

O desconto que ninguém negociou

*Esperar o resultado da eleição não é cautela;
é uma posição e toda posição tem um pagador*

Por Pedro Brito

Founder | Managing Partner, BRT Law

1. *The Meeting Everyone Is Having*

Há uma conversa acontecendo em quase toda mesa de M&A do país neste mês. Ela é curta. Alguém diz que o momento pede cautela. Alguém concorda que o prudente é aguardar a definição. Marca-se de retomar em novembro e a reunião termina com a sensação agradável de que uma decisão difícil foi tomada com responsabilidade.

Nenhuma decisão foi tomada. O que houve foi a transferência de uma decisão para quem está contando voto.

Vale ser preciso sobre a natureza desse congelamento, porque ele não nasce onde se diz que nasce. Não vem de reprecificação. Nos casos que operei, raríssimas vezes alguém chegou à mesa com um modelo refeito demonstrando que o valor da empresa havia mudado em função do cenário eleitoral. Vem de outro lugar. Vem de ninguém querer ser a pessoa que assinou em outubro e precisou explicar em novembro. É risco de carreira, legítimo como todo risco de carreira, que se apresenta à mesa vestido de análise macroeconômica.

A distinção importa porque muda o interlocutor. Se o problema é preço, a solução é negociar preço. Se o problema é que um comitê não quer carimbar documento em semana de apuração, a solução é calendário, não desconto. E o custo de cada uma dessas soluções recai sobre pessoas diferentes.

Há ainda um detalhe de autoria que merece registro: a proposta de esperar raramente parte do vendedor. Parte de quem compra, de quem assessora quem compra ou de conselheiro sem exposição ao ativo. O vendedor costuma aceitar. Aceita porque a palavra prudência é difícil de recusar em voz alta, sobretudo quando quem a pronuncia não tem nada vencendo.

2. *The Asymmetry of Waiting*

Esperar parece gratuito porque o custo não aparece em nenhuma linha do contrato. Aparece no balanço. E só de um dos lados.

Do lado do comprador, a espera é quase sem atrito. Capital é fungível: o dinheiro que não foi para esta operação rende em outra coisa ou simplesmente espera. O *pipeline* tem outros alvos e o comitê de investimento volta a se reunir quando lhe convier. O comprador que espera seis meses perdeu, no limite, a chance de ter comprado barato. É perda de oportunidade, não perda de caixa.

Do lado do vendedor, cada mês de espera tem fatura. Capital de giro continua sendo financiado. Serviço da dívida continua vencendo; se a dívida é indexada, a espera tem indexador. *Key-person* continua recebendo ligação de recrutador e a notícia de que a empresa está em negociação circula mais rápido do que a negociação anda. Investimento que depende de definição de controle fica parado. E ficar parado em mercado que não para é perder posição. Há por fim o item que ninguém coloca no papel: o trimestre bom que motivou a conversa não se repete necessariamente. O vendedor está vendendo, entre outras coisas, um número recente. Número recente envelhece.

Some tudo e aparece a conta. Quando o vendedor aceita esperar, ele concedeu desconto. Não negociou desconto, não recebeu nada em troca, não registrou nada em lugar nenhum. Simplesmente passou a ocupar, por escolha própria, a posição de quem precisa fechar mais do que a outra parte.

Há nome técnico para o que foi entregue naquela reunião: uma opção. O comprador saiu dali com o direito, não a obrigação, de voltar em novembro e comprar pelo preço de hoje ou não voltar. Opção tem prêmio; só que esse prêmio não foi (nem será) cobrado.

E é aqui que a conversa sobre eleição deixa de ser sobre eleição. Qualquer evento que justifique adiamento produz a mesma assimetria. A eleição só é o pretexto mais fácil de pronunciar, porque está no jornal. No ano que vem será outro. A estrutura do problema não muda.

3. *The Calendar Nobody Reads Aloud*

“Vamos esperar o segundo turno” soa como três semanas; é essa aritmética implícita que faz a frase passar sem resistência na reunião.

Não são três semanas. O resultado sai em 25 de outubro, a posse presidencial é em 1º de janeiro e o Congresso eleito toma posse em 1º de fevereiro (pelo Art. 57 da Constituição, a sessão legislativa corrente se encerra em 22 de dezembro, o que deixa cerca de onze semanas úteis a um Congresso de saída que ainda precisa votar a lei orçamentária). Qualquer agenda que dependa de lei nova começa a tramitar em fevereiro, na melhor hipótese, com comissões sendo compostas e relatorias distribuídas. Sinal legislativo com densidade suficiente para mover preço de empresa aparece, com sorte, no segundo trimestre de 2027.

Quem está esperando clareza está esperando abril. Ninguém diz isso na reunião, porque dito assim a proposta não sobrevive.

E há o ponto que fecha o argumento. Os dois resultados possíveis esvaziam a espera, por caminhos distintos. Continuidade não produz informação nova: o cenário que se conhece hoje é o cenário que se conhecerá em novembro. Alternância produz agenda, mas agenda que depende de um Congresso que só senta em fevereiro, com composição que já é conhecida desde domingo. Em nenhum dos dois o vendedor descobre, em novembro, algo que altere materialmente o valor da empresa que ele estava vendendo em outubro.

Vale separar o que é fato verificável do que é leitura, porque a diferença sustenta o argumento. A composição do Congresso para 2027 já está definida. O calendário de posse está na Constituição. A transição da reforma do consumo segue cronograma próprio fixado em emenda constitucional e não depende de quem vence. O que permanece aberto é a execução de uma agenda tributária e regulatória, que é exatamente o tipo de coisa que não se resolve em vinte dias.

Minha leitura, que é leitura e não fato: o mercado não vai reprecificar ativo de controle por conta do dia 25. Vai reprecificar em função do que o Congresso novo fizer a partir de fevereiro. E isso vale igualmente para quem assinou em outubro e para quem esperou.

4. *Allocating, Not Postponing*

A resposta à incerteza eleitoral não é esperar. É alocar. O instrumento existe, é o contrato e serve precisamente para dizer quem carrega o quê quando o futuro não colabora. Adiar é a alternativa de quem preferiu não escrever isso.

Cinco frentes, na ordem em que costumam aparecer na minuta, e uma nota final:

- (i) *Cláusula de efeito adverso relevante.* A MAC mal redigida é opção de saída gratuita para o comprador: qualquer turbulência macro serve de porta. A bem redigida exclui da definição as condições gerais de mercado, política, câmbio e regulação; reintroduz o evento macro apenas quando ele atinge a empresa de forma desproporcional em relação aos seus pares. Essa qualificação de desproporcionalidade é onde está a briga toda; é também o que separa cláusula que aloca risco de cláusula que apenas o devolve ao vendedor. Registro com honestidade que a jurisprudência brasileira sobre MAC é escassa e que a matéria tende a ser resolvida em arbitragem (com pouca publicidade e visibilidade). Isso não

enfraquece a cláusula; agrava o peso da redação, porque não haverá precedente para socorrer texto ruim.

- (ii) *Earn-out*. O *earn-out* é o instrumento desenhado exatamente para o problema em questão: comprador e vendedor discordam sobre o futuro e, em vez de discutirem quem está certo, estruturam o pagamento para que a resposta venha dos fatos. Mas a métrica decide tudo. *Earn-out* atrelado à receita ou ao EBITDA transfere ao vendedor um risco macro que ele não controla. E o vendedor que aceita essa métrica num ano de transição de governo está apostando em política, não em gestão. Alternativas: métrica de volume, de retenção de carteira, de margem bruta ou métrica financeira com piso e com ajuste por indicador setorial. Vale também disciplinar o período: quem administra, o que o comprador não pode fazer (mudar política contábil, realocar custo de outras unidades, suspender investimento comercial) e qual o remédio se fizer. O Art. 422 do Código Civil dá fundamento para discutir manipulação de métrica, mas fundamento genérico é consolo ruim diante de cláusula que já poderia ter previsto o caso.
- (iii) *Mecânica de ajuste de preço*. Entre *locked box* e balanço de fechamento, a escolha é a alocação do risco do intervalo entre assinatura e fechamento. No *locked box*, o preço se fixa numa data de referência e o vendedor deixa de carregar oscilação operacional posterior, usualmente em troca de remuneração do preço pelo período. No balanço de fechamento, o preço acompanha a realidade na data do fechamento; quem carrega o intervalo é o vendedor. Num ano em que o intervalo pode se alongar por motivos alheios à operação, tratar essa escolha como detalhe de minuta é entregar dinheiro.
- (iv) *Data limite e custo do atraso*. Toda *long-stop date* sem custo associado é opção gratuita para a parte que quer sair. Se o intervalo se alonga, alguém tem de pagar pelo alongamento: remuneração do preço por prazo, taxa de compromisso, multa

reversa. O vendedor que concede prazo sem cobrar prazo financiou a hesitação da outra parte.

- (v) *Condições precedentes.* Aprovação do CADE é motivo legítimo para intervalo, com prazo estimável e procedimento conhecido. Definição eleitoral não é condição precedente; é pretexto que se veste de uma. E há um teste simples que recomendo aplicar na própria reunião: proponha que a espera seja escrita como condição, com data certa, com custo definido para quem a invocou e com obrigação de fechar se a condição se verificar. Nenhum comprador aceita. A recusa é a prova de que não se tratava de análise de cenário. E ela chega em dois minutos, de graça, sem consultor.
- (vi) *A nota final.* Espera longa tem custo regulatório e esse quase nunca entra na conta. Entre assinatura dos documentos definitivos e aprovação da operação pelo CADE as partes seguem sendo concorrentes; a integração antecipada de operações ou a troca de informação concorrencialmente sensível configura consumação prematura, nos termos do Art. 88, § 3º, da Lei 12.529/2011, com exposição a multa e a questionamento do próprio ato. Quanto mais longo o intervalo, maior a janela em que alguém, de boa-fé e com pressa de planejar a integração, manda a planilha errada para a pessoa errada. Prazo não é apenas caro; é arriscado.

5. *The Seller's Checklist*

Antes de aceitar qualquer proposta de adiamento, cinco decisões:

- (i) *Custo mensal do carregio.* Calcular, em reais, o que custa um mês de espera: serviço da dívida, capital de giro, investimento suspenso e risco de perda de *key-people*. Número de mesa serve; número nenhum não serve;
- (ii) *Autoria da proposta.* Identificar quem propôs esperar e qual a exposição dessa pessoa ao ativo. Quem não tem nada vencendo tem opinião barata sobre prazo;

- (iii) *Horizonte real.* Converter esperar a definição em data. Se a resposta honesta é o segundo trimestre de 2027, a proposta é outra proposta e merece outra resposta;
- (iv) *Preço da opção concedida.* Se a espera for aceita, cobrar por ela: exclusividade com prazo curto, remuneração do preço pelo período, multa reversa ou ajuste vinculado à data de fechamento; e
- (v) *Teste da condição escrita.* Oferecer a redação da espera como condição precedente, com data e com custo. A reação da outra parte informa mais sobre a operação do que qualquer relatório de cenário.

Nada disso exige adivinhar o resultado de uma eleição. Exige apenas tratar prazo como o que ele é: variável econômica, com dono e com preço. E prazo que não tem dono declarado tem dono de fato: costuma ser quem tinha mais pressa.

Pedro Brito

Founder | Managing Partner, BRT Law