

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

DANIEL RODRIGUES ALVES

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

SÃO PAULO

2016

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

DANIEL RODRIGUES ALVES

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

Dissertação apresentada à Escola de Direito de
São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como
requisito para a obtenção do título de Mestre
em Direito

Campo de conhecimento:

Direito dos Negócios

Orientadora: Prof^ª. Dra. Lie Uema do Carmo

SÃO PAULO

2016

Daniel Rodrigues Alves.

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 / Daniel Rodrigues Alves. - 2016.

87 f.

Orientador: Lie Uema do Carmo

Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas.

1. Empresas - Fusão e incorporação. 2. Contratos. 3. Compra e venda. 4. Negociação. 5. Boa fé (Direito). 6. Ação judicial. 7. Preços I. Carmo, Lie Uema do. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. III. Título.

CDU 347.74/.75

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

DANIEL RODRIGUES ALVES

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

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São
Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito
para a obtenção do título de Mestre em Direito

Campo de conhecimento: Direito dos Negócios

Data de aprovação:
17/10/2016

Banca Examinadora:

Prof^a. Dra. Lie Uema do Carmo (Orientadora)

Prof. Dr. Danilo Borges dos Santos Gomes de
Araujo

Prof. Ricardo Madrona Saes

Prof. Dr. Rodrigo Octávio Broglia Mendes

À Mariana, por todo apoio, carinho e
companheirismo nesta jornada

Aos meus pais, Lindberg e Vera, pelo
esforço e dedicação imprescindíveis
para esta conquista

“It is my hope that lawyers who have done substantial work in the acquisition field will also be able to glean some fresh approaches from these pages. Conversations with certain battle-scarred colleagues tend to bear this out; most of us have simply been too busy doing deals to afford the luxury of reflecting much about theory. Then too, the acquisition area is so complex that the learning process never really runs its course.”

James C. Freund

RESUMO

A presente dissertação de mestrado tem por objetivo fazer uma análise aprofundada, crítica e criteriosa da cláusula de *earn-out* (preço contingente) introduzida em contratos de compra e venda em operações de fusões e aquisições envolvendo compra e venda de participação societária ou de estabelecimento. Dadas as características intrínsecas do *earn-out* e seu grande potencial de litigiosidade, nota-se uma clara necessidade de se verificar quais os elementos fundamentais devem constar do texto dessa cláusula inserida nos negócios realizados sob a égide do direito brasileiro, de forma a atender à sua natureza, ao seu racional econômico e a atingir os seus objetivos, minimizando ao máximo o potencial de disputa futura entre os contratantes. Espera-se propiciar ao leitor, operador do direito empresarial, os elementos essenciais à elaboração racional de seu texto (deixando de lado a mera tradução de cláusulas estrangeiras e importação ao contrato nacional) e, mais ainda, ao aconselhamento que será dado aos seus clientes sobre o funcionamento do instituto no direito pátrio e sobre as atitudes que estes deverão tomar para evitar futuras decisões desfavoráveis em litígios. Tudo isso deve influenciar o leitor a questionar a própria opção de se utilizar o *earn-out* no negócio que vier a assessorar, consideradas as características particulares de cada parte envolvida, da sociedade alvo e as demais circunstâncias negociais. Para atingir esses objetivos, esta dissertação, inicialmente, fará uma verificação da determinabilidade e da natureza jurídica da cláusula de *earn-out* no direito brasileiro, especificamente diante das normas que regem a relação contratual entre as partes. Em seguida, terá início uma análise pormenorizada da cláusula de *earn-out*, incluindo seus elementos típicos, seu funcionamento e os principais itens a serem levados em consideração quando da negociação e elaboração de seu texto. Por fim, a descrição de dois casos concretos de litígios judiciais discutidos e julgados pelas cortes norte-americanas envolvendo *earn-out* será feita, seguida de uma análise desses casos concretos sob a ótica do princípio da boa-fé objetiva consagrado no sistema jurídico brasileiro de maneira a se verificar se as decisões dos juízes seriam as mesmas caso as sentenças tivessem de ser proferidas à luz desse princípio que rege as relações contratuais locais.

Palavras-chave:

Earn-out, preço, compra e venda, contrato, fusões e aquisições, determinabilidade, natureza jurídica, elementos essenciais, negociação, litígios, boa-fé objetiva.

ABSTRACT

This master's dissertation aims at making a thorough, critical and careful analysis of the earn-out clause (contingent price) inserted in purchase and sale agreements of mergers and acquisitions transactions involving the purchase and sale of equity interest or company's assets. Given the intrinsic characteristics of the earn-out and its great potential for litigation, there is a clear need to verify which key elements should be included in the wording of such clause widely used in the transactions carried out under Brazilian Law in order to meet its nature, its economic rationale and achieve its goals while minimizing at large the potential of future disputes between the contractors. It is expected to provide to the reader, business law operator, the essential elements for the rational drafting of the wording (leaving aside the mere translation of foreign clauses and importation to the contract under Brazilian Law) and, even more, to the counseling to be given to its clients on the functioning of such clause under Brazilian Law and on the measures that the clients must take to avoid unfavorable decisions in future disputes. All the above should influence the reader to inquire on the option of using the earn-out clause in transactions that it may assist, considering the particular characteristics of each party involved, the target company and the other negotiating circumstances. To achieve these goals, this dissertation seeks to first examine the determinability and the legal nature of the earn-out clause under Brazilian Law, specifically on the rules governing the contractual relationship between the parties. Then it will begin a detailed analysis of the earn-out clause, including its typical elements, its operation and the main items to be taken into account in the negotiation and drafting of its wording. Finally, a description of two specific litigation cases discussed and prosecuted by United States courts involving earn-out will be given, followed by an analysis of such cases under the perspective of the principle of objective good faith (*boa-fé objetiva*) established under the Brazilian legal system to verify whether the judges' decisions would be the same if the decisions were to be issued in the light of such principle that governs Brazilian contractual relationships.

Keywords:

Earn-out, price, purchase and sale, agreement, mergers and acquisitions, determinability, legal nature, essential elements, negotiation, disputes, objective good faith.

ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO	9
II. DETERMINABILIDADE DA CLÁUSULA DE <i>EARN-OUT</i> À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO	18
2.1 Contrato de Compra e Venda e seus Elementos Essenciais	18
2.2 O Preço	20
2.3 Natureza Jurídica e Determinabilidade do <i>Earn-Out</i>	25
III. A CLÁUSULA DE <i>EARN-OUT</i>	30
3.1 Principais Aspectos e Considerações sobre o <i>Earn-Out</i>	30
3.1.1 <i>Definição e Escopo do Negócio</i>	32
3.1.2 <i>Métricas e Parâmetros de Aferição de Desempenho</i>	35
3.1.3 <i>Padrões Contábeis</i>	38
3.1.4 <i>Período do Earn-Out, Estrutura de Pagamento e Garantias</i>	42
3.1.5 <i>Nível de Ingerência e Controle sob a Companhia Adquirida e Suporte do Comprador</i>	47
3.2 Considerações Adicionais sobre o <i>Earn-Out</i>	51
3.2.1 <i>Earn-out e Indenização</i>	51
3.2.2 <i>Cláusula de Kick-Out</i>	53
3.2.3 <i>Exemplo de Cálculo do Earn-out</i>	54
IV. ANÁLISE DE CASOS CONCRETOS JULGADOS SOB O SISTEMA DA <i>COMMOM LAW</i> À LUZ DO PRINCÍPIO DA BOA-FÉ OBJETIVA	56
4.1 Breve Descrição do Caso <i>Winshall v. Viacom International, Inc.</i>	56
4.2 Breve Descrição do Caso <i>Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.</i>	60
4.3 Análise de Casos e Solução de Conflitos à Luz do Princípio da Boa-Fé Objetiva	63
V. CONCLUSÃO	75
VII. BIBLIOGRAFIA	77

I. INTRODUÇÃO

Desde a implementação do Plano Real em 1994, o desenvolvimento econômico do país – alavancado, dentre outros fatores, pelo controle inflacionário e pelo movimento das privatizações –, somado a aspectos como um atrativo mercado interno, a riqueza de recursos naturais e a imensidão territorial, colocaram o Brasil em uma posição de destaque frente a outros países emergentes e contribuíram para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional e o crescimento do número de operações de fusão e de compra e venda de ativos e empresas – espécies de operações do gênero fusões e aquisições.

E não é só em tempos de bonança que tais operações assumem papel de destaque. Cenário de crise econômica (como o vivido atualmente), com visível queda do nível de consumo, aumento do desemprego, desajuste fiscal e descontrole inflacionário, tem se mostrado favorável às operações de fusões e aquisições. Com dificuldade de crescer organicamente, muitas empresas buscam melhorar resultados, expandir seus negócios e aumentar participação de mercado por meio de aquisições de ativos ou de outras empresas.

Recente estudo divulgado pela consultoria Deloitte, que contou com a participação de 221 empresas dos mais variados portes e segmentos, com receita líquida de até cinco bilhões de reais, demonstrou que, em 2015, 39% pretendem adquirir outra empresa, 36% fazer uma fusão e 34% almejam adquirir um ativo de outra empresa (considerando respostas de 74% dos participantes da pesquisa)¹.

Ainda, segundo recente notícia divulgada pelo Jornal Valor Econômico, o ano de 2015 deve bater o recorde de operações de fusões e aquisições com impulso proporcionado pela desvalorização do real, pela recuperação econômica dos Estados Unidos e pela retomada de operações que acabaram sobrestadas pelo período da Copa do Mundo e pelas eleições presidenciais de 2014. A consultoria PricewaterhouseCoopers estima que, com forte aumento do interesse estrangeiro pelas empresas brasileiras, presenciaremos um crescimento de 10%

¹ “Perspectivas sobre consolidação de mercados – Estratégia de investimentos e o movimento de fusões e aquisições”, disponível [\[online\]](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/finance/relatorio-pesquisa-fusoes-aquisicoes.pdf) in <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/finance/relatorio-pesquisa-fusoes-aquisicoes.pdf> [3.10.2015]

no número de operações (com possível alcance do número de 960 acordos) em comparação com o ano de 2014².

É notória, portanto, a presença das operações de compra e venda de ativos e empresas no cenário econômico nacional atual. Entretanto, em comparação com países em estágio mais avançado de desenvolvimento como os Estados Unidos e países da União Europeia, cujos movimentos de operações de fusões e aquisições remontam ao final do século XIX, tal atividade no Brasil ainda engatinha no que diz respeito a desenvolvimento de arranjos contratuais tipicamente nacionais, que levem em conta as regras de direito pátrio e sua aplicação em potenciais conflitos entre os contratantes.

O que se viu nas mais variadas operações, em diversos setores da economia, foi a utilização de arranjos contratuais influenciados por modelos de contratos e de cláusulas oriundos, principalmente, dos países que adotam o sistema da *common law*, como os Estados Unidos. Uma utilização que se dá, na maioria dos casos, de maneira literal, sem qualquer aperfeiçoamento ou trabalho de verificação de compatibilidade com o sistema jurídico brasileiro de tradição romano-germânica³.

Como exemplo de importação de arranjo contratual para a prática negocial brasileira temos a utilização das cláusulas de preço contingente nos contratos de aquisição de participação societária (ou do estabelecimento de sociedades, segundo o conceito da Lei Civil⁴), mais conhecidas como cláusulas de *earn-out*.

² “PwC projeta recorde de operações”, disponível [online] in <http://www.valor.com.br/empresas/4110178/pwc-projeta-recorde-de-operacoes> [3.10.2015]

³ Mário Engler Pinto Júnior, em brilhante texto publicado no Jornal Valor Econômico, traz importantes palavras sobre tal prática na atividade jurídica nacional: “Sem embargo de reconhecer o mérito das inovações que caracterizam arranjos contratuais gestados nos meios jurídicos estrangeiros, percebe-se que muitas soluções suscitam dúvidas sobre sua compatibilidade com o ordenamento jurídico brasileiro. O nosso Código Civil possui princípios e regras estranhas aos sistemas de “*commom law*”, a exemplo das cláusulas gerais sobre função social do contrato, boa-fé objetiva, abuso de direito e onerosidade excessiva. Tais institutos tornam incerta a subsistência da alocação inicial de riscos estabelecida pelas partes, com reflexos na exigibilidade posterior das obrigações assumidas. Como modelar contratos para mitigar essa incerteza é um desafio que pressupõe amplo domínio do direito brasileiro e boa dose de criatividade. (...) O advogado da área de negócios, que deseja diferenciar-se no mercado de trabalho, precisa resgatar o estudo da boa teoria e conectá-la com a realidade. Não se trata de acumular qualquer bagagem teórica, mas aquela que possua densidade jurídica e relevância aplicativa. O objetivo maior consiste em combinar teoria e prática para gerar inovação jurídica aplicada, em benefício do desenvolvimento nacional.” In: PINTO JÚNIOR, Mário. Engler. *Importação de Modelos Contratuais*. Disponível [online] in <http://www.valor.com.br/legislacao/3285322/importacao-de-modelos-contratuais> [3.10.2015].

