 4, não recensear toda a literatura sobre *earnouts*.

2.1 Assimetria Informacional e Limites do Earnout como Sinal

A definição mais difundida do *earnout* na literatura internacional é de uma resposta contratual à assimetria informacional entre vendedor e adquirente. Akerlof (1970) mostra que informação desigual pode inviabilizar transações mutuamente vantajosas ou produzir preços subótimos. Kohers e Ang (2000) mostram que o resultado esperado ganha relevância quando a qualidade econômica da empresa-alvo é difícil de estimar. Barbopoulos e Sudarsanam (2012) concluíram que assimetria informacional, incerteza de desempenho e divergência de *valuation* constituem os principais determinantes da adoção e do tamanho do *earnout*. A aceitação do *earnout* como componente da transação pode funcionar como sinal de confiança do vendedor nas projeções apresentadas pela empresa-alvo.

Essa explicação é relevante, mas incompleta. Datar et al. (2001) associam o *earnout* à redução dos efeitos da seleção adversa em aquisições de empresas privadas. Cadman e Sunder (2014) mostram que a assimetria informacional não apenas motiva sua adoção, mas molda a escolha da métrica. Tratar o *earnout* exclusivamente como mecanismo de sinalização de valor pressupõe que a qualidade informacional revelada na contratação permanecerá protegida durante o horizonte de planejamento. Ocorre que essa condição perde força quando a métrica é manipulável, ou seja, quando o comprador controla fatores que afetam o resultado e quando o custo de exigir o pagamento reduz materialmente o valor do *earnout*. A economia da informação ajuda a explicar por que o *earnout* emerge como solução negocial plausível.

A evidência empírica reforça essa tensão. Kohers e Ang (2000) encontram retornos positivos para adquirentes e função de retenção de gestores. Cain et al. (2011), por sua vez, documentam elevada heterogeneidade nos termos dos *earnouts* e mostram que sua estrutura responde à incerteza de *valuation* e ao risco moral. Evidência mais recente indica que adquirentes podem gerenciar resultados para reduzir pagamentos contingentes durante o período do *earnout* (Coelho & Loureiro, 2026). Em conjunto, os estudos sugerem que o instrumento pode alinhar interesses na contratação e, simultaneamente, criar novos incentivos conflitantes na execução.

2.2 Incompletude Contratual, Controle Superveniente e Vulnerabilidade da Base de Apuração

A explicação da transação permanece incompleta enquanto o *earnout* for observado apenas no instante da negociação. A aceitação do *earnout* cria uma relação contratual prolongada, na qual o pagamento futuro é dependente de eventos, decisões operacionais e critérios de mensuração que dificilmente podem ser integralmente antecipados no *closing* (conclusão da compra). É nesse ponto que a economia dos custos de transação, na formulação de Williamson (1985), se torna decisiva para a compreensão de condições que podem permitir a efetividade do *earnout*.

Nesses contratos, a incompletude não é defeito acidental, mas característica estrutural. Grossman e Hart (1986) estabelecem que a alocação de direitos de controle residual determina os incentivos de investimento das partes e define os limites do que pode ser contratado *ex ante*. Hart e Moore (1988) e Hart (1995) ampliam esse arcabouço ao mostrar que acordos de longo prazo não conseguem prever exaustivamente todas as contingências relevantes e que a renegociação é inevitável, mas dependente das posições de poder criadas pelo contrato original. Em operações com *earnout*, isso importa porque, após a transferência do controle, o adquirente passa a deter poder relevante sobre políticas contábeis, integração operacional, alocação de custos, priorização comercial e reorganizações que podem alterar o referencial de mensuração da parcela contingente.

Desse deslocamento decorre um ponto central do trabalho. O problema do *earnout* não está apenas em medir corretamente o desempenho futuro, mas em preservar a integridade daquilo que será medido. Cain et al. (2011) afirmam que a condição contingente cria uma zona sensível de governança na qual o adquirente passa a deter instrumentos capazes de afetar a própria base de apuração. Quando o comprador controla as condições de formação do resultado, a condição deixa de ser apenas técnica de ajuste de preço e passa a depender de salvaguardas capazes de conter discricionariedade, reduzir oportunismo e proteger a verificabilidade da métrica. Sem isso, o componente contingente pode manter validade formal e, ainda assim, perder substância econômica.

2.3 Governança Pós-Aquisição e Risco Moral Bilateral

A governança pós-aquisição desloca o foco para a relação entre as partes durante o período de apuração. Cain et al. (2011) mostram que *earnouts* são estruturados para enfrentar incerteza e risco moral. O vendedor pode ter incentivo para maximizar indicadores de curto prazo,

enquanto o comprador controla crescimento, investimento, despesas, integração e reconhecimento de resultados. Essa assimetria cria risco moral bilateral e torna a governança da base de mensuração parte central do contrato.

Holmström e Milgrom (1991) explicam como estruturas de mensuração imperfeitas e ambientes de multitarefa abrem espaço para distorções entre a variável contratualmente observada e o desempenho econômico que as partes pretendiam capturar. Lukas et al. (2012), ao tratarem o *earnout* sob a ótica da teoria dos jogos e de opções, defendem que o comprador que detém o controle operacional durante o período de apuração dispõe de estratégias para influenciar o valor do componente contingente. Nessas condições, o centro analítico do problema deixa de ser a divergência inicial de valuation e passa a ser a preservação da integridade da base de mensuração ao longo do período de apuração.

Como consequência do risco moral bilateral, decorre uma implicação prática importante. O *earnout* depende, como identificam Cadman e Sunder (2014) e Barbopoulos e Sudarsanam (2012), de um desenho contratual que combine métrica verificável, acesso à informação, disciplina sobre decisões que afetem a apuração e mecanismos de solução de controvérsias compatíveis com o valor do direito contingente. Sem esse conjunto de estrutura de governança, a condição negociada pode funcionar mais como fonte potencial de disputa do que como instrumento efetivo de alinhamento.

2.4 Teoria de Opções Reais e Realizabilidade Econômica

A teoria de opções reais acrescenta uma dimensão importante do problema ao mostrar que o valor de uma contingência não se esgota em sua fórmula contratual. Em Trigeorgis (1996), a lógica das opções reais permite compreender direitos contingentes como estruturas cujo valor depende de estados futuros do mundo e da possibilidade de conversão de uma expectativa em realização econômica efetiva. No campo das aquisições, essa abordagem ajuda a perceber que o componente contingente só tem valor econômico efetivo se houver condições institucionais e operacionais para sua conversão em pagamento. Neste artigo, seu emprego é analítico, não modelístico. O objetivo não é precificar o *earnout* como opção, mas explicitar que valor nominal e valor realizável não são equivalentes.

A justificativa para esse uso analítico reside em uma limitação reconhecida da aplicação modelística ao problema do *earnout* no Brasil. Os modelos de precificação de opções reais, como os desenvolvidos por Lukas et al. (2012), pressupõem a observabilidade do ativo

subjacente, a estimabilidade da volatilidade e a possibilidade de exercício em condições conhecidas. No contexto de operações privadas de M&A com métricas contábeis sujeitas a discricionariedade gerencial, essas condições raramente se verificam: a base de cálculo pode ser redefinida, o ativo subjacente não tem preço de mercado observável e o exercício da opção depende de mecanismos de enforcement cujo custo é variável e em parte desconhecido ex-ante. Por isso, o emprego da teoria de opções reais neste artigo é analítico: seu papel é distinguir valor contratual de valor realizável, distinção que a análise da Seção 4 mobilizará diretamente.

Essa distinção é especialmente relevante no contexto brasileiro. Lukas et al. (2012) explicam o *earnout* como opção real cujo valor é determinado conjuntamente pela incerteza do desempenho futuro, pela distribuição do controle operacional entre as partes e pelas condições de exercício da condição. Um *earnout* pode estar formalmente bem estruturado e ainda assim ter sua substância econômica corroída quando a métrica é manipulável, a apuração depende de decisões discricionárias do adquirente ou o custo de enforcement reduz significativamente o benefício esperado do resultado. A teoria de opções reais reforça, assim, o deslocamento analítico da simples precificação para a governança contratual do *earnout*.

3. METODOLOGIA

Esta seção descreve o delineamento adotado no trabalho, abrangendo a forma como o problema foi enquadrado, as fontes mobilizadas e o modo de articulação entre evidência e argumento. A estratégia é exploratória e se apoia em dados secundários de fontes institucionais públicas, combinados com literatura especializada sobre *earnouts*, governança contratual e ambiente brasileiro. Essa composição não foi escolhida por conveniência, mas porque o problema examinado exige ao mesmo tempo ancoragem empírica observável e quadro teórico capaz de interpretá-la. As seções seguintes detalham, respectivamente, os referenciais teóricos mobilizados, os critérios de escolha e os limites do estudo.

3.1 Delimitação do problema e deslocamento analítico

O estudo parte de uma insuficiência explicativa bem delimitada. A literatura sobre *earnouts* oferece bases importantes para compreender por que comprador e vendedor recorrem a estruturas contingentes quando enfrentam assimetria informacional, incerteza sobre o desempenho futuro e divergência de expectativas quanto ao valor da empresa-alvo. Esse repertório é relevante e aparece de forma consistente na literatura econômica e financeira sobre o *earnout* (Akerlof, 1970; Cain et al., 2011).

A lacuna que orienta este artigo aparece nessa transição analítica, que parte do momento da contratação para o da apuração e da execução do resultado que caracteriza o *earnout*. Em vez de questionar por que o *earnout* emerge como solução contratual plausível, o texto passou a demonstrar em que condições essa solução preserva substância econômica quando submetida a métricas imperfeitas, estruturas de controle assimétricas e ambientes de *enforcement* heterogêneos, deslocando o foco analítico do plano *ex-ante* da divergência de *valuation* para o plano *ex-post* da realizabilidade econômica do direito contingente.

A estratégia empírica adotada é exploratória e documental: organiza indicadores institucionais observáveis para fundamentar a tipologia proposta, articulando evidência pública disponível com o quadro teórico desenvolvido na Seção 2.

3.2 Referenciais teóricos mobilizados e critérios de escolha

Foram mobilizados cinco referenciais. A economia da informação explica a gênese do *earnout* em contexto de assimetria (Akerlof, 1970). Custos de transação e contratos incompletos explicam a vulnerabilidade criada pela transferência de controle ao adquirente (Williamson, 1985; Hart & Moore, 1988; Hart, 1995). A literatura específica de *earnouts* examina incerteza, risco moral e desenho contratual (Cain et al., 2011; Cadman & Sunder, 2014). Opções reais sustentam a distinção analítica entre valor nominal e realizável (Trigeorgis, 1996; Lukas et al., 2012). Por fim, a literatura institucional permite incorporar custo, tempo e previsibilidade do *enforcement* (North, 1990; La Porta et al., 1998). O encadeamento é complementar: gênese, vulnerabilidade, realizabilidade e ambiente institucional.

O protocolo documental utilizou fontes oficiais e padronizadas. O Conselho Nacional de Justiça foi selecionado por cobrir os 27 tribunais estaduais com metodologia pública e auditável (CNJ, 2025). Foram analisados taxa de congestionamento líquida, IPC-Jus, tempo médio do acervo e índice de produtividade dos servidores, indicadores associados ao represamento, eficiência relativa, duração e capacidade operacional. CAM-CCBC e CAM-B3 foram incluídas como referências institucionais de arbitragem societária. Essas fontes não medem disputas de *earnout*; funcionam como proxies das condições gerais de exigibilidade e não autorizam inferência causal sobre contratos individuais.

3.3 Validade interna e limites do estudo

A seleção da literatura teve caráter integrativo e orientado pelo problema de pesquisa, e não de revisão sistemática. Foram priorizados trabalhos seminais e estudos empíricos diretamente

relacionados a cinco eixos: assimetria informacional, custos de transação e contratos incompletos, governança pós-aquisição, opções reais e enforcement contratual. A seleção buscou combinar textos fundacionais com evidências empíricas específicas sobre *earnouts* e com estudos do ambiente institucional brasileiro. Como não foi adotado protocolo sistemático previamente registrado de bases, strings e etapas de triagem, não se atribui exaustividade à revisão; sua finalidade é sustentar analiticamente a construção da tipologia e explicitar os mecanismos que serão confrontados com a evidência documental.

O estudo não observa contratos individuais de *earnout*, laudos arbitrais ou decisões judiciais específicas, limitação central para a generalização. Seu escopo é exploratório: organizar evidências institucionais secundárias e literatura especializada para propor um quadro analítico das condições que podem afetar a realizabilidade econômica do *earnout* no Brasil.

Nesse sentido, a validade interna do estudo foi buscada em três planos. O primeiro é a coerência vertical entre a pergunta da introdução, o enquadramento teórico da Seção 2, os resultados empírico-documentais da Seção 4 e as implicações discutidas na Seção 5. O segundo é a parcimônia, entendida como capacidade de explicar um problema complexo a partir de um número limitado de vetores centrais, sem dissolver a especificidade do fenômeno. O terceiro é o potencial heurístico da construção proposta, isto é, sua aptidão para orientar pesquisa empírica futura e melhorar o diagnóstico contratual *ex-ante*. Esses critérios são consistentes com a literatura de construção teórica (Whetten, 1989; Doty & Glick, 1994).

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO: ESPECIFICIDADES INSTITUCIONAIS BRASILEIRAS

No Brasil, a efetividade do *earnout* é condicionada por três tensões estruturais documentadas nos dados institucionais analisados: a heterogeneidade do *enforcement* contratual, a manipulabilidade das métricas de desempenho e a assimetria de controle em estruturas societárias concentradas. Essas tensões não anulam a utilidade do *earnout*, mas ajudam a explicar por que condições formalmente semelhantes podem gerar resultados econômicos muito distintos (North, 1990; La Porta et al., 1998; Cain et al., 2011; Lukas et al., 2012).

4.1 Heterogeneidade da executabilidade contratual no ambiente brasileiro

No direito brasileiro, o *earnout* não tem disciplina legal própria, por isso a definição do seu regramento ocorre entre os contratantes. Fundamenta-se no Código Civil (CC) (Brasil, 2002), que admite obrigações condicionadas a eventos futuros e incertos (art. 121), respalda-se nos princípios de boa-fé objetiva e função social do contrato (arts. 421 e 422), e pode envolver, para

fins tributários, a incidência sobre cada parcela no momento do recebimento efetivo, segundo os preceitos da Solução de Consulta Cosit n. 3/2016 (Receita Federal do Brasil, 2016). A ausência de marco regulatório específico transfere ao contrato a função de regular integralmente as condições de apuração, reconhecimento e execução do pagamento contingente (Adamek & Conti, 2024). Essa configuração normativa torna o desenho privado do *earnout* o principal vetor de sua viabilidade econômica.

A análise dos dados institucionais sugere que a efetividade de contratos contingentes pode ser afetada pelas diferenças entre jurisdições no ambiente jurídico-institucional brasileiro. Os dados públicos do Conselho Nacional de Justiça (CNJ) mostram que a Justiça estadual brasileira opera com diferenças mensuráveis de tramitação, congestionamento, estrutura e desempenho entre tribunais. Desde 2011 essa heterogeneidade foi documentada, portanto, não é recente, pois já em 2011 estudos com dados do CNJ confirmam que a eficiência relativa dos tribunais varia persistentemente entre estados, independentemente do volume de recursos (Nogueira et al., 2012; Yeung & Azevedo, 2011, 2022). Essa heterogeneidade jurisdicional impõe cautela a qualquer leitura uniforme do problema do *enforcement* contratual.

Essa heterogeneidade importa porque o *earnout* difere parte do preço e pode exigir cobrança futura. Em ambientes mais lentos ou imprevisíveis, o vendedor enfrenta, além do risco operacional, risco de atraso na conversão do direito em recebimento. A literatura institucional associa qualidade do *enforcement* a custos de transação e desenvolvimento financeiro (North, 1990; La Porta et al., 1998). No presente estudo, estrutura, carga processual e desempenho são tratados como condições potencialmente relevantes para custo e prazo da exigibilidade, sem atribuição causal a contratos individuais.

A Tabela 1 sintetiza quatro indicadores do Justiça em Números 2025 para os 27 tribunais estaduais: taxa de congestionamento líquida, produtividade por servidor, IPC-Jus e tempo médio do acervo (CNJ, 2025). O IPC-Jus expressa eficiência relativa e não equivale a duração processual. A tabela tem finalidade descritiva: mostrar que as condições institucionais associadas à exigibilidade variam entre jurisdições, sem estabelecer ranking normativo de qualidade judicial.

Tabela 1: Heterogeneidade do Enforcement Contratual por Jurisdição no Brasil (agrupamento por quartis do IPC-Jus)

Perfil de eficiência	IPC-Jus 1º grau (%)	Tribunais (ordenados por IPC-Jus crescente)	TCL 2024 (%)	Tempo de acervo pendente (1º grau)	IPS (proc./serv.)
1º quartil (menor eficiência relativa)	≤51	TJMG, TJES, TJPE, TJCE, TJTO, TJMA, TJPI, TJAL	40,6–55,2	2a2m–3a1m	97–213
2º quartil	>51–63	TJSP, TJPR, TJPA, TJMS, TJPB, TJRN	42,5–56,3	1a11m–3a11m	103–212
3º quartil	>63–80,5	TJSE, TJRS, TJMT, TJRJ, TJBA, TJSC	46,0–63,8	1a10m–4a	103–288
4º quartil (maior eficiência relativa)	>80,5	TJGO, TJAC, TJRO, TJDFT, TJRR, TJAM, TJAP	43,0–47,1	1a6m–2a	69–264
Média	,	27 TJs	49,7	2a4m	155

O IPC-Jus varia de 40% a 100%. No primeiro quartil estão oito tribunais com IPC-Jus até 51; no segundo, seis tribunais entre 52 e 63; no terceiro, seis entre 65 e 79; e no quarto, sete entre 82 e 100. A dispersão dos demais indicadores dentro dos próprios quartis é relevante. TJSP e TJPR, por exemplo, têm IPC-Jus de 52%, mas diferem em 1 ano e 7 meses no tempo de acervo; o TJBA combina IPC-Jus de 79% com quatro anos de acervo. Os quartis são, portanto, síntese descritiva, não medida direta do risco de um earnout.

Um exercício estilizado traduz o efeito econômico do tempo. Para um crédito contingente nominal de R\$ 10 milhões e taxa ilustrativa de 12% ao ano, recebimento em 1,5 ano corresponde a valor presente próximo de R\$ 8,4 milhões; em quatro anos, cerca de R\$ 6,4 milhões. A redução decorre exclusivamente do valor do dinheiro no tempo e antecede custos processuais e honorários. O exercício não estima contrato real nem vincula causalmente o prazo médio de um tribunal ao desfecho de earnout específico; apenas mostra a ordem de grandeza econômica de atrasos compatíveis com os tempos observados.

A arbitragem aparece, nesse contexto, como mecanismo potencialmente especializado de resolução de disputas envolvendo earnouts. Os dados institucionais do CAM-CCBC (2023) registram duração média de 21 meses nos procedimentos encerrados em 2023, enquanto as informações da CAM-B3 (2024) confirmam a existência de ambiente arbitral voltado a controvérsias societárias e empresariais complexas. Em conjunto com a literatura especializada (Carmona, 2009), essas fontes sustentam a análise da arbitragem como alternativa com maior especialização e previsibilidade procedimental em determinadas operações. Isso não significa

que a arbitragem elimine o problema do enforcement nem que seja solução uniforme para todo o mercado. Significa que sua adequação deve ser avaliada em função do valor em disputa, da complexidade da controvérsia e dos custos do mecanismo escolhido.

Quadro 1. Comparação analítica entre vias de resolução de disputas em *earnouts*

Dimensão	Arbitragem institucional	Judiciário estadual
Referência temporal	CAM-CCBC: duração média de 21 meses nos procedimentos encerrados em 2023	Tempo médio de acervo do 1º grau varia entre 1 ano e 6 meses e 4 anos na amostra do CNJ
Especialização	Árbitros e procedimentos voltados a controvérsias empresariais complexas	Especialização varia conforme a organização judiciária e a unidade competente
Confidencialidade	Em regra, procedimento reservado, observadas as exceções aplicáveis	Processos judiciais são, em regra, públicos, ressalvadas hipóteses legais de sigilo
Leitura para o <i>earnout</i>	Referência de mecanismo especializado e de maior previsibilidade procedimental	Condições de exigibilidade variam entre jurisdições; os indicadores não medem disputas específicas de <i>earnout</i>

Nota. A duração média de 21 meses para procedimentos encerrados em 2023 provém do CAM-CCBC (2023). As informações sobre o Judiciário derivam dos indicadores da Tabela 1 e do CNJ (2025). As demais características são qualitativas e se apoiam na literatura especializada e nas informações institucionais do CAM-CCBC e da CAM-B3 (Carmona, 2009; CAM-B3, 2024). Não constituem indicadores padronizados de disputas específicas de *earnout* nem implicam hierarquia normativa entre foros.

Além da variação entre jurisdições estaduais, o *earnout* pode ser impactado pela instância recursal superior. O STJ opera sob elevada carga processual (CNJ, 2026), o que reforça a relevância econômica do tempo de resolução para direitos contingentes. Desse modo, a primeira tensão estrutural do contexto brasileiro não é apenas a lentidão judicial, mas a variação da capacidade de transformar direito contratual em recebimento efetivo. Essa variação pode reduzir o valor econômico realizável do *earnout* antes mesmo de qualquer disputa sobre a métrica de desempenho.

4.2 Métricas Contábeis como Fonte de Oportunismo Contratual

A segunda tensão está na métrica de desempenho. Ela define o que será medido e quais decisões podem afetar a apuração. EBITDA, receita e lucro são frequentes porque aproximam o pagamento do desempenho econômico, mas também incorporam escolhas contábeis e

gerenciais (Cain et al., 2011; Ragozzino & Reuer, 2009; Adamek & Conti, 2024). A métrica, portanto, integra o desenho de governança e não é mero detalhe técnico.

Observou-se que métricas mais próximas do valor econômico do negócio tendem, justamente por isso, a depender mais fortemente de escolhas de reconhecimento, classificação e apropriação de custos que envolvem julgamento gerencial relevante. Burgstahler et al. (2006) mostram que os incentivos de reporte diferem entre empresas de capital aberto e fechadas, enquanto Leuz et al. (2003) evidenciam que a vulnerabilidade se acentua em ambientes de menor proteção ao investidor, associando a maior ocorrência de earnings management, isto é, gerenciamento de resultados contábeis.

A análise sugere que essa vulnerabilidade é ampliada por dois fatores: discricionariedade e falta de padronização. De um lado, Martinez (2001) documenta a presença de discricionariedade contábil em ambientes empresariais com menor transparência e menor disciplina informacional, fornecendo base empírica nacional para o problema. De outro, estudos mais recentes, como Coelho e Loureiro (2026), ajudam a aproximar essa agenda da lógica dos earnouts, ao evidenciar como estruturas de pagamentos futuros podem intensificar os incentivos à manipulação da base de mensuração quando não acompanhadas de salvaguardas contratuais adequadas. A menor padronização das informações contábeis e a maior dependência de critérios gerenciais em empresas fechadas (Martinez, 2001) ampliam o risco de que a métrica contratual deixe de funcionar como aproximação confiável do desempenho econômico que as partes pretendiam remunerar.

A implicação prática é direta: quanto maior a discricionariedade da métrica, maior a necessidade de salvaguardas contratuais complementares, cláusulas de normalização, definições taxativas de termos contábeis e direitos de auditoria independente, como já informado por Cadman e Sunder (2014). A ausência dessas salvaguardas converte uma cláusula de earnout em instrumento potencialmente vantajoso para quem controla a informação e as decisões operacionais que afetam o resultado. A questão relevante não é apenas se a métrica está bem definida juridicamente, mas se ainda estará economicamente executável ou será corroída por manipulação e opacidade.

Uma implicação prática, identificada nas análises, decorrente desse diagnóstico é a possibilidade de estruturar o *earnout* sobre métricas não contábeis, que reduzem a dependência de escolhas de reconhecimento gerencial. Indicadores operacionais, como volume de produção, número de clientes ativos, taxa de retenção ou metas de entrega de produto, apresentam menor

exposição ao gerenciamento de resultados porque dependem de fatos físicos ou contratuais observáveis por ambas as partes, sem passar pelo filtro das políticas contábeis do adquirente. Marcos regulatórios ou de licenciamento, frequentes em setores como saúde, tecnologia e infraestrutura, oferecem verificabilidade ainda maior, pois seu cumprimento é certificado por autoridade independente e não está sujeito a reclassificação interna.

A limitação dessas alternativas é de outra natureza: indicadores operacionais podem capturar apenas parte do desempenho econômico relevante, criando incentivos para o vendedor maximizar a métrica específica às custas de resultados econômicos mais amplos, problema análogo ao identificado por Holmström e Milgrom (1991) para estruturas de incentivo com multitarefa. A escolha da métrica envolve, portanto, um *trade-off* entre verificabilidade e abrangência econômica: métricas mais verificáveis tendem a ser menos representativas do desempenho geral; métricas mais representativas tendem a ser mais vulneráveis à discricionariedade. Esse *trade-off* é parte constitutiva do desenho de governança do *earnout* e deve ser avaliado em conjunto com as demais tensões estruturais discutidas neste artigo.

4.3 Concentração Acionária, Tunelamento e Riscos Específicos

A terceira tensão decorre da concentração de controle e da prevalência de empresas fechadas. A literatura sobre governança brasileira documenta concentração acionária e conflitos entre controlador e demais participantes (Gorga, 2006; Leal & Carvalhal-da-Silva, 2007; Carvalhal-da-Silva & Leal, 2005). Durante o período de apuração, o adquirente pode influenciar não apenas o cálculo, mas também a base econômica sobre a qual a métrica incide.

Ao interpretar os resultados, essa dinâmica ganha especial relevo quando a empresa adquirida é integrada a um grupo empresarial já existente, quando há contratos intragrupo, reestruturações societárias, centralização de funções corporativas ou redefinição estratégica de fluxos de receita e despesa (Shleifer & Wolfenzon, 2002). Nessas circunstâncias, o montante relevante para a apuração do *earnout* pode ser substancialmente redefinido sem que haja violação formal do contrato. Desse deslocamento decorre uma assimetria estrutural: o vendedor permanece juridicamente protegido pelo texto contratual, mas economicamente exposto a redefinições que escapam da literalidade da previsão contratual.

Nesses casos, a análise indica que o risco não é apenas de erro de mensuração, mas de redirecionamento do valor econômico do negócio para fora da esfera capturada pela cláusula do *earnout*. Esse risco pode ser compreendido pela noção de tunelamento, definida por Johnson

et al. (2000) como a transferência de ativos e lucros de empresas em benefício de seus acionistas controladores, seja por meio de transações entre partes relacionadas, empréstimos subsidiados, garantias cruzadas ou reorganizações que redirecionam valor para fora do perímetro da empresa adquirida.

Já há mais de quinze anos Cain et al. (2011) e Lukas et al. (2012) mostram que ativos, receitas, custos ou centros de resultado podem ser reorganizados de modo formalmente legítimo, mas economicamente desfavorável à parte que depende da contingência. Shleifer e Wolfenzon (2002) reforçam que ambientes com menor proteção ao investidor ampliam o espaço para esse tipo de apropriação. Ao mostrar que a estrutura legal condiciona tanto o *enforcement* contratual quanto os incentivos dos controladores, os autores evidenciam que remanejamento de valor dentro do perímetro controlado é consequência previsível de proteção institucional fraca.

Mesmo com métrica precisa e *enforcement* formal, o *earnout* pode permanecer exposto quando o adquirente controla decisões capazes de remodelar a base de apuração. Em operações sensíveis, a proteção pode exigir cláusulas sobre preservação do resultado operacional, transações intragrupo, reorganizações, mudanças de controle e monitoramento. A assimetria de controle é, assim, distinta da ambiguidade da métrica e permite compreender esvaziamento econômico sem violação literal da fórmula contingente.

4.4 Tipologia de *Earnouts* por Efetividade Institucional

A articulação dos resultados da pesquisa apresentados nas subseções anteriores, heterogeneidade do *enforcement* contratual, vulnerabilidade da métrica de desempenho e assimetria de controle em contexto de concentração acionária, permite propor uma tipologia de *earnouts* por efetividade institucional. O objetivo dessa tipologia não é reproduzir empiricamente a totalidade dos arranjos observáveis no mercado, mas organizar, de forma analítica, combinações recorrentes de risco contratual, opacidade e executabilidade que ajudam a compreender o porquê de condições negociais formalmente semelhantes produzirem resultados econômicos muito distintos no contexto brasileiro. A Tabela 2 sintetiza esses quatro tipos.

A lógica de derivação dos quatro tipos resulta da combinação analítica das três dimensões examinadas. Quando *enforcement*, verificabilidade da métrica e estrutura de controle são simultaneamente favoráveis, o *earnout* tende à configuração robusta. Quando todas são desfavoráveis, o resultado é o tipo oportunista. As duas configurações intermediárias

diferenciam-se pelo vetor dominante de fragilidade, ou seja, o *earnout* frágil tem métrica relativamente verificável, mas ressen-te-se de *enforcement* insuficiente. O *earnout* litigioso, por sua vez, tem *enforcement* relativamente disponível, mas padece de ambiguidade da métrica ou de assimetria de controle que gera conflito interpretativo recorrente. Os tipos não são mutuamente excludentes: uma mesma operação pode apresentar traços de mais de uma configuração ou transitar entre elas ao longo do período de apuração, conforme mudanças no ambiente contratual e institucional.

O tipo robusto combina métrica auditável, *enforcement* previsível e salvaguardas de controle. O frágil preserva relativa transparência da métrica, mas perde valor por custo, tempo ou imprevisibilidade da execução. O litigioso concentra o conflito na interpretação e apuração da meta. O oportunista reúne métrica vulnerável, *enforcement* deficiente e elevada assimetria de controle, permitindo ao adquirente influenciar a própria base econômica do pagamento. Os Quadros 2 e a Tabela 2 sintetizam essa lógica e suas condições de mitigação.

Quadro 2: Lógica de derivação da tipologia a partir das três dimensões analíticas

Configuração	Enforcement	Verificabilidade / ambiguidade da métrica	Assimetria de controle
Robusto	Mais previsível e compatível com o valor em disputa	Métrica relativamente verificável e auditável	Limitada por salvaguardas contratuais e informacionais
Frágil	Insuficiente, lento ou economicamente custoso	Métrica relativamente verificável	Pode existir, mas não é o vetor predominante de fragilidade
Litigioso	Relativamente disponível	Métrica ambígua, discricionária ou sujeita a controvérsia	Pode ampliar o conflito sobre apuração
Oportunista	Deficiente ou pouco previsível	Métrica vulnerável	Elevada, permitindo reconfiguração da base econômica da contingência

Nota. O quadro explicita a lógica conceitual de derivação dos quatro tipos. As configurações são tipos ideais e não classes estatísticas observadas; operações concretas podem combinar características ou transitar entre configurações ao longo do período de apuração.

Tabela 2: Tipologia de Earnouts por Efetividade Institucional

Tipo	Características centrais	Fragilidade predominante	Realizabilidade	Condição de conversão ao tipo robusto
<i>Earnout</i> robusto	Métrica verificável; salvaguardas contratuais adequadas; menor opacidade; <i>enforcement</i> previsível	Residual	Alta	Não aplicável
<i>Earnout</i> frágil	Métrica verificável ou razoavelmente transparente, mas <i>enforcement</i> deficiente ou custoso	Erosão do valor pela dificuldade de execução	Média	Reforçar o <i>enforcement</i> : vias de resolução mais céleres, garantias e retenções
<i>Earnout</i> litigioso	Métrica sujeita a controvérsia interpretativa, mas <i>enforcement</i> relativamente estruturado	Judicialização ou arbitralização recorrente da apuração	Média-baixa	Reduzir a ambiguidade da métrica; padronizar ajustes; auditoria e solução técnica de controvérsias
<i>Earnout</i> oportunista	Métrica vulnerável; alta opacidade; forte assimetria de controle; <i>enforcement</i> deficiente	Esvaziamento econômico (manipulação, reorganização ou não execução)	Baixa	Redesenho profundo: revisão da métrica, salvaguardas de controle, restrições a reorganizações e reforço da executabilidade

Nota. *Tipologia analítica fundada em evidência documental e literatura especializada. As categorias derivam da articulação entre os achados institucionais e os referenciais teóricos das seções 2 e 3, sem pretensão de classificação estatística ou de validação com contratos individuais.*

5. IMPLICAÇÕES PARA A PRÁTICA GERENCIAL E PARA A ESTRUTURA ORGANIZACIONAL

A utilidade prática da tipologia é apoiar o diagnóstico antes da assinatura. No tipo robusto, a prioridade é preservar critérios de mensuração, acesso à informação e coerência entre integração operacional e métrica pactuada. A função das salvaguardas é impedir deterioração da condição durante o período de apuração, mantendo o earnout como instrumento de alinhamento.

No tipo frágil, a métrica pode ser clara, mas custo, tempo ou imprevisibilidade do *enforcement* reduzem a realizabilidade. A negociação deve considerar garantias, retenções e mecanismos especializados de solução de conflitos compatíveis com o valor em disputa. A utilidade da tipologia está no diagnóstico ex-ante, e não na racionalização retrospectiva do conflito.

No *earnout* litigioso, a principal tensão reside na própria metodologia de mensuração. A existência de *enforcement* relativamente mais estruturado não elimina o problema quando a métrica é ambígua, excessivamente dependente de julgamento gerencial ou insuficientemente protegida por mecanismos de auditoria, normalização e solução técnica de controvérsias. Para vendedores, isso recomenda atenção especial à definição de ajustes, ao tratamento de despesas extraordinárias, à disciplina de critérios contábeis e ao desenho de revisões independentes. Para compradores, a implicação é que a litigiosidade recorrente gera tanto custo processual quanto deterioração da utilidade econômica do *earnout* como ferramenta de alinhamento.

O *earnout* oportunista representa a configuração de maior risco. Nele, a métrica é vulnerável, o ambiente de *enforcement* é deficiente e a assimetria de controle permite ao adquirente influenciar não apenas o cálculo do indicador, mas a própria substância econômica do *earnout*. Nesse cenário, o *earnout* deixa de funcionar como mecanismo de composição racional do preço e passa a se aproximar de promessa contratual de baixa realizabilidade. Para vendedores, a principal implicação é de seletividade. Há contextos em que aceitar o *earnout* sem revisão profunda da estrutura contratual pode significar risco desproporcional em relação ao benefício potencial. Para compradores, o uso desse arranjo como mecanismo de compressão oportunista do preço pode produzir ganhos aparentes de curto prazo. Williamson (1985) e Cain et al. (2011) alertam que esse comportamento também tende a contaminar a relação contratual, elevar conflito e reduzir a credibilidade do instrumento em operações futuras.

Do ponto de vista da redação contratual, as quatro configurações indicam que não existe *earnout* neutro em relação ao ambiente organizacional. Métrica, *enforcement* e estrutura de controle devem ser tratados como elementos interdependentes. Uma métrica sofisticada pode falhar quando o *enforcement* é incompatível com o valor em disputa. Um mecanismo formalmente executável pode se mostrar insuficiente quando a base econômica da contingência permanece exposta a reorganizações ou transações intragrupo. E um arranjo aparentemente equilibrado pode perder funcionalidade quando a estrutura de governança do período *post-closing* não disciplina adequadamente o comportamento das partes. A contribuição prática da tipologia, nesse ponto, é permitir que a negociação se desloque da discussão sobre preço para um diagnóstico mais amplo da governança do *earnout*.

Padronização contratual, melhores práticas arbitrais e periciais, especialização e mecanismos de resolução compatíveis com operações menores podem reduzir vulnerabilidades. A questão

é de desenho contratual e organizacional: a realizabilidade depende da consistência entre mensuração, controle e execução.

6. CONCLUSÃO

Este artigo sustentou que o *earnout*, no contexto brasileiro, não deve ser compreendido como simples técnica de precificação de pagamento futuro, mas como uma questão de governança contratual. Sua efetividade depende da interação entre mensuração, controle e *enforcement*, e não apenas da redação formal das cláusulas negociadas. O *earnout* tende a ser mais efetivo quando a métrica de desempenho é relativamente verificável, o ambiente de *enforcement* é compatível com o valor econômico da contingência e a assimetria de controle permanece limitada por salvaguardas adequadas. Em sentido inverso, o *earnout* perde funcionalidade quando a mensuração é vulnerável, a executabilidade é custosa ou incerta e a estrutura de controle permite reconfigurar a base econômica sobre a qual incide a contingência.

O trabalho articulou economia da informação, contratos incompletos e opções reais para mostrar que a fragilidade ex-post do *earnout* não decorre de falha contratual isolada, mas de condições institucionais da economia que afetam sua realizabilidade: a assimetria informacional explica a adoção, mas não protege a execução; a incompletude contratual explica a vulnerabilidade ex-post; e a lógica de opções reais distingue valor nominal de valor realizável.

A principal contribuição teórica é a tipologia robusto, frágil, litigioso e oportunista, construída a partir de *enforcement*, verificabilidade da métrica e assimetria de controle. Trata-se de classificação exploratória fundada em evidências documentais e institucionais secundárias e na literatura especializada, não de validação estatística com contratos individuais. Sua função é integrar mecanismos de fragilidade, disputa e oportunismo hoje dispersos entre finanças, teoria contratual e governança.

Para vendedores, a principal lição é que a negociação do *earnout* não pode se limitar à fórmula do preço contingente, devendo incluir avaliação rigorosa da métrica, da estrutura de controle no período de apuração e da compatibilidade entre valor em disputa e mecanismo de *enforcement*. Para compradores, o texto sugere que o uso oportunista do *earnout* como instrumento de compressão do preço tende a reduzir a funcionalidade econômica da condição e a ampliar custos de transação, conflito e risco reputacional.

DECLARAÇÕES

Contribuição dos autores (CRediT)

Hudson Fernando Couto: Conceptualization; Methodology; Investigation; Writing - original draft; Writing - review & editing; Project administration.

Antônio Artur de Souza: Conceptualization; Methodology; Validation; Supervision; Writing - review & editing.

Mateus Binda: Investigation; Data curation; Resources; Writing - review & editing.

Conflito de interesses

Os autores declaram não possuir conflitos de interesses financeiros, profissionais ou pessoais relacionados a este trabalho.

Financiamento

Esta pesquisa não recebeu financiamento específico de agências de fomento dos setores público, comercial ou sem fins lucrativos.

Ética em pesquisa

Não se aplica aprovação por Comitê de Ética em Pesquisa, pois o estudo é teórico-documental, utiliza literatura e dados institucionais públicos e não envolve participantes humanos, dados pessoais identificáveis ou intervenção com seres humanos.

Disponibilidade de dados

Os dados institucionais que sustentam a análise são públicos e podem ser acessados nas fontes do Conselho Nacional de Justiça, CAM-CCBC e CAM-B3 indicadas nas referências. A consolidação derivada dos indicadores judiciais dos 27 tribunais estaduais utilizada na Tabela 1 acompanha o preprint como material suplementar intitulado “Material Suplementar - Indicadores do Judiciário”.

Uso de inteligência artificial

Os autores utilizaram ChatGPT, da OpenAI, modelo GPT-5.6 Sol, em setembro de 2026, exclusivamente como apoio à revisão linguística, organização editorial, checagem de consistência bibliográfica e adequação formal do manuscrito. A ferramenta não definiu a pergunta de pesquisa, não selecionou nem alterou dados, não substituiu a interpretação dos

autores e não determinou as conclusões. Todas as decisões teóricas, metodológicas e editoriais foram revisadas e aprovadas pelos autores, que assumem integral responsabilidade pelo conteúdo.

Status de publicação

Este manuscrito não foi publicado e não foi depositado anteriormente em outro servidor de preprints. Seu depósito no SciELO Preprints ocorre antes ou em paralelo à submissão a periódico científico que admite preprints.

REFERÊNCIAS

- Adamek, M. V. von, & Conti, A. N. (2024). A cláusula de Earn Out (parcela contingente do preço) em aquisições de empresas no direito brasileiro. In Estudos de direito empresarial e arbitragem: homenagem a Pedro Paulo Cristofaro. Editora Singular. <https://repositorio.usp.br/item/003228709>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Aon, TTR Data, & Datasite. (2025). *Relatório de fusões e aquisições na América Latina 2024*. Aon. <https://www.aon.com/en/insights/reports/ma-latin-america-2024>
- Barbopoulos, L., & Sudarsanam, S. (2012). Determinants of earnout financing in mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 678–694.
- Brasil. (2002). Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União.
- Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983–1016. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.983>
- Cadman, B., & Sunder, J. (2014). Asymmetric information and earnout agreements. *The Accounting Review*, 89(3), 809–836.
- Cain, M. D., Denis, D. J., & Denis, D. K. (2011). Earnouts: A study of financial contracting in acquisition agreements. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1–2), 151–170. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.05.001>
- CAM-B3. (2024). *Câmara de Arbitragem do Mercado: Estatísticas e dados institucionais*. B3, Brasil, Bolsa, Balcão. https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/cam-b3.htm
- CAM-CCBC. (2023). Fatos e números 2023. Centro de Arbitragem e Mediação Brasil-Canadá. <https://www.ccbc.org.br/cam-ccbc-centro-arbitragem-mediacao/wp-content/uploads/sites/10/2024/08/fatos-e-numeros-2023-pt.pdf>
- Carmona, C. A. (2009). *Arbitragem e processo: um comentário à Lei n° 9.307/96* (3ª ed.). Atlas.

- Coelho, A. P., & Loureiro, G. (2026). Do earnouts create the right incentives? Earnings management around earnout-based acquisitions. *Journal of Financial Research*, 49(2), 600–630. <https://doi.org/10.1111/jfir.70007>
- Conselho Nacional de Justiça. (2025). Justiça em números 2025: Ano-base 2024. CNJ. <https://bibliotecadigital.cnj.jus.br/handle/123456789/1060>
- Conselho Nacional de Justiça. (2026). DataJud: Painel de Estatísticas do Poder Judiciário. Dados processados até 28/02/2026. <https://datajud-wiki.cnj.jus.br>
- Dahlen, N. (2025). Earnouts in mergers and acquisitions: A systematic literature review of a contingent payment mechanism. *Management Review Quarterly*, 75, 2107–2146. <https://doi.org/10.1007/s11301-024-00429-w>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Datar, S., Frankel, R., & Wolfson, M. (2001). Earnouts: The effects of adverse selection and agency costs on acquisition techniques. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 17(1), 201–238. <https://doi.org/10.1093/jleo/17.1.201>
- Doty, D. H., & Glick, W. H. (1994). Typologies as a unique form of theory building: Toward improved understanding and modeling. *Academy of Management Review*, 19(2), 230–251. <https://doi.org/10.5465/amr.1994.9410210748>
- Gorga, É. (2006). Culture and corporate law reform: A case study of Brazil. *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 27(3), 803–906.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719. <https://doi.org/10.1086/261404>
- Hart, O. (1995). *Firms, contracts, and financial structure*. Clarendon Press.
- Hart, O., & Moore, J. (1988). Incomplete contracts and renegotiation. *Econometrica*, 56(4), 755–785.
- Holmström, B., & Milgrom, P. (1991). Multitask principal-agent analyses: Incentive contracts, asset ownership, and job design. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 7(Special Issue), 24–52.
- Johnson, S., La Porta, R., López-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 90(2), 22–27.
- Kohers, N., & Ang, J. (2000). Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay. *Journal of Business*, 73(3), 445–476. <https://doi.org/10.1086/209649>
- KPMG Brasil. (2025). Pesquisa fusões e aquisições 2024, 4º trimestre. <https://kpmg.com/br/pt/insights/2025/02/pesquisa-fusoes-aquisicoes-2024-4-trimestre.html>
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.

- Leal, R. P. C., & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2007). Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In A. Chong & F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 213–287). Stanford University Press / Inter-American Development Bank.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Lukas, E., Reuer, J. J., & Welling, A. (2012). Earnouts in mergers and acquisitions: A game-theoretic option pricing approach. *European Journal of Operational Research*, 223(1), 256–263. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2012.05.017>
- Martinez, A. L. (2001). "Gerenciamento" dos resultados contábeis: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras [Tese de doutorado, Universidade de São Paulo]. Repositório USP. <https://doi.org/10.11606/T.12.2002.tde-14052002-110538>
- Nogueira, J. M. M., Oliveira, K. M. M. de O., Vasconcelos, A. P. de, & Oliveira, L. G. L. de. (2012). Estudo exploratório da eficiência dos Tribunais de Justiça estaduais brasileiros usando a análise envoltória de dados (DEA). *Revista de Administração Pública*, 46(5), 1317–1340. <https://doi.org/10.1590/S0034-76122012000500007>
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press.
- Ragozzino, R., & Reuer, J. J. (2009). Contingent earnouts in acquisitions of privately held targets. *Journal of Management*, 35(4), 857–879. <https://doi.org/10.1177/0149206308328503>
- Receita Federal do Brasil. (2016). *Solução de Consulta Cosit n. 3/2016: Tratamento tributário de parcela contingente do preço (earn-out)*. Ministério da Fazenda. <https://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=70781>
- Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66(1), 3–27.
- Carvalhal-da-Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1–18. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143>
- Trigeorgis, L. (1996). *Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation*. MIT Press.
- Whetten, D. A. (1989). What constitutes a theoretical contribution? *Academy of Management Review*, 14(4), 490–495. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4308371>
- Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting*. Free Press.
- Yeung, L. L., & Azevedo, P. F. (2011). Measuring efficiency of Brazilian courts with data envelopment analysis (DEA). *IMA Journal of Management Mathematics*, 22(4), 343–356. <https://doi.org/10.1093/imaman/dpr002>

Yeung, L. L., & Azevedo, P. F. (2022). Evolução recente da eficiência do judiciário brasileiro (2006–2018). *Revista de Estudos Empíricos em Direito*, 9(1), e579. <https://doi.org/10.19092/reed.v9.579>

Este preprint foi submetido sob as seguintes condições:

- Os autores declaram que os necessários Termos de Consentimento Livre e Esclarecido de participantes ou pacientes na pesquisa foram obtidos e estão descritos no manuscrito, quando aplicável.
- Os autores declaram que a elaboração do manuscrito seguiu as normas éticas de comunicação científica.
- Os autores declaram que estão cientes que são os únicos responsáveis pelo conteúdo do preprint e que o depósito no SciELO Preprints não significa nenhum compromisso de parte do SciELO, exceto sua preservação e disseminação.
- Os autores declaram que os dados, aplicativos e outros conteúdos subjacentes ao manuscrito estão referenciados.
- O manuscrito depositado está no formato PDF.
- Os autores declaram que a pesquisa que deu origem ao manuscrito seguiu as boas práticas éticas e que as necessárias aprovações de comitês de ética de pesquisa, quando aplicável, estão descritas no manuscrito.
- Os autores declaram que uma vez que um manuscrito é postado no servidor SciELO Preprints, o mesmo só poderá ser retirado mediante pedido à Secretaria Editorial do SciELO Preprints, que afixará um aviso de retratação no seu lugar.
- Os autores concordam que o manuscrito aprovado será disponibilizado sob licença [Creative Commons CC-BY](#).
- O autor submissor declara que as contribuições de todos os autores e declaração de conflito de interesses estão incluídas de maneira explícita e em seções específicas do manuscrito.
- Os autores declaram que o manuscrito não foi depositado e/ou disponibilizado previamente em outro servidor de preprints ou publicado em um periódico.
- Caso o manuscrito esteja em processo de avaliação ou sendo preparado para publicação mas ainda não publicado por um periódico, os autores declaram que receberam autorização do periódico para realizar este depósito.
- O autor submissor declara que todos os autores do manuscrito concordam com a submissão ao SciELO Preprints.