⁴ As regras que regem o estabelecimento estão definidas nos artigos 1.142 a 1.149 do Código Civil.

A cláusula de *earn-out* é uma ferramenta utilizada por vendedores e compradores em operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento para diferir o pagamento de uma parcela do preço de aquisição e condicioná-lo a certos eventos futuros ou ao atingimento de metas de performance ou crescimento após o fechamento da operação. Uma vez atingidas as metas ou quaisquer outras condicionantes (verificadas, muitas vezes, por meio de índices e dados econômicos e financeiros apurados e comprovados) após o espaço de tempo pactuado, o vendedor fará jus a uma parcela adicional de preço pelas suas ações ou ativos, parcela esta que, em alguns casos, pode ser maior do que a parte do preço que este receberia em caso de inexistência do *earn-out*.

A introdução ao negócio de um preço contingente pode ser motivada por uma série de fatores. É, muitas vezes, uma importante forma de se aproximar as diferentes visões do comprador e do vendedor com relação à avaliação do negócio e à sua performance no futuro. A visão otimista do vendedor em encontro com a visão pessimista do comprador, alimentadas por análises e projeções de seus diferentes assessores, tende a prolongar as negociações por muitos meses e, até mesmo, inviabilizar o negócio. Em dado momento das complexas discussões que envolvem a venda de um negócio, a proposição de um preço contingente a ser pago futuramente, ainda que superior àquele que o comprador estaria disposto a pagar na data da celebração do contrato, ante à verificação empírica do crescimento da empresa, pode, então, viabilizar a concretização da operação⁵.

Outro fator relevante para a opção de se fazer uma operação de fusão e aquisição com introdução de *earn-out* é a alocação de riscos entre as partes contratantes. Há, em todos os casos, uma natural assimetria de informações entre comprador e vendedor sobre as condições do ativo a ser adquirido. Em operações dessa magnitude, o comprador tenta solucionar tal assimetria por meio de assessoria especializada, que realizará uma investigação legal e financeira minuciosa sobre as condições atuais do negócio e as potenciais contingências e perdas a que este pode se sujeitar no futuro, além de projetar seu crescimento ao longo dos

⁵ “The parties may disagree on the value of the business because they have different opinions about the projected profit stream. Often the buyer is relying on the seller’s projections of future cash flow in setting the price. The buyer and seller may disagree on the seller’s ability to realize the projected results. A buyer will be willing to pay higher price for greater cash flow if, and only if, the projected cash flow is realized. An earnout permits the buyer to pay a reasonable price plus a premium when and if the cash flow is realized. It also allows the seller to realize the full value of the business if it is as profitable as represented.” REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed. *The Art of M&A: A Merger/Acquisition/Buyout Guide*. 3 ed. New York: McGraw-Hill, 1998, p. 117.

anos. Tudo isso é, então, considerado pelo comprador para a formação do preço do bem ou da sociedade objeto da operação.

Entretanto, mesmo que haja a mais longa e detalhada verificação, não se mostra possível apurar todos os riscos que envolvem aquele ativo, nem se ter noção exata da sua performance ao longo dos anos. Nesta situação, o comprador pode tentar minimizar seu risco com o adiamento do pagamento de uma parte do preço de aquisição no momento do fechamento do negócio. Os riscos são, assim, partilhados entre as partes. É comum, ainda, que a parcela contingente do preço seja utilizada, pelo comprador, para abatimento de perdas que este ou a companhia adquirida venham a sofrer até a data do pagamento adicional. Um verdadeiro mecanismo adicional de indenização que pode dar o conforto necessário ao comprador.

Não são apenas os riscos do negócio alvo que podem influenciar as partes a optarem pela introdução da cláusula de *earn-out*. Os riscos atrelados ao próprio país sede da operação podem influenciar significativamente essa escolha, principalmente em se tratando de aquisições de empresas por compradores estrangeiros. Países em desenvolvimento, como o Brasil, tendem a possuir características que contribuem para a desconfiança dos investidores internacionais: instabilidade econômica, problemas de infraestrutura, corrupção e legislação pobre ou ineficiente do ponto de vista de transparência e governança. A despeito de preços de ativos normalmente mais baixos em comparação com outros mercados, as referidas características podem tornar o negócio menos atrativo aos olhos do investidor que, em compensação, tentará reduzir ainda mais o preço do bem adquirido, tornando-o desinteressante para o vendedor⁶.

⁶ Serdarević Nino, em interessante artigo sobre a utilização do *earn-out* em negócios realizados nos países europeus em desenvolvimento, compactua com a noção apresentada do papel do preço contingente para a concretização das operações de fusões e aquisições: “*Investigating proper valuation models for South-East European countries is not only question of theoretical synthesis. Much more there is obvious need for providing all necessary instruments towards vanishing investment risks and dismantling SME market relations. Executive managers of 1000 largest corporation, in considerations regarding foreign direct investments, have ranked major impediments and risks for foreign direct investments as follows: poor local infrastructure, corruption, erosion of low cost advantage, macro-economic instability, insufficient supply chain etc (A.T. Kearney, 2004: 21). In regard to afore mentioned it can be concluded that SEE countries, except Slovenia and Greece, mark bad figures on global investment attractiveness and corresponding risks and impediments. (...) Despite the fact that local governments do not give satisfactory efforts in fighting numerous risks for foreign direct investments, some tools can in certain range improve the overall situation. For instance, establishing Corporate Governance Codes in compliance with the OECD Corporate Governance principles would considerably influence foreign investor’s trusts by strengthening shareholders’ rights and legal issues transparency The prospective role of Earn out in SEE should clearly mark flexibility regarding investments into equity.*” NINO, Serdarević. *Earn out*,

O *earn-out*, como mencionado, surge nesses casos como uma forma de se mitigar e alocar riscos, de maneira que uma performance ruim do negócio por conta de tais fatores culminaria no pagamento de um preço mais vantajoso pelo comprador. A parcela economizada poderia, então, ser investida no negócio para garantia de estabilidade e crescimento além dos percalços.

Ainda no contexto de negócios realizados em países em desenvolvimento e, no caso do Brasil, em clara situação de dificuldade econômica, o financiamento da operação pelo investidor pode significar mais uma grande dificuldade ou mesmo um impeditivo para o acordo. Neste caso, a dificuldade de obtenção de crédito pode ser contornada pela utilização do *earn-out*, dado que a parcela diferida do preço poderá ser paga pelo comprador com os lucros do próprio negócio a ele distribuídos.

Por fim, é possível destacar como fator chave de utilização do preço contingente as características pessoais do “dono do negócio” e de seus principais colaboradores. Dentre os tipos de negócios mais comuns encontram-se as aquisições de empresas em claro processo de expansão de seus negócios, crescimento este que, muitas vezes, está atrelado à capacitação e ao excelente trabalho de seus atuais sócios e administradores, bem como ao ótimo relacionamento que estes construíram com clientes, fornecedores e até mesmo com funcionários e colaboradores.

Sérgio Botrel, em sua importante obra sobre operações de fusões e aquisições, destaca que “*em tais circunstâncias, é aconselhável (e comum) que o comprador condicione a realização do negócio à permanência do vendedor à frente da empresa, na qualidade de executivo, durante um período de transição (...)*”⁷. O vendedor, por sua vez, tenderá a optar pela permanência no negócio caso haja uma compensação adicional pelo seu trabalho e, principalmente, pelo crescimento e pelo benefício financeiro que proporcionará. Há, aqui, um claro cenário favorável à introdução da cláusula de preço contingente no contrato de aquisição.

enterprise valuation model – possible solution for less developed capital markets. In: Transitional Challenges of EU Integration and Globalization – International Conference ICES, 2008, pp. 6-7.

⁷ BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 49.

Como visto, diversos fatores podem influenciar comprador e vendedor, no contexto de uma operação de fusão e aquisição, a fazerem uso da cláusula de *earn-out*⁸. Recentes estudos divulgados pela *American Bar Association* e pela *International Business Broker Association* (em parceria com a *M&A Source* e a *Pepperdine University*) demonstram uma ainda relevante presença de operações envolvendo companhias de capital fechado com algum modelo de cláusula de preço contingente nos Estados Unidos⁹ e no Canadá¹⁰, principalmente operações de valor entre cinco e 50 milhões de dólares. Não há estudo parecido realizado sob a realidade brasileira, mas acredita-se que, dada a atual conjectura econômica, as cláusulas de *earn-out* nos negócios brasileiros estejam cada vez mais presentes.

Considerando os diferentes tipos e formas de aquisições em que o preço contingente é utilizado, *i.e.* aquisição da totalidade do capital social da companhia pelo investidor ou apenas de parcela deste (podendo ser majoritária ou minoritária) e, ainda, aquisições em que os antigos acionistas permanecerão com o controle da gestão do negócio e aquelas em que a administração passará ao controle total (ou parcial) do novo controlador, surgem, assim, uma série de aspectos relevantes e questionamentos acerca da vinculação da parcela adicional do preço a eventos futuros e, muitas vezes, incertos e imprevisíveis.

Ademais, dado o fato de que *earn-outs* são condicionais por natureza e dependem de uma série de variáveis, algumas das quais estão fora do controle das partes, a negociação e elaboração da cláusula de preço contingente pode ser bastante complexa e se tornar fonte de litígios entre as partes após o fechamento da operação.

⁸ “When do earn-outs work best? They are particularly useful: for a development or entrepreneurial stage business with limited operating history; for new product lines or Technologies; for large projects or projects in the pipeline at the time of the acquisition; for Markets or sectors where valuation multiples are reaching a peak; to keep a seller with “skin in the game”; if there is a private owner with “optimistic” projections; for volatile industries and/or uncertain times; for asset-light businesses; for turnarounds; When a buyer has limited access to funds.” In: *Commentary: The Earn-Out Solution*. In: *Daily Journal of Commerce*, 2013. Disponível [online] in <http://daily-journal-commerce.vlex.com/vid/459026150> [16.9.2015]

⁹ Aproximadamente 39% dos negócios realizados nos Estados Unidos nos 12 meses anteriores à divulgação do estudo contaram com a presença de *aern-outs*. O estudo completo pode ser acessado online. In: “Pepperdine Private Capital Markets Project | Capital Markets Report – 2014”, disponível [online] in http://bschool.pepperdine.edu/about/people/faculty/appliedresearch/research/pcmsurvey/content/ppcmp_2014_report.pdf [9.10.2015]

¹⁰ 25% das operações cujos contratos foram assinados entre 2012 e 2013 no Canadá continham preço contingente. O estudo completo pode ser acessado online. In: “2014 Canadian Private Target M&A Deal Points Study”, disponível [online] in http://apps.americanbar.org/buslaw/committees/CL560000/materials/matrends/2014_Canadian_Private_Target.pdf [9.10.2015]

Há diversas disputas judiciais envolvendo operações com *earn-out* nos Estados Unidos e na Europa. Nos Estados Unidos, tais disputas são julgadas principalmente pela corte do estado de *Delaware*, mundialmente conhecida por suas importantes decisões em litígios de direito societário. No Brasil, os casos públicos de litígio envolvendo operações com cláusula de preço contingente são praticamente inexistentes¹¹. É possível que haja disputas julgadas ou em processo de julgamento por tribunais arbitrais, às quais não é possível ter acesso dada a confidencialidade de tais procedimentos.

São diversos os fatores de litigiosidade entre comprador e vendedor em operações com uso de cláusulas de preço contingente. Dentre os principais, como será abordado ao longo deste trabalho, está a própria elaboração da cláusula de *earn-out*. Há elementos fundamentais que devem ser acordados entre as partes e constar expressamente da cláusula para que não haja discussões e questionamentos no momento de aferição do preço contingente. Destaca-se, ainda, os próprios atos das partes praticados durante o período de apuração do *earn-out*, os quais podem vir a impedir o alcance do preço contingente (praticados pelo comprador) ou tentar majorar e manipular o valor dessa parcela do preço (praticados, normalmente, pelo vendedor ou pelos administradores da empresa em questão). As partes, insatisfeitas com tais práticas, tenderão a buscar a via arbitral ou judicial para solução do impasse, cabendo aos julgadores, sob a luz das regras e princípios de direito do local da demanda, decidirem em favor de um dos contratantes.

Dadas as características intrínsecas do *earn-out* e seu grande potencial de litigiosidade, nota-se uma clara necessidade de se verificar quais os elementos fundamentais devem constar do texto dessa cláusula inserida nos negócios realizados sob a égide do direito brasileiro, de forma a atender à sua natureza, ao seu racional econômico e a atingir os seus objetivos, minimizando ao máximo o potencial de disputa futura entre os contratantes.

¹¹ Foram encontrados apenas processos judiciais com julgamento de medidas cautelares e outras providências urgentes que se fizeram necessárias antes de instituída a arbitragem. Não há qualquer análise aprofundada sobre a cláusula de preço contingente e o eventual litígio oriundo da sua utilização no negócio. Indicamos a seguir dois exemplos: SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Acórdão na Apelação nº 0125493-61.2012.8.26.0100. Relator: ALVES DE OLIVEIRA, Luciana Novakoski Ferreira. Publicado no DJ de São Paulo de 15.8.2012, p. 76, disponível [online] in <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsj/getArquivo.do?cdAcordao=6240760&cdForo=0> [9.10.2015]; SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Acórdão em Agravo de Instrumento nº 0125493-61.2012.8.26.0100. Relator: BISOONI, Lígia Araújo. Publicado no DJ de São Paulo de 17.10.2013, p. 328, disponível [online] in <http://www.jusbrasil.com.br/diarios/60451333/djsp-judicial-2a-instancia-17-10-2013-pg-328> [9.10.2015]

Este trabalho buscará suprir tal necessidade e transmitir aos seus leitores informações preciosas sobre a cláusula de *earn-out* à luz do direito pátrio. Será feita uma análise aprofundada, crítica e criteriosa dessa cláusula e da sua utilização nas operações brasileiras de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento, propiciando ao operador do direito empresarial os elementos essenciais à elaboração racional de seu texto (deixando de lado a mera tradução de cláusulas estrangeiras e importação ao contrato nacional) e, mais ainda, ao aconselhamento que será dado aos seus clientes sobre o funcionamento do instituto no direito brasileiro e sobre as atitudes que estes deverão tomar para evitar futuras decisões desfavoráveis em litígios. Tudo isso deve influenciar o leitor a questionar a própria opção de se utilizar o *earn-out* no negócio que vier a assessorar, consideradas as características particulares de cada parte envolvida, da sociedade alvo e as demais circunstâncias negociais.

Para atingir esses objetivos, iniciaremos com a verificação da determinabilidade da cláusula de *earn-out* no direito brasileiro, especificamente diante das normas que regem a relação contratual entre as partes. À luz do direito brasileiro, as partes são completamente livres para diferir o pagamento de uma parcela do preço ou há normas cogentes a serem observadas para garantia da existência, validade e eficácia do contrato em questão? Há elementos ou requisitos de observância mandatória para a utilização do preço contingente regidos pela lei brasileira?

A resposta a tais perguntas passará pela averiguação da própria natureza jurídica da cláusula de *earn-out*. Pode parecer óbvio, mas acreditamos que poucos operadores do direito reflitam de maneira aprofundada sobre o tema. O entendimento da natureza jurídica do *earn-out* sob o Direito Civil brasileiro, mais precisamente, sob o Direito Contratual e das Obrigações, é o ponto de partida chave para a compreensão da importância do instituto dentro do contrato, das suas características e dos seus requisitos essenciais.

Em seguida, daremos início a uma análise pormenorizada da cláusula de *earn-out*, incluindo seus elementos típicos, seu funcionamento e os principais itens a serem levados em consideração quando da negociação e elaboração de seu texto. Os holofotes estarão todos direcionados à cláusula de preço contingente, de forma a demonstrar ao leitor aquilo que possa ser motivo de sucesso ou insucesso com sua utilização.

Passaremos, então, à descrição de dois casos concretos de litígios judiciais discutidos e julgados pelas cortes norte-americanas envolvendo *earn-out*: *Winshall v. Viacom International, Inc.*, julgado pela Suprema Corte do estado norte-americano de Delaware (*Supreme Court of the State of Delaware*) em 2013; e *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.*, julgado pela *United States Court of Appeals for the First Circuit*, com aplicação da lei de Massachusetts, em 2009.

Com tal seção, temos a intenção de, inicialmente, transmitir aos leitores os principais argumentos sob os quais os vendedores de participações societárias ou de bens da sociedade, não tendo atingido as metas para pagamento do *earn-out* ao final do período de apuração, buscam responsabilizar os compradores e obter algum tipo de indenização.

Em seguida, será feita uma análise desses casos concretos sob a ótica do princípio da boa-fé objetiva consagrado no sistema jurídico brasileiro. Verificaremos se as decisões dos juízes seriam as mesmas caso as sentenças tivessem de ser proferidas à luz desse princípio que rege as relações contratuais locais.

Ao final das seções mencionadas acima, espera-se que o leitor tenha compreendido a complexidade do *earn-out* e saiba identificar tudo aquilo que deve considerar e orientar seu cliente quando da intenção de introduzir o preço contingente no contrato. Espera-se que a utilização do preço contingente seja feita de forma consciente tanto por comprador e vendedor, quanto pelos operadores do direito, de forma a garantir sua máxima efetividade e o atingimento do maior benefício para os contratantes.

II. DETERMINABILIDADE DA CLÁUSULA DE *EARN-OUT* À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO

2.1 Contrato de Compra e Venda e seus Elementos Essenciais

Não é a intenção deste trabalho explorar de forma pormenorizada a Teoria Geral das Obrigações, a Teoria Geral dos Contratos e, principalmente, a teoria introdutória ao estudo do contrato de compra e venda¹². Como mencionado na Introdução, a abordagem deste trabalho é de natureza prática, destinada aos operadores do Direito Empresarial quando do auxílio à utilização da cláusula de preço contingente nos contratos de fusões e aquisições.

Entretanto, a boa assessoria e manipulação da cláusula de *earn-out* exige a compreensão desse instituto dentro do sistema jurídico estruturado pelas regras do Código Civil e, mais ainda, de qual a natureza jurídica e a determinabilidade do *earn-out* à luz do direito brasileiro.

O contrato de compra e venda é uma espécie de contrato tipificada em nosso ordenamento jurídico e que possui uma série de regras específicas a ele aplicáveis previstas nos artigos 481 a 532 do Código Civil. As operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento, são formalizadas, principalmente, pela assinatura desse tipo de contrato entre as partes.

Um dos contratantes, o vendedor, tem a intenção de vender, mediante compensação em dinheiro, as quotas ou ações de uma sociedade (ou bens do estabelecimento) por si detidas ou o conjunto de bens que integram tal negócio a um comprador, que, por sua vez, tem a intenção de pagar o valor exigido e adquirir referidos bens de propriedade do vendedor. As

¹² São diversas as obras que tratam de forma completa, precisa e elucidativa da Teoria Geral das Obrigações, da Teoria Geral dos Contratos e dos conceitos introdutórios ao estudo do contrato de compra e venda. Ao leitor pouco familiarizado com esses conceitos (ou mesmo “enferrujado”, dados os anos de prática profissional sem revisitá-los), recomendamos a leitura dos seguintes trabalhos: PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcante. *Tratado de Direito Privado – Parte Especial*, Tomo XXII, Vol. 22, 2 ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962; PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcante. *Tratado de Direito Privado – Parte Especial*, Tomo XXXIX, Vol. 39, 2 ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962; VARELA, João de Matos Antunes. *Das Obrigações em Geral*. Vol. 1, 10 ed. Coimbra: Almedina, 2003; ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Coimbra: Almedina, 2009; GOMES, Orlando. *Contratos*. 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008; POTHIER, Robert Joseph. *Tratado das Obrigações*. São Paulo: Servanda, 2002; MARTINS, Fran. *Contratos e Obrigações Comerciais – Incluindo os contratos de representação comercial, seguro, arrendamento mercantil (leasing), faturização (factoring), franquias (franchising), know-how e cartões de crédito*. 16 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010; LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. Vol. 1, 3 ed. Coimbra: Almedina, 2003; FERNANDES, Wanderley (coord.). *Fundamentos e Princípios dos Contratos Empresariais*. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

partes, então, após uma série de passos e discussões preliminares, chegam a um consenso e celebram um contrato de compra e venda para regular toda a cadeia de obrigações dos contratantes e os elementos essenciais à concretização da operação com a transferência da propriedade dos bens (quotas, ações ou do estabelecimento) do vendedor ao comprador.

São três, portanto, os elementos essenciais da compra e venda. São os pressupostos da própria existência do contrato, sem os quais não há que se falar em validade ou eficácia daquilo que foi pactuado entre as partes¹³. Trata-se da coisa, do preço e do consentimento (ou consenso).

O próprio texto do artigo 482 do Código Civil aponta a importância dos dois primeiros elementos citados acima para o tipo contratual: *“a compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem no objeto e no preço.”*.

O consenso, além de um elemento essencial, é tido como um verdadeiro pressuposto do contrato de compra e venda, já que ele é indispensável à constituição não apenas deste, mas de todos os contratos¹⁴.

Para que um contrato de compra e venda de participação societária (ou de estabelecimento) exista e, conseqüentemente, seja capaz de gerar seus efeitos esperados, mostra-se necessária a presença dos três elementos essenciais: a coisa, caracterizada pelas quotas, ações ou bens da sociedade a serem alienados; o preço, que nada mais é do que a quantia em dinheiro a ser paga pela participação societária; e, por fim, a declaração de vontade convergente das partes quanto ao preço, à coisa e as demais condições do negócio.

¹³ “O exame do negócio, sob o ângulo negativo, deve ser feito através do que batizamos com o nome de técnica de eliminação progressiva. Essa técnica consiste no seguinte: primeiramente, há de se examinar o negócio jurídico no plano da existência e, aí, ou ele existe, ou não existe. Se não existe, não é negócio jurídico, é aparência de negócio (dito ‘ato inexistente’) e, então, essa aparência não passa, como negócio, para o plano seguinte, morre no plano da existência. No plano seguinte, o da validade, já não entram os negócios aparentes, mas sim somente os negócios existentes; nesse plano, os negócios existentes serão, ou válidos, ou inválidos; se forem inválidos, não passam para o plano da eficácia, ficam no plano da validade; somente os negócios válidos continuam e entram para o plano da eficácia. Nesse último plano, por fim, esses negócios, existentes e válidos, serão ou eficazes ou ineficazes (ineficácia em sentido restrito).”. JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antônio. *Negócio Jurídico – Existência, Validade e Eficácia*. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2002, pp. 63-64.

¹⁴ MARTINS, Fran. *Contratos e Obrigações Comerciais – Incluindo os contratos de representação comercial, seguro, arrendamento mercantil (leasing), faturização (factoring), franquia (franchising), know-how e cartões de crédito*. 16 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 110.

Passaremos, a seguir, a uma análise mais detalhada do elemento preço nos contratos de compra e venda.

2.2 O Preço

O preço nada mais é do que a remuneração do contrato. É a quantia em dinheiro que o comprador se obriga a pagar ao vendedor em contrapartida à obtenção da propriedade do bem vendido.

Desse conceito inicial já é possível extrair algumas conclusões: o preço deve necessariamente ser pago em dinheiro. A estipulação de prestação diversa do que dinheiro entre as partes acarretaria a caracterização de uma troca ou permuta ao invés da compra e venda. Além disso, vale destacar a necessidade da própria contraprestação por parte do comprador, uma vez que, se inexistente ou irrisória, não haveria compra e venda, mas sim uma doação por parte daquele que detém o bem¹⁵.

O Código Civil consagra, em seu artigo 315, o princípio do nominalismo, ou seja, preceitua que o preço deve ser expresso em moeda corrente nacional. Não há que se falar, porém, que se trata do valor nominal imutável impresso nas cédulas e moedas, ainda mais em um país como o Brasil em que o fenômeno inflacionário é figura constante. O valor nominal em dinheiro representa apenas um enunciado e não o objeto da prestação. É, enfim, apenas o meio de valorá-la, mas sofrerá as oscilações necessárias de acordo com suas mutações¹⁶.

¹⁵ “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 (coord.) São Paulo: Saraiva, 2003, p. 13.

¹⁶ O artigo 315 do Código Civil traz o seguinte texto: “as dívidas em dinheiro deverão ser pagas no vencimento, em moeda corrente e pelo valor nominal, salvo o disposto nos artigos subsequentes.”. Segundo os ensinamentos de Cristiano Chaves de Farias e Nelson Rosendal, “o art. 315 do Estatuto Civil alberga dois princípios aparentemente opostos: primeiro, o do nominalismo monetário, significando que até o vencimento da prestação o risco da desvalorização da moeda recairá sobre o credor, pois o devedor pagará o valor ajustado no título, diante da obrigatoriedade do pactuado; segundo, o princípio do valorismo monetário ou da dívida de valor, pelo qual a atualização da prestação pecuniária é uma exigência de equidade e visa evitar o enriquecimento sem causa, preservando o valor real da moeda (CC, art. 884). A teoria da dívida de valor não é expressa de forma clara no citado art. 315, mas evitando o desequilíbrio causado pelo nominalismo, a ela o dispositivo faz referência na ressalva da parte final, ‘salvo o disposto nos artigos subsequentes’, efetuando um reenvio da matéria ao art. 317 do Código Civil.”. CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson. *Curso de Direito Civil. Contratos-Teoria Geral e Contratos em Espécie*. 2 ed. Bahia: jusPODIVM, 2012, p. 620.

A Lei Civil também estabelece que, respeitadas as exceções previstas em legislação especial, será nula a estipulação de pagamento do preço em ouro ou em moeda estrangeira. Entretanto, é possível a fixação do preço em moeda estrangeira, desde que haja a necessária conversão em moeda pátria no ato do adimplemento do pagamento¹⁷.

O preço na compra e venda deve ser determinado ou determinável. Assim, não há proibição ou penalidade às partes que não determinarem claramente no contrato o valor que deve ser pago pela aquisição do bem. A indeterminação do preço, entretanto, não pode ser absoluta. De acordo com as regras do Código Civil, não sendo o preço determinado de imediato pela livre estipulação das partes, estas devem convencionar que sua determinação resultará do arbitramento de um terceiro (art. 485 do Código Civil¹⁸), de taxa de mercado ou cotação em bolsa, em determinado dia e lugar (art. 486 do Código Civil¹⁹), ou da aplicação de índices e parâmetros objetivos (art. 487 do Código Civil²⁰)²¹.

¹⁷ “Não desfigura a compra de venda a estipulação de ser paga em título da dívida pública, como as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, ou em títulos de crédito, como a nota promissória pro soluto. Admite-se que o comprador de um bem imóvel, não podendo pagar integralmente o preço no ato de assinar a escritura, entregue ao vendedor determinada quantia, representativa de certa parcela da soma convencionada, e emita em seu favor uma ou mais promissórias para completar, por esse modo, o pagamento, vinculando-se à sua obrigação. A quitação indica que os títulos foram entregues pro soluto mas se forma emitidos para reforço do pagamento são pro solvendo.” GOMES, Orlando. *Contratos*. 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 276.

¹⁸ 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.”.

¹⁹ Art. 486, Código Civil: “também se poderá deixar a fixação do preço à taxa de mercado ou de bolsa, em certo e determinado dia e lugar.”.

²⁰ Art. 487, Código Civil: “é lícito às partes fixar o preço em função de índices ou parâmetros, desde que suscetíveis de objetiva determinação.”.

²¹ “O preço não tem de ser, desde logo, preço determinado. Basta que, desde logo, seja determinável. Determina-se o preço quando, ao se concluir o contrato de compra-e-venda, se lhe fixa o quanto, ou, pelo menos, os dois contraentes o conhecem, por ser determinado pelas autoridades públicas. Fixado está o quanto mesmo se, por ignorarem a medida, ou o pêso, ou a conveniência do pêso, ou preço do vendedor, os contraentes ainda não têm dêle conhecimento. Já dêles não depende; portanto, determinado está. Quando do preço determinado têm conhecimento subjetivo os contraentes, pode não constar do contrato de compra-e-venda. Então, resulta êle do que sabe o comprador (e. g., preço do catálogo, preço da vitrina). A determinação do preço, nas espécies de preço determinável, integra a eficácia do contrato de compra-e-venda, sem que se deva falar de ter existido, aí, condição suspensiva, como é corrente na doutrina francesa e na italiana, nem, a fortiori, por ser absurdo, de validade suspensa (e.g., CARIOTA-FERRARA, *I Negozi sul patrimonio altrui*, 335), ou de negócio jurídico incompleto (NICOLA STOLFI, *Diritto civile*, IV, 165). Não há condicionalidade, nem incompletude do negócio jurídico. Falta a integração da eficácia, pela determinação do preço, que juridicamente já é determinável. O caso parece-se, quanto ao preço, com o nascimento da *res speratae*, que é quanto ao objeto. No plano da existência, o contrato de compra-e-venda já está constituído, concluso. O sistema jurídico tem como elemento suficiente a determinabilidade do preço. Não há pensar-se em eficácia retroativa (a que levaria o admitir-se que se trata de condição suspensiva). Daí ser possível registrar-se tal contrato, sem que ainda se haja determinado o preço (...).” PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcante.

Vale aqui especial atenção à determinabilidade do preço por um terceiro arbitrador e por índices e parâmetros. O árbitro deve ser designado pelas partes no momento da celebração do contrato de compra e venda ou, não o sendo, as partes devem ao menos já prever que farão a escolha em momento futuro. Dessa forma, a decisão do árbitro quanto ao preço será irrevogável para as partes, exceto em caso de erro, dolo ou se o terceiro ultrapassou os limites de sua atribuição²².

O terceiro arbitrador deve expressamente aceitar a incumbência que lhe foi dada pelo comprador e pelo vendedor, sob pena de ineficácia do contrato, a qual poderá ser evitada caso as partes prevejam desde o início da contratação a substituição.

Quanto à determinação por índices e parâmetros, a lei exige que estes sejam suscetíveis de determinação objetiva, evitando-se, dessa forma, qualquer subjetividade que possa dificultar ou inviabilizar a determinação do elemento preço. Trata-se de uma relevante imposição legal quando da estipulação de um preço contingente, como será visto de forma mais clara na próxima seção

Caso o contrato não faça qualquer menção ao preço ou aos parâmetros e critérios de sua determinação, a lei prevê a possibilidade de o contrato ser ainda considerado existente e válido. Não havendo tabelamento oficial, determina o Código Civil que as partes então se sujeitaram ao preço corrente nas vendas habituais do vendedor – caso realmente haja tal habitualidade. Na falta de acordo entre comprador e vendedor, por ter havido diversidade de preço, prevalecerá o termo médio²³.

Tratado de Direito Privado – Parte Especial, Tomo XXXIX, Vol. 39, 2 ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962, pp. 36-37.

²² “Entende-se, porém, que, se as partes conferiram ao arbitrador um *arbitrium boni viri*, o arbitramento pode ser impugnado se for evidentemente contrário à equidade (*manifesta iniquitas*).” GOMES, Orlando. *Contratos*. 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 276.

²³ Art. 488, Código Civil: “convencionada a venda sem fixação de preço ou de critérios para a sua determinação, se não houver tabelamento oficial, entende-se que as partes se sujeitaram ao preço corrente nas vendas habituais do vendedor.

Parágrafo único. Na falta de acordo, por ter havido diversidade de preço, prevalecerá o termo médio.”

Não pode a fixação do preço ser deixada ao arbítrio exclusivo de uma das partes do contrato de compra e venda. Conforme preconiza o artigo 489 do Código Civil, haverá a nulidade do contrato caso isso ocorra²⁴.

Sobre este tema, Cristiano Chaves de Farias e Nelson Rosenvald destacam que a nulidade, nesses casos, representa uma emanção da boa-fé objetiva²⁵, *“isso porque uma das características do preço é a sua certeza e determinabilidade. Portanto, será taxado de inválido por nulidade aquele contrato em que se incluir cláusula de direito potestativo de fixação unilateral de preço. Indubitavelmente, reveste-se de pura arbitrariedade a cláusula que determina expressões como ‘o preço será fixado conforme o interesse do comprador’ ou ‘o alienante determinará o valor a ser pago’, sob pena de aperfeiçoamento do contrato com valores excessivos ou aviltantes. O abuso do exercício do direito potestativo na determinação do preço é também um ato ilícito (CC, art. 187), ofendendo manifestamente a própria função social para a qual a compra e venda foi realizada. Aliás, o art. 122 da Codificação inclui entre as condições proibidas ‘as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeitarem ao puro arbítrio de uma das partes’”*²⁶.

Destacam-se, ainda, outros requisitos do preço, quais sejam: de ser sério, real e justo. Preço sério significa preço que não é ínfimo ou irrisório, o que poderia, em princípio, descaracterizar a compra e venda e torná-la nula²⁷. Se for um preço irrisório, ou, nas palavras do professor mineiro Sebastião de Souza, “se for apenas um preço aparente, é como se não existisse.”²⁸.

²⁴ 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.”.

²⁵ Art. 422, Código Civil: “os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.”.

²⁶ CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson. *Curso de Direito Civil. Contratos-Teoria Geral e Contratos em Espécie*. 2 ed. Bahia: jusPODIVM, 2012, pp. 620-621.

²⁷ “Mas nem sempre. Pode ser que tenha ocorrido uma doação disfarçada. Provando o intuito de fazer uma liberalidade, o ato deve ser tido como válido. Às vezes o preço aparece como irrisório por ser residual. Outras vezes, como simbólico, porque o comprador está assumindo débitos da empresa em dificuldades e que esteja sendo vendida. Por isso, Malaurie e Aynès dizem que a venda por um franco, ou um euro, é válida e submete-se ao regime da venda, se o comprador assume obrigações que constituem a contrapartida da coisa (p. 163).”. AZEVEDO JÚNIOR, José Osório de. *Compra e Venda, Troca ou Permuta*. In: REALE, Miguel; MARTINS-COSTA, Judith (coord.). *Biblioteca de Direito Civil: Estudos em homenagem ao Professor Miguel Reale*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 35.

²⁸ SOUZA, Sebastião de. *Da Compra e Venda*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1956, p. 107.

O preço deve também ser real (ou verdadeiro), ou seja, não deve ser fictício, vil ou simulado. É necessário que corresponda ao valor da coisa objeto da venda. Segundo a doutrina de Vera Helena de Mello Franco, não há necessidade, no entanto, de que tal correspondência seja exata²⁹. Esta pode ser de caráter subjetivo, ou seja, superior ou inferior ao real valor do bem, mas de uma forma que o ato não seja considerado uma mera liberalidade entre as partes contratantes³⁰. Há de se analisar, sempre, o caso concreto³¹.

É possível se deparar com a situação de um preço absurdamente alto. Nesse caso, como bem observa o professor Sílvio de Salvo Venosa, *“valor astronomicamente elevado e desproporcional em relação ao valor em relação a valor de mercado pode mascarar outro negócio, nem sempre cristalino.”*³².

Finalmente, temos como requisito do preço sua justiça. É preciso que haja, quando da celebração do contrato de compra e venda, equivalência e proporcionalidade entre as prestações das partes, sob pena de potencial anulação do contrato.

²⁹ FRANCO, Vera Helena de Mello. *Contratos-Direito Civil e Empresarial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009, p. 36.

³⁰ Álvaro Villaça Azevedo destaca as potenciais implicações da vileza do preço na esfera penal: *“a própria legislação penal repugna a vileza do preço como se nota ao simples exame do § 1º, do art. 180, do Código Penal e da alínea b, do art. 4º, da Lei nº 1.521, de 26.12.51. O primeiro dispositivo, punindo como crime de receptação culposa a aquisição ou recebimento de coisa com “desproporção entre o valor e o preço”, asseverando que, ante tal situação, “deve presumir-se” que o objeto vendido tenha sido “obtido por meio criminoso”; o segundo, tipificando o delito de usura real, que reclama a presença de dois elementos, a saber: o subjetivo, a mostrar o abuso por um dos contratantes da “premente necessidade; inexperiência ou levandade” do outro; e o objetivo que existe com a desigualdade dos objetos das prestações que não podem exceder 1/5 ou 20% de seu justo valor, pois além desse limite máximo é obstado o “lucro patrimonial”. Assim, no caso de receptação, por exemplo, se alguém compra, por preço muito baixo, em bem, ou seja, algo que valha quinhentos, por cinquenta, estará correndo o risco de enquadrar-se como receptor, caso esse mesmo objeto adquirido seja produto de crime. Indubitavelmente, que a lei penal não tolera desproporção, em apoio à cumutatividade da compra e venda, ante a clara presunção absoluta (iuris et de iure), que impõe: ‘deve presumir-se obtida’ a coisa ‘por meio criminoso’. Por essa razão, constatado qualquer desses ilícitos penais, o efeito no âmbito civil dessa ilicitude é inevitável, sendo nulo, portanto, o contrato em que tal situação ocorrer.”*. AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Comentários ao Novo Código Civil-Das Várias Espécies de Contrato. Da Compra e Venda*. TEIXEIRA, Sílvio de Figueiredo (coord.) Rio de Janeiro: Forense, 2005, pp. 68-69.

³¹ *“No entanto, como regra geral, deve-se entender que o contrato de compra e venda é válido, ainda que lhe falte absoluta corresponsividade entre preço e valor. Nem sempre o valor apresenta conteúdo objetivo, de fácil percepção. As hipóteses de exceção devem prender-se ao caso concreto.”*. VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito Civil*. v. III, 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2004, p. 36.

³² VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito Civil*. v. III, 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2004, p. 35.

Nelson Rosenthal, em seus comentários ao artigo 482 do Código Civil, destaca, entretanto, que *“mesmo que ao tempo da gênese do contrato o preço respeite o princípio da justiça contratual, poderá eventualmente ocorrer o fenômeno da onerosidade excessiva (art. 478 do CC³³), com súbito sacrifício de uma das partes em razão da elevação imprevista do preço, estipulando o legislador a resolução contratual. Em outra passagem, observamos que a mobilidade das cláusulas gerais da função social (art. 421 do CC³⁴) e da boa-fé objetiva (art. 422 do CC), permite que se afirme o princípio da conservação do negócio jurídico. Ou seja, a compra e venda poderá ser preservada pela modificação da cláusula com adequação do preço originário, no caso de lesão, ou pela revisão contratual mediante alteração do preço, tratando-se de onerosidade excessiva.”*³⁵.

A próxima seção cuidará de associar o *earn-out* aos conceitos apresentados acima referentes ao contrato de compra e venda e ao elemento preço, para, então, demonstrar ao leitor a natureza jurídica e os elementos que influenciam na determinabilidade do preço contingente nos contratos de fusões e aquisições.

2.3 Natureza Jurídica e Determinabilidade do *Earn-Out*

Retomemos, neste momento, o que vem a ser a cláusula de *earn-out* nos contratos de fusões e aquisições: trata-se de estipulação no sentido de diferir no tempo o pagamento, pelo comprador, de parte do preço de aquisição pelas quotas ou ações (ou estabelecimento), de titularidade do vendedor, condicionando-o à ocorrência de eventos futuros ou ao atingimento de metas após o fechamento da operação.

Há uma parcela fixa do preço de compra (que pode ser paga de diversas formas pelo comprador: em uma única parcela à vista ou em uma parcela à vista no fechamento e parcelamento do remanescente, por exemplo) e uma parcela variável a ser apurada

³³ 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.”.

³⁴ Art. 421, Código Civil: “A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.”.

³⁵ ROSENTHAL, Nelson. In: PELUSO, Cezar (Coord.). *Código civil comentado: doutrina e jurisprudência*. Barueri: Manole, 2014, p. 512.

futuramente. Parcela fixa e parcela variável integram, dessa forma, o preço de aquisição das quotas ou ações (ou do estabelecimento).

Resta evidente, portanto, a natureza jurídica do *earn-out* nos contratos de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento: preço. Tal constatação traz uma série de consequências tanto para comprador e vendedor em sua relação obrigacional sob o contrato de compra e venda, quanto para os assessores legais que instruirão seus clientes na elaboração da cláusula de preço contingente.

A primeira delas: sendo o *earn-out* preço, é, então, um elemento fundamental do contrato de compra e venda, ao qual se aplicam uma série de regras e princípios previstos em nosso ordenamento jurídico, principalmente no Código Civil. Observados tais princípios e regras, estará garantida a validade do elemento e, conseqüentemente, a existência, validade e eficácia do próprio contrato de compra e venda. *A contrario sensu*, o desrespeito às normas aplicáveis ao preço poderá descaracterizá-lo e ensejar a nulidade ou anulabilidade do contrato em questão.

Assim, a determinabilidade do *earn-out* passa pela verificação de todos os requisitos do preço e da observância das regras da Lei Civil. Como visto na seção anterior, o preço deve ser pactuado e pago em dinheiro e, mais ainda, em moeda corrente nacional. Assim, nos negócios envolvendo compra e venda de quotas e ações ou dos bens que integram o negócio de tal sociedade regidos pela lei brasileira, é fundamental que as partes respeitem tais exigências e o preço contingente seja pago em moeda corrente do país.

É muito comum que uma das partes do contrato de compra e venda não seja brasileira, e, dessa forma, que as premissas e bases do preço contingente sejam definidas com base em índices e métricas estrangeiras e referenciadas em dólar ou euro. Tal fato não invalida ou prejudica a eficácia do contrato, desde que reste definido no documento que, após devida apuração, o valor do *earn-out* será convertido em real e pago ao vendedor em dinheiro.

Pensando-se no preço como elemento único do contrato de compra e venda de participação societária ou estabelecimento, deve ser certo, ou seja, determinado ou determinável segundo critérios acordados entre as partes. A parcela fixa do preço garante determinabilidade apenas para parte do preço. Mas o que dizer da parcela variável

correspondente ao *earn-out*? Caso não seja determinável segundo índices e parâmetros objetivos, haverá clara violação aos preceitos da lei (em especial ao artigo 487 do Código Civil), tornando o contrato inválido para as partes.

É imprescindível que as partes, sob a orientação de seus assessores jurídicos e financeiros, especifiquem claramente no contrato de compra e venda os critérios, métricas, índices e parâmetros que serão utilizados para apuração do *earn-out* no momento futuro. Trataremos no capítulo seguinte sobre tais índices e parâmetros e da importância de sua clara definição para se evitar futuros conflitos entre as partes.

Caso o contrato não preveja os critérios para determinação objetiva do *earn-out*, estaria configurada a hipótese prevista no artigo 488 da Lei Civil como uma forma de preservar o contrato. Entretanto, tratando-se de operações complexas como as de fusões e aquisições, fica difícil a sua aplicação no sentido de que comprador e vendedor se sujeitaram, nesse caso, ao preço corrente nas vendas habituais do vendedor ou que, inexistindo acordo, prevalecerá o preço médio do bem (partindo-se da premissa de que não há tabelamento oficial para tanto).

As quotas ou ações de uma sociedade não são, na grande maioria dos casos, objeto de vendas habituais por seus titulares. Ademais, não há que se falar em habitualidade e preço médio em se tratando de *earn-out*, cuja determinação e valoração depende de uma série de métricas e atingimento de metas por parte do vendedor. É mais provável que a norma do *caput* do artigo 488 do Código Civil não seja aplicada e, dessa forma, caberá ao árbitro ou juiz decidir sobre a inexistência do contrato ou sobre uma forma alternativa de apuração do valor contingente para preservação do contrato³⁶.

A lei também permite que a determinação do valor do *earn-out* seja feita por um terceiro nomeado pelas partes no contrato. É mais comum em contratos de compra e venda

³⁶ “Ou seja, três soluções sucessivas são possíveis: i) fixação do preço ou possibilidade de sua determinação; ii) tabelamento oficial governamental; iii) verificação do preço com base nos padrões negociais do vendedor. Ao nosso visto, a aplicação da terceira solução – finalidade da norma – será somente viabilizada em caso de o alienante ser um tradicional fornecedor da coisa, sob pena de não se encontrar em parâmetros razoáveis para a estipulação do preço. Outrossim, para além da habitualidade do comércio, há de se verificar se o bem é normalmente comercializado no mercado ou se se trata de bem com especial natureza (por exemplo, um carro antigo ou uma obra de arte), caso em que a norma não será aplicada, pois o cálculo do valor é agregado por aspectos existenciais dos contratantes.”. ROSENVALD, Nelson. In: PELUSO, Cezar (Coord.). *Código civil comentado: doutrina e jurisprudência*. Barueri: Manole, 2014, p. 517.

de empresas que as próprias partes fiquem responsáveis pela apuração e cálculo do valor do *earn-out* segundo os critérios pré-definidos. Havendo impasse quanto ao cálculo e ao valor apurado, as partes, então, submetem o contrato a um terceiro, normalmente uma empresa especializada do ramo contábil ou financeiro, para a realização do cálculo e verificação do preço contingente. O preço calculado pelo árbitro vinculará comprador e vendedor.

Conforme previsto no artigo 485 da Lei Civil, é essencial que as partes já definam no contrato o terceiro que será o responsável pelo cálculo do valor do preço contingente (seja em caso de impasse após cálculos das partes ou não) ou, pelo menos, que o farão oportunamente no futuro. Há de se destacar ainda a hipótese de o terceiro indicado se recusar a calcular o valor do *earn-out*. Neste caso, comprador e vendedor deverão de comum acordo designar outra pessoa, sob pena de o contrato ser considerado inexistente e invalidado pela indeterminação de parcela essencial do preço.

Outro requisito fundamental do preço que se aplica à cláusula de *earn-out* é a vedação de que a fixação do preço contingente seja deixada ao arbítrio exclusivo de uma das partes do contrato de compra e venda. Assim, poderá vir a ser invalidado por nulidade o contrato que preveja o cálculo e a determinação do valor do *earn-out* somente pelo comprador ou pelo vendedor e que tal valor será vinculativo para ambas as partes. A cláusula de *earn-out* válida e eficaz deve conter os critérios de apuração do valor contingente devidamente acordados por ambas as partes e prever que tal valor, no futuro, não será calculado e determinado segundo os interesses de uma única parte – é preciso que conste no documento possibilidade de revisão dos cálculos pelas partes e formas de resolução de conflitos que surjam quanto ao valor apurado.

Quanto aos requisitos da seriedade, realidade e justiça, é importante notar, inicialmente, que o *earn-out*, por depender do cumprimento ou atingimento de metas estipuladas pelas partes, pode, quando da sua apuração, ser de baixo valor ou mesmo igual a zero. Isso, porém, não significa que o *earn-out* não atende a tais requisitos.

O *earn-out* não pode ser fictício ou simulado, ou seja, é preciso que haja realmente a possibilidade de se auferir um valor adicional de preço com base em seus critérios e suas metas. Um *earn-out* com metas impossíveis de serem alcançadas, critérios e parâmetros subjetivos ou que impossibilitem sua determinação e a aferição real de valor pode ser

considerado inválido e ensejar a anulabilidade do contrato ou a reparação dos prejuízos da parte prejudicada.

Não resta dúvida sobre a importância de se observar os requisitos essenciais do preço quando da negociação e elaboração da cláusula de preço contingente nos negócios de compra e venda de sociedades. São sérias as consequências da inobservância, podendo, em muitos casos, causar a inexistência, invalidade e ineficácia do contrato de compra e venda e, conseqüentemente, prejuízos para comprador e vendedor e até mesmo para a própria sociedade objeto do negócio.

III. A CLÁUSULA DE *EARN-OUT*

3.1 Principais Aspectos e Considerações sobre o *Earn-Out*

Conforme demonstrado na introdução, muitas são as razões e situações que podem levar comprador e vendedor a negociarem e pactuarem um preço contingente nas operações de fusões e aquisições que envolvem compra e venda de participação societária ou de estabelecimento.

Basicamente, o *earn-out* é utilizado como meio de se atingir um acordo quanto à avaliação do ativo em discussão entre um vendedor otimista e um comprador cético³⁷. O preço contingente pode também proporcionar ao vendedor um valor mais elevado em comparação com aquele que receberia caso o preço fosse fixo e, ao comprador, uma forma adicional de financiamento para pagamento do preço tendo por base os próprios lucros da sociedade adquira apurados ao longo do período de maturação do *earn-out*.

Mais ainda, o *earn-out* serve como uma forma de incentivo econômico ao vendedor para que permaneça na administração da sociedade alvo e aja dentro das melhores práticas e esforços no sentido de maximizar os lucros e o desenvolvimento desta³⁸. Em uma situação ideal, seria uma situação comumente descrita como de “ganha-ganha”.

³⁷ “Contingent earnout provisions typically arise in the context of merger negotiations when buyer and seller find themselves at a fundamental disagreement with respect to valuation of the seller. Fundamentally, these disagreements resolve around different views of the uncertain post-signing prospects of the seller. Such prospects may be technical or commercial in nature. Or, they may simply relate to future states of the world that are simply unknowable by either party. With respect to these uncertainties, the seller is typically more optimistic than the acquirer. This may be because the seller has private information about the seller’s future prospects that it cannot credibly convey to the buyer, or it may simply be because the buyer and seller just have very different expectations about future states of the world. This divergence in views about the seller’s future results in differences in the question of valuation of the seller that if left unaddressed can prevent parties from reaching agreement. The earnout provision is a contractual term that can help bridge these differences. It does so by creating a post-closing contingent payment obligation that becomes effective in the event the seller meets certain targets or exceeds predetermined thresholds with respect to revenue, profitability, market acceptance, technical achievements, or regulatory approvals.”. BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions*. 3 ed. New York: Foundation Press, 2012, pp. 73-74.

³⁸ “Sometimes the ongoing interest of the management is essential to the business and the best way to ensure continuity is to tie them up with deferred payments and earnouts otherwise referred to as ‘golden handcuffs’. This allows the seller(s) to receive a substantial sum up front with the rest earned over time.”. FREWEN, Charles. *Structuring and financing the deal*. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 132.

Entretanto, conforme bem antecipa Sérgio Botrel, “a opção pelas parcelas variáveis vinculadas ao desempenho futuro da empresa gera dilemas infundáveis”³⁹. Veremos em seguida que muitos são os potenciais pontos de conflito entre comprador e vendedor ao se negociar e incluir no contrato de compra e venda a cláusula de *earn-out*.

De modo a se evitar ao máximo tais conflitos e o risco de disputas futuras entre as partes envolvidas, é fundamental que comprador e vendedor analisem minuciosamente os eventos e circunstâncias que poderão interferir na apuração do preço contingente, bem como definam com clareza os parâmetros de aferição do *earn-out* e as atitudes permitidas e proibidas para as partes durante o período de maturação.

Cabe aos assessores legais e financeiros das partes, conscientes de todos as questões fundamentais que regem o preço contingente, orientá-las durante o processo de negociação e implementação em contrato do preço contingente de maneira a resguardar os interesses e proporcionar o maior benefício possível para seus clientes.

Como não há um modelo padronizado de cláusula de *earn-out* a ser adotado, é fundamental para todas as partes envolvidas no processo ter clara noção dos principais aspectos e considerações sobre o *earn-out* quando da negociação e elaboração da cláusula em questão.

Os juristas Paul M. Crimmins, Bem Gray e Jessica Waller, em relevante artigo intitulado *Earn-outs in M&A Transactions: Key Structures and Recent Developments*, destacam, de forma didática e clara, tais aspectos e considerações, quais sejam: (i) a definição e o escopo do próprio negócio adquirido; (ii) a escolha da métrica e dos parâmetros de aferição do desempenho da sociedade em questão; (iii) a seleção dos padrões contábeis que servirão de base para a aferição do valor contingente; (iv) a determinação do período de maturação do *earn-out*, da estrutura de pagamento e das potenciais garantias de recebimento do valor contingente pelo vendedor; e (v) a alocação do nível de ingerência e controle sob a companhia adquirida entre comprador e vendedor após o fechamento da operação e durante o

³⁹ BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 246.

período do *earn-out*, assim como o nível de suporte que o comprador se comprometerá a dar ao vendedor para que este atinja as metas do preço contingente⁴⁰⁴¹.

Seguiremos a mesma ordem lógica apresentada acima e analisaremos no detalhe cada um desses aspectos e considerações sobre a cláusula de preço contingente. É importante notar que estes trazem diferentes consequências caso analisados sob a ótica do vendedor ou do comprador. Novamente, cabe aos assessores de cada uma das partes dar o melhor aconselhamento possível para resguardar os interesses de seu cliente. Veremos que o maior grau de detalhamento e especificidade da cláusula de *earn-out* poderá garantir o seu sucesso e mitigar o risco de discussões futuras.

3.1.1 Definição e Escopo do Negócio

É a performance do negócio adquirido que determinará se as metas do *earn-out* serão atingidas e, conseqüentemente, se o preço adicional será pago ao vendedor.

Imaginemos uma operação de aquisição da totalidade das ações de uma companhia brasileira, que atua no ramo de produção de ração para bovinos, por uma multinacional com presença em diversos países e atuante em todos as ramificações do negócio de nutrição animal. Esta multinacional já possui uma subsidiária brasileira, também atuante de forma genérica em todos os ramos de ração para animais. As partes pretendem estipular no contrato

⁴⁰ CRIMMINS, Paul M.; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. *Earn-outs in M&A Transactions: Key Structures and Recent Developments*. In: The M&A Journal. v. 10. n. 10, p. 1.

⁴¹ Ainda como introdução às discussões sobre os aspectos do *earn-out*, destacamos a seguir trecho de texto publicado pela plataforma Mondaq que traz as dez principais questões para se pensar sobre o preço contingente: “What Are The Top 10 Issues To Think About With Earn-Outs? (i) the amount of the price which is to be deferred and linked to performance, for how long and whether that deferred element should be subject to a cap; (ii) the risk of payment default by buyer; (iii) what security should the seller get from the buyer for payment of the deferred purchase price; (iv) whether the seller or the buyer has control of the business during the period of the earn-out and the extent to which that control should be subject to checks and balances; (v) the potential for manipulation of the performance of the acquired business by the buyer or the seller (depending on who has control) during the earn-out period; (vi) agreement as to treatment of events which are not “ordinary course” and which should be ignored or added-back for the purposes of calculating the earn-out formula; (vii) disagreement after the deal is done as to the amount of the earn-out; (viii) what happens to the earn-out if the seller ceases to be employed in the acquired business during the earn-out period; (ix) whether payment of the earn-out should be accelerated if certain key events occur, for example, a sale of the company or its business by the buyer; (x) tax - earn-outs can raise complicated issues.”. *Earn-Out Or Burn Out: Key Issues To Consider*. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing, 2009. Disponível [online] in <http://mondaq-business.vlex.com/vid/earn-out-or-burn-key-issues-consider-60411872>, pp. 1-2.

de compra e venda um *earn-out* a ser pago ao vendedor após o período de cinco anos em caso de cumprimento de metas de crescimento da receita líquida da sociedade alvo em tal período.

Dado o fato de que a companhia alvo atua em apenas um dos ramos de atividade do comprador, é possível vislumbrar três situações distintas quanto ao futuro do negócio alienado pelo vendedor: a permanência da companhia alvo como uma investida direta do comprador estrangeiro e atuante de forma independente dos demais negócios e sociedades do grupo; a existência da empresa adquira como uma subsidiária direta da sociedade brasileira detida pela multinacional, ainda de forma independente e segregada das demais unidades do grupo; e a incorporação da sociedade alienada pela subsidiária brasileira da multinacional, passando o negócio a integrar todo o conjunto de atividades do comprador.

Tanto na primeira situação, quanto na segunda, a apuração do desempenho da companhia alvo se mostra mais fácil, dada a manutenção de uma estrutura segregada e independente daquela do comprador. No caso da terceira situação, a aferição das metas do *earn-out* ao longo dos anos se torna mais difícil e desafiadora, exigindo controles internos do comprador, gerenciais, contábeis e financeiros, para que seja possível aferir a receita líquida oriunda especificamente daquela linha de negócio adquirida na operação⁴².

Portanto, é evidente a necessidade, quando da elaboração da cláusula de *earn-out*, de que as partes, diante do caso concreto, definam no contrato expressamente o escopo do negócio cuja expansão será a base do preço contingente.

Mais ainda, deve-se estipular as medidas gerenciais que serão tomadas pelas partes para que os resultados do comprador ou de outra linha de negócios (seja do comprador ou do vendedor) não interfiram nos resultados do negócio adquirido, principalmente em uma situação de incorporação da sociedade alvo pelo comprador.

⁴² “It is vital to agree clearly in advance exactly how the profits of the acquired business will be measured - it is after all, the basis for the final payment. If the new business is to be run completely independently, it should be easy to ring-fence its profits so they can be monitored accurately. It gets more complicated if the acquired business is amalgamated into an existing division of the acquirer. Then, ring-fencing becomes virtually impossible and tensions can arise if the existing business is perceived to be dragging the new business down, having an adverse affect on the final pay out.”. *Getting Creative With Earn-Outs*. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing, 2004. Disponível [online] in <http://mondaq-business.vlex.com/vid/getting-with-earn-outs-55510515>, p. 3.

Retomando a situação exemplo dada acima, a boa prática exigiria ir além da definição no contrato de que o *earn-out* irá se basear no lucro líquido auferido com o resultado das vendas do negócio de ração para bovinos adquirido do vendedor. Deve-se definir de forma pormenorizada o que integra esse negócio de ração para bovinos adquirido, como, por exemplo, os produtos específicos que são comercializados, as marcas utilizadas, as unidades físicas onde são produzidos, as regiões atendidas pelas vendas, o tratamento para receitas oriundas de vendas para clientes em comum do vendedor e do comprador, dentre outros.

Finalmente, é importante que as partes não tratem o negócio alvo da negociação como algo estático e avulso ao ambiente econômico do local onde se insere. O *earn-out* nasce em um contexto de crença das partes na expansão e no desenvolvimento daquilo que foi adquirido. Portanto, estas devem definir desde o fechamento a forma de lidar com esse crescimento no contexto do preço contingente, *e.g.* se novos produtos serão considerados para a apuração e se haverá algum tipo de “prêmio” sobre vendas de novos itens.

Para algumas linhas de negócios, mostra-se também recomendável prever o tratamento que será dado na apuração do preço contingente diante da ocorrência de eventos alheios à vontade e ao controle das partes. Em nossa situação exemplo, poderíamos vislumbrar a ocorrência de morte de boa parte dos rebanhos de bovinos no Brasil por conta de uma doença antes desconhecida, o que causaria uma imediata redução drástica da demanda por ração animal e, conseqüentemente, atingiria de forma negativa o *earn-out*.

Recomenda-se que as partes e seus assessores discutam e implementem no contrato de compra e venda mecanismos específicos quanto ao tratamento do efeito desses eventos na aferição do preço contingente, *i.e.* se haverá a interrupção do período do *earn-out* até a normalização da situação anômala, ou se o *earn-out* será apurado com base nas metas cumpridas até a data de ocorrência de tais eventos.

Cada ramo de negócios possui características próprias, cabendo às partes e seus assessores tentar antever as situações fortuitas que podem impactar o *earn-out* e em que medida, reduzindo-se, o quanto possível, a insegurança jurídica das partes de ter de contar com uma solução arbitral ou jurídica para tal situação.

3.1.2 Métricas e Parâmetros de Aferição de Desempenho

O Capítulo II desta obra trouxe ao leitor o requisito legal previsto no Código Civil brasileiro de que o preço, caso não determinado no contrato de compra e venda, seja ao menos determinável segundo índices ou parâmetros suscetíveis de objetiva determinação.

Como parte integrante do preço nas operações de fusões e aquisições que envolvem compra e venda de participação societária ou de estabelecimento, o *earn-out* deve obedecer a tal regra, cabendo ao comprador e vendedor estipularem claramente no contrato as métricas e os parâmetros de aferição do desempenho da sociedade alvo. Mas a boa prática exige que se vá além. É preciso que sejam estipuladas as definições exatas dos próprios conceitos que integram referidos parâmetros, bem como todo e qualquer elemento adicional, seja ele financeiro ou não, que interfiram no cálculo futuro do preço contingente.

Boa parte dos contratos de operações com *earn-out* adota parâmetros financeiros de aferição de desempenho. Dentre os mais comuns, pode-se destacar receita bruta, receita líquida, fluxo de caixa, lucro bruto, lucro líquido ou redução de custos com sinergias, calculáveis segundo os princípios e regras contábeis geralmente aceitos (GAAP, em sigla estrangeira) brasileiros ou de outro país de opção das partes, ou mesmo métricas consideradas distintas do GAAP, como o EBITDA ou, em sigla em português, LAJIDA – lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, e o EBIT ou LAJIR – lucro antes de encargos financeiros, ou seja, pagamento de juros e impostos.

A negociação e definição da métrica e do parâmetro de aferição são momentos cruciais para o sucesso do *earn-out* e da operação como um todo. Neste momento surgem divergências de entendimentos entre comprador e vendedor quanto à métrica que será mais favorável aos interesses de cada parte. É aqui que os assessores de cada parte deverão analisar o caso concreto e tentar encontrar uma solução que aproxime os interesses contrários e maximize os resultados favoráveis a ambos.

É do interesse do vendedor que a métrica escolhida seja aquela que sofrerá menos impacto com a carga tributária do país e a nova administração controlada pelo comprador. É comum que, logo após o fechamento das operações de compra e venda de participação

societária ou de estabelecimento, o comprador altere as práticas gerenciais e contábeis da sociedade alvo para alinhar àquelas que pratica em seu grupo econômico.

Também é comum que a administração do novo controlador tome medidas que ampliem as despesas da companhia alvo em busca de melhorias de gestão e expansão, como gastos com publicidade, contratação e demissão de pessoal, compra de novos equipamentos dentre outras. Trataremos desse assunto com mais detalhes nas próximas seções.

Diante disso, é comum o vendedor e seus assessores negociarem a definição como parâmetro o crescimento de receita bruta da companhia. O comprador, por outro lado, tenderá a optar por uma métrica que represente o resultado efetivo da sociedade após o pagamento de todas as despesas operacionais, financeiras e tributárias, bem como de eventuais ajustes contábeis. Caberá aos assessores legais e financeiros darem o suporte necessário, diante do cenário e da realidade em que a companhia alvo se insere, para que um padrão que aproxime os interesses de ambos seja escolhido⁴³.

Além disso, como mencionado anteriormente, não basta definir no contrato o parâmetro de aferição de desempenho a ser adotado. É notório que os conceitos, contábeis ou não, utilizados como base para cálculos financeiros tendem a sofrer mutações de significado ou ganhar novas interpretações com o tempo. Mais ainda, há conceitos com definições distintas nas esferas contábil e fiscal, o que pode variar ainda mais em caso de operações com partes estrangeiras e a intenção de se introduzir conceitos de outra jurisdição.

Cabe às partes definir com clareza e riqueza de detalhes no contrato de compra e venda os conceitos das métricas e dos parâmetros de aferição que serão utilizados⁴⁴. O que é

⁴³ “Another thing the parties can do is base the earn-out on revenue rather than profit. Revenue is a straightforward determination. EBITDA or profit, on the other hand, is affected by adjustments to the above-mentioned reserves, accruals based on estimates, the accounting treatment for returns, timing considerations, and many other subjective factors. The further down the income statement the earn-out metric goes, the more subjectivity enters into the equation and the more likely there are to be disputes.”. ADEL, Robert. *Earn-Outs: Don't Trade a Handshake Today for a Lawsuit Tomorrow*. In: Orange County Business Journal, September 30, 2013, p. C-75.

⁴⁴ “The next item on the negotiating agenda is usually the question of defining net earnings of the seller for purposes of calculating the earnout. If it were up to the purchaser, he would probably be satisfied with no provisions on this subject, other than that the determination will be made in accordance with generally accepted accounting principles and perhaps excluding from the calculation extraordinary or non-recurring items of income. As a result, the purchaser's first draft of the acquisition agreement typically reflects this pristine state of affairs. It is the seller who needs protection here, in order to keep his earnings in line with what they would

receita para fins deste contrato? O que é caixa? O que são equivalentes de caixa e estes serão considerados? Caso a opção seja o EBITDA, qual a definição exata que será utilizada para juros, impostos, depreciação e amortização? O conceito de impostos englobará também outros tributos? São perguntas como essas que devem ser feitas e respondidas por meio de reprodução detalhada na cláusula de *earn-out*.

Além dos padrões e métricas financeiros, a aferição do *earn-out* pode ser baseada em parâmetros não financeiros. Pode-se citar como exemplos o cumprimento de metas para lançamento de um novo produto, número de produtos e mercadorias vendidos, captação de novos contratos com clientes e manutenção de contas estratégicas de clientes existentes, inauguração de novas unidades operacionais da empresa alvo ou mesmo metas regulatórias (obtenção de aprovação governamental para lançamento de uma nova linha de produtos, obtenção de licenças específicas para a companhia alvo etc.).

Assim como recomendado para os parâmetros financeiros, as métricas não financeiras também exigem um trabalho minucioso de definição de todos os elementos, exceções e conceitos que as compõem, reduzindo-se o espaço para discussões e conflitos futuros entre comprador e vendedor.

Ainda dentro do assunto deste tópico, vale mencionar a necessidade de definição de quem será o responsável pela realização dos cálculos e apuração do valor do *earn-out* com base nas métricas e parâmetros definidos no contrato de compra e venda.

Já vimos que nossa Lei Civil proíbe, sob pena de nulidade, a estipulação no sentido de deixar ao arbítrio exclusivo de uma das partes o cálculo do preço. Também vimos que essa norma se aplica ao preço contingente e, portanto, sob o direito brasileiro, não é possível estipular no contrato de compra e venda de participação societária (ou estabelecimento) uma cláusula de *earn-out* que atribua exclusivamente ao vendedor ou ao comprador a tarefa de calcular o valor final e vinculativo do *earn-out*.

have been sans acquisition. In conjunction with his accountants and counsel, the seller ought to pinpoint the sort of items that can be anticipated as potential earnings problems, and should insist that the parties agree in advance on just how these items will be treated for purposes of the determination – which need not be the way they are treated in the purchaser's financial statements or even necessarily be in accord with generally accepted accounting principles,". FREUND, James C. *Anatomy of a merger. Strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions*. In: New York: Law Journal Seminars-Press, 1975 (reprinted 2004), p. 210.

Ainda que o contato contenha muito bem definidos todos os conceitos, métricas e parâmetros de aferição do *earn-out*, é bastante plausível que ambas as partes queiram realizar seus próprios cálculos e que, daí, surjam diferenças de visões e interpretações que possam levar a valores finais distintos.

Como exemplo de melhores práticas a serem adotadas para a elaboração da cláusula de preço contingente, recomenda-se que o contrato preveja algum mecanismo de revisão dos números e memórias de cálculos apresentados pelas partes. A alternativa mais recomendada é que essa revisão fique a cargo de uma empresa especializada contábil ou financeira, independente e totalmente desvinculada das partes – deve, de preferência, já ser escolhida e definida no documento. As partes, então, podem prever que o valor calculado pela empresa especializada será vinculante para comprador e vendedor ou que, permanecendo discordância, o conflito será levado para arbitragem ou para o judiciário (alternativa pouco recomendada).

Assim, pode-se estipular que ambas as partes serão responsáveis por aferir o valor do *earn-out* ou também que apenas o comprador ou o vendedor serão responsáveis pelo cálculo preço contingente. Neste último caso, para que não haja invalidade da cláusula, deve o contrato prever que, em caso de discordância da parte contrária, o valor será aferido por um terceiro.

Como visto, a regra permanece a mesma: quanto maior o nível de subjetividade e incertezas que a cláusula de *earn-out* contenha, maior o risco de desavenças e conflitos entre comprador e vendedor e risco para o próprio sucesso do negócio.

3.1.3 Padrões Contábeis

Recomenda-se que o contrato de compra e venda preveja o padrão contábil que deverá ser seguido para aquele negócio adquirido pelo comprador ao longo do período de maturação do *earn-out*, por exemplo, se será utilizado o GAAP brasileiro ou GAAP americano, os *International Financial Reporting Standards* – IFRS ou, ainda, se será utilizado algum padrão contábil de escolha das partes distinto dos acima mencionados⁴⁵. Há relevantes diferenças

⁴⁵ Não aprofundaremos o estudo das diferenças contábeis entre o GAAP brasileiro, o GAAP americano e o IFRS. Para um estudo mais detalhado, recomendamos a leitura do livro *Manual de Contabilidade Internacional: IFRS – US GAAP – BR GAAP – Teoria e Prática*, dos autores Clóvis Luís Padoveze, Gideon Carvalho de

entre os padrões contábeis que, a depender do caso concreto, podem interferir diretamente na aferição do preço contingente e, conseqüentemente, atingir de forma negativa uma das partes.

Muitos acreditam que a mera adoção do GAAP brasileiro, do GAAP americano ou do IFRS como princípios contábeis básicos a serem seguidos para cálculo do parâmetro escolhido para o *earn-out* acaba por evitar ou mitigar os riscos de futuras disputas entre comprador e vendedor. No entanto, tal crença pode representar um verdadeiro tiro no pé para os contratantes.

Os padrões contábeis acima referidos, mais comumente utilizados nas operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento com cláusula de *earn-out*, baseiam-se em uma série de princípios e regras que sofrem constantes modificações ao longo do tempo. A simples menção ao padrão contábil, portanto, não é suficiente. Recomenda-se que as partes detalhem no documento da operação o conjunto de regras e princípios contábeis específicos que serão aplicáveis ao caso concreto⁴⁶.

Também é necessário que se detalhe o conteúdo da rubrica contábil. Dentro de um mesmo padrão os conceitos sofrem ampla variação, principalmente por conta das práticas de cada companhia. Assim, é necessário que se preveja expressamente as regras de tal padrão e os conceitos a serem adotados.

Benedicto e Joubert da Silva Jerônimo, e do estudo publicado em 2015 pela PricewaterhouseCoopers e intitulado *IFRS and US GAAP: similarities and differences*. CARVALHO DE BENEDICTO, Gideon; JERÔNIMO LEITE, Joubert da Silva; PADOVEZE, Clóvis Luís. *Manual de Contabilidade Internacional: IFRS – US Gaap – BR Gaap – Teoria e prática*. São Paulo: Cengage Learning, 2012. *IFRS and US GAAP: similarities and differences*, disponível [online] in <http://www.pwc.com/us/en/cfodirect/assets/pdf/accounting-guides/pwc-ifs-us-gaap-similarities-and-differences-2015.pdf> [06.2.2016].

⁴⁶ Paul M. Crimmins, Bem Gray e Jessica Waller destacam algumas importantes recomendações para a escolha das regras e princípios contábeis que regerão o *earn-out*: “*In particular, the following matters might be considered in determining the appropriate accounting measurement standards: (i) whether revenues will be measured on a cash or an accrual basis; (ii) revenue and expense allocation (including allocations of overhead); (iii) the timing of revenue and expense recognition; (iv) the treatment of expenses and other payments (e.g., retention bonuses) resulting from the acquisition; (v) the treatment of extraordinary or non-recurring expenses; (vi) the treatment of intercompany transactions between the acquired business; and (vii) the treatment of uncollectible receivables (to the extent previously included in revenue for purposes of the earn-out).*”. CRIMMINS, Paul M.; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. *Earn-outs in M&A Transactions: Key Structures and Recent Developments*. In: *The M&A Journal*. v. 10. n. 10, pp. 2-3.

Mais ainda, há de se verificar se as regras a serem aplicadas serão aquelas do momento da celebração do contrato de compra e venda ou, por exemplo, aquelas do momento da apuração do preço contingente (ou mesmo algum outro momento de escolha das partes)⁴⁷.

Mesmo optando-se pela fixação do parâmetro em regras de um determinado momento da contratação, é fundamental que as partes e seus assessores avaliem a conveniência de se estipular eventuais exceções a esse engessamento. A alteração de uma norma contábil pode, muitas vezes, representar um benefício muito grande para comprador ou para vendedor no momento do cálculo do *earn-out*.

Há outro ponto também bastante relevante quando da escolha dos padrões contábeis. É comum que o vendedor exija que os padrões e regras contábeis adotados para fins do *earn-out* sejam aplicados conforme as práticas passadas comumente utilizadas pela empresa alvo. A intenção é evitar que as práticas do comprador, normalmente desconhecidas pelo vendedor – este, normalmente, não realiza auditoria legal e contábil nas empresas do comprador – impactem de forma negativa no preço contingente⁴⁸. O comprador, por sua vez, buscará fazer prevalecer sua posição para que o padrão contábil siga o seu histórico de práticas ao longo dos últimos anos.

Assim, a assessoria contábil e financeira especializada neste momento da negociação é fundamental. Exige-se amplo conhecimento para tais escolhas, a fim de que o contrato acabe não se tornando muito mais benéfico para uma das partes.

A recomendação de melhores práticas para tal situação seria: não economize tempo e papel para estipulação detalhada no contrato do padrão contábil que será utilizado ao longo do período do *earn-out* e para sua mensuração.

⁴⁷ “An immediate concern for parties to earn-outs is whether GAAP measurements of operating results over the defined time horizon will be based on GAAP as it exists in the periods of measurement, which may well change over even a short three year period, or alternatively will be based on GAAP as it existed when the agreement was executed.”. EPSTEIN, Barry Jay. *Earnout Agreements: Accounting Pitfalls for Buyers and Sellers*, 2007, p. 32.

⁴⁸ “To help avoid future disagreements, it is important that accounting methodologies be consistent with those historically used by the seller. In particular, it may be appropriate to exclude the effects of purchase accounting, buyer perquisites, and increased capital expenditures from the earn-out calculation. If the acquired company is being combined with the buyer's operations, special care may be necessary to segregate future financial results.”. JANATKA, David A.; SHERMAN, Steven J. *Engineering Earn-Outs To Get Deals Done And Prevent Discord*. In: *Mergers & Acquisitions*, 1992, p. 2.

Destaca-se outro ponto de preocupação com relação às práticas e regras contábeis que serão adotadas pela companhia adquirida após o fechamento da operação e para cálculo do *earn-out*, principalmente em operações cuja parcela variável e contingente corresponde à maior parte do preço. O comprador, detentor do controle sob a administração do negócio, pode se utilizar de práticas pouco ortodoxas e, até mesmo, questionáveis, na tentativa de manipular resultados ao longo do período de *earn-out* e evitar o atingimento das metas para seu pagamento ao vendedor.

Da mesma forma, o vendedor, caso permaneça na administração da sociedade alvo durante todo ou parte do período do *earn-out*, pode se utilizar das mesmas práticas para, a *contrario sensu*, inflar resultados e manipular o atingimento de metas com vistas a elevar ao máximo o valor do preço contingente que receberá.

Algumas importantes recomendações podem evitar que as práticas acima ocorram. A primeira delas consiste em assegurar que as demonstrações financeiras da sociedade em questão serão auditadas por empresa de auditoria especializada durante o período do *earn-out*, podendo ser a mesma empresa de auditoria que já o faça para a empresa adquirida (se aplicável) ou mesmo uma nova empresa totalmente independente de ambas as partes (o que é mais recomendável).

Outra importante recomendação, especialmente para o vendedor, é garantir a este por previsão contratual expressa o acesso periódico aos livros e demais documentos contábeis e gerenciais da sociedade adquirida, bem como o direito de revê-los. Havendo sinais de manipulação e más práticas, o vendedor poderia, então, solicitar a análise por uma empresa independente ou mesmo buscar reparação de eventuais danos pelas vias previstas no documento⁴⁹.

Como proteção adicional para o vendedor (ainda que pouco usual e aceita por parte dos compradores) seria a garantia de um cargo no conselho de administração (ainda que sem

⁴⁹ “Neither party should have the ability to manipulate future financial results. Audited financial statements can reduce potential disagreements, but it is imperative that detailed, well-defined formulas be negotiated and legally documented. An arbitration procedure should be established in advanced to resolve in a fair and expeditious manner future disagreements concerning the *earn-out* calculation.”. JANATKA, David A.; SHERMAN, Steven J. *Engineering Earn-Outs To Get Deals Done And Prevent Discord*. In: *Mergers & Acquisitions*, 1992, p. 2.

poder de vetar certas aprovações) ou na diretoria da companhia (caso este cargo já não tenha sido assegurado quando das negociações preliminares da operação) ou mesmo um cargo não estatutário na gestão da empresa. Isso permitiria ao vendedor uma maior proximidade das atividades da sociedade e a possibilidade de detectar más práticas administrativas.

Por fim, como garantia adicional às partes, poderia ser acordado e estipulado em contrato a constituição e o funcionamento de comitês internos de fiscalização na companhia adquirida, formados por membros escolhidos pelas partes ou mesmo independentes e desvinculados destas. Às partes e seus assessores caberia criar as regras de eleição, reeleição e funcionamento de tais comitês.

3.1.4 *Período do Earn-Out, Estrutura de Pagamento e Garantias*

Assim como ocorre com praticamente todos os elementos que integram o *earn-out*, não há um modelo padronizado quanto ao tempo de maturação e de verificação do cumprimento de suas metas.

Boa parte da literatura sobre o tema diz que o período do *earn-out* varia comumente de um a três ou de um a cinco anos. Entretanto, a estipulação de tal período tende a variar conforme as particularidades do caso concreto, como, por exemplo, o ramo de atividade da companhia alvo e as expectativas de expansão de seu mercado, as metas acordadas para atingimento do preço contingente e até mesmo a própria situação econômica do país.

Além das particularidades descritas acima, há determinados riscos intrínsecos ao *earn-out* que podem ser potencializados a depender do período de maturação. Caso tal período seja demasiadamente curto, eleva-se o risco de as metas não serem atingidas pelo vendedor.

Ademais, períodos muito curtos podem significar um incentivo, como já referido na seção anterior, às práticas não ortodoxas, por parte do vendedor, para que as metas sejam atingidas a qualquer custo. Sob a ótica do comprador, este tende a não medir esforços para o encurtamento do período do *earn-out* caso a situação caminhe para um quadro em que o vendedor terá muitos poderes de ingerência na administração da companhia adquirida.

Por outro lado, períodos de *earn-out* longos tendem a elevar a exposição das partes a fatores imprevisíveis e alheios à sua vontade, como casos fortuitos ou de força maior e alterações políticas e de variáveis macro e microeconômicas que impactem diretamente no negócio e, conseqüentemente, no atingimento das metas estabelecidas.

Alguns juristas destacam, ainda, a possibilidade de as partes negociarem e incluírem no contrato de compra e venda um período extra ao período de *earn-out* para que, caso este não seja atingido (seja por pouco ou não), o vendedor ainda tenha a possibilidade de alcançá-lo, mesmo que com eventuais descontos e metas adicionais pactuados⁵⁰.

É fundamental que as partes e seus assessores avaliem cuidadosamente, cientes destas recomendações e das particularidades do caso concreto, o período ideal do preço contingente a ser determinado no contrato de compra e venda.

Com relação à estrutura de pagamento do preço contingente, resta evidente a necessidade de se prever claramente no documento da operação a forma em que tais valores serão pagos após devida apuração.

Primeiramente, é importante rememorar que o *earn-out* consiste em uma parcela variável do preço. Isso significa que as partes são livres para pactuar uma enorme gama de possibilidades de valores possíveis de serem pagos mediante o cumprimento das metas pelo vendedor. Como exemplo, pode-se citar uma estrutura em que, atingidas as metas, será pago ao vendedor um valor adicional fixo já determinado no documento da operação. Caso não atinja as metas, o vendedor não recebe a parcela adicional do preço.

É possível imaginar que essa não é a estrutura mais comum presente nos contratos de fusões e aquisições com cláusula de preço contingente. Normalmente, as partes estabelecem escalas de cumprimento das metas do *earn-out* e pagamentos conforme tais escalas. Determina-se um valor mínimo de atingimento da métrica escolhida e um valor máximo. Atingido o valor mínimo, nada é devido ou paga-se um montante mais baixo a título de *earn-*

⁵⁰ “In order to provide a seller with an opportunity to “recapture” a lost *earn-out* for a period, a seller will often seek to also have included an alternative cumulative *earn-out* period included so as to provide the seller with an opportunity to recapture an *earn out* payment for a missed *earn out* period.”. WALL, George. *Increased Use of Earn-Outs in Current Economic Environment*. In: Orange County Business Journal: Mergers & Acquisitions Advertising Supplement, August, 24, 2009, p. A-14.

out. Por outro lado, atingindo-se o valor máximo da meta, paga-se o montante mais elevado possível (dentro da escala escolhida). Valores de atingimento de metas intermediários darão direito ao recebimento de montantes diferentes pelo vendedor.

Vejamos o quadro abaixo a título de exemplo:

EBITDA 2021 (R\$)	Diferença	Múltiplo (R\$)	<i>Earn-Out</i> (R\$)
$\leq 9.500.000$	0	0	0
9.500.000 (meta mínima)	0	0	0
10.500.000	1.000.000	2,5	2.500,000
13.000.000	3.500.000	2,5	8.750.000
19.500.000 (meta máxima)	10.000.000	2,5	25.000.000
21.000.000	10.000.000 + 1.500.000	2,5 e 0,5	25.750.000

A métrica escolhida para o exemplo dado foi o EBITDA e, considerando o fechamento da operação em 2016, o período de *earn-out* é de cinco anos. Foram também estabelecidas uma meta máxima de atingimento de valor de EBITDA (R\$19.500.000,00) e uma meta mínima (R\$9.500.000,00).

Caso reste apurado em 2021 que o EBITA da companhia adquirida foi de R\$9.500.000,00, o vendedor não terá direito a qualquer valor a título de *earn-out*. Entretanto, para cada R\$1,00 de EBITDA atingido acima da meta mínima estabelecida, o vendedor terá direito ao pagamento de R\$2,50 a título de preço contingente. Conforme a tabela, se o EBITDA 2021 da companhia for de R\$13.000.000,00, o vendedor fará jus ao recebimento do montante de R\$8.750.000,00.

Ainda segundo o exemplo, foi estipulado entre as partes um “prêmio” para o caso de a companhia adquirida atingir valores de EBITDA em 2021 acima da meta máxima. Neste caso, para cada R\$1,00 acima da meta máxima, o vendedor fará jus a um valor de prêmio adicional de R\$0,50. Portanto, um EBITDA 2021 de R\$21.000.000,00 daria o direito ao vendedor de receber o montante de R\$25.750.000,00 a título de *earn-out*.

Essa é apenas uma das diversas estruturas possíveis para verificação dos valores a serem pagos a título de *earn-out*. Diferentemente do caso dado, também é comum que as partes estabeleçam metas anuais e pagamentos intermediários de preço contingente ao longo de cada ano do período do *earn-out*. Assim, ao final de cada ano do período de *earn-out*, as partes verificam o cumprimento das metas conforme os parâmetros acordados e se há algo a ser pago ao vendedor. Basicamente como se houvesse uma tabela daquela dada como exemplo acima para cada ano do período de *earn-out*.

Tal estrutura exige outros cuidados e atenções especiais por parte do comprador e do vendedor no momento da estipulação em contrato, como, por exemplo, se os valores atingidos de metas são “zerados” a cada ano ou se há o acúmulo para o cálculo do ano seguinte; se haverá algum “desconto punitivo” para o ano seguinte caso as metas de determinado ano não tenham sido atingidas; se haverá o cálculo e pagamento de parte do valor do *earn-out* em caso de atingimento parcial das metas estipuladas ou se qualquer pagamento só será feito com o atingimento total das metas; e se haverá algum limite (*cap*) de valor de preço contingente a ser pago pelo comprador, ainda que as metas estabelecidas sejam ultrapassadas.

Uma vez apurados os valores a serem pagos a título de *earn-out* (seja em um ou mais períodos de apuração), é preciso definir a forma de pagamento por parte do comprador. Os valores de preço contingente poderão, então, ser pagos à vista em determinada data acordada ou de forma parcelada. Em caso de descumprimento da obrigação de pagamento por parte do comprador, deve-se estipular a punição para tanto, como valores de multa (compensatória ou não) e juros de mora.

Também é comum que as partes pactuem um índice de correção monetária para todos os valores estabelecidos no contrato de compra e venda, principalmente dos valores de metas mínimas e máximas de atingimento (a exemplo daquelas do nosso quadro ilustrativo) e também para a eventualidade de ficar acordado o pagamento do valor do *earn-out* em data distante daquela de apuração do preço contingente. A intenção é garantir que quaisquer cálculos e verificações sejam feitos com valores de moeda reais da época em que serão utilizados ou pagos.

Como mencionado anteriormente neste trabalho, não será considerada inválida a cláusula de *earn-out* cujos valores de métricas e metas sejam definidos em moeda estrangeira,

contanto que, no momento do pagamento, o valor apurado do preço contingente seja pago em moeda corrente nacional.

Em benefício do vendedor, é também recomendável que o contrato preveja uma ou mais garantias a serem prestadas pelo comprador para assegurar o pagamento do montante do preço contingente. As partes devem avaliar e acordar quanto à garantia que seja aceitável para ambas, sendo certo que o vendedor tenderá à constituição de garantias mais firmes e líquidas, como depósito de valores em conta garantia (*escrow account*), fiança bancária ou a alienação fiduciária de bens ou mesmo das próprias quotas, ações ou bens adquiridos pelo comprador. Outras garantias como penhor, hipoteca ou fiança por parte do controlador ou de outras sociedades do grupo do comprador são também bastante comuns nesse tipo de operação.

Ainda dentro do tema desta seção, vale destacar a recomendação de que as partes estabeleçam no documento hipóteses em que o período de *earn-out* será encurtado e o seu pagamento antecipado. Pode-se chamar de verdadeiras hipóteses de vencimento antecipado da parcela diferida do preço de aquisição, as quais servem para proteger o vendedor de situações que possam prejudicar o alcance do *earn-out* ou mesmo fazer com que se desfaça o estímulo para o seu atingimento.

Sérgio Botrel bem destaca essas hipóteses em sua obra sobre operações de fusões e aquisições: “os eventos que antecipam o vencimento das parcelas futuras podem ser livremente pactuados pelas partes, podendo variar desde a previsão de vencimento antecipado em virtude da alienação direta ou indireta das ações adquiridas do vendedor ou mesmo a prática de atos que possam colocar em dúvida a solvência do comprador (tais como protestos, execuções judiciais, pedidos de falência etc.)”⁵¹.

É também comum a antecipação do período de *earn-out* e o vencimento da obrigação de pagamento do preço contingente na situação em que o vendedor tem seu contrato de administrador, de trabalho ou de prestador de serviços para a sociedade adquirida rescindido sem justa causa.

⁵¹ BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 247.

Botrel recomenda, ainda, que “*é preciso que o contrato contemple um valor fixo para essas hipóteses de exceção, ou crie algum outro mecanismo alternativo para aferição de valor das parcelas variáveis*”⁵².

Por outro lado, o comprador tende a exigir a inclusão nos documentos da operação de disposição que assegure a sua desobrigação de pagar o montante do preço contingente caso reste comprovado que o vendedor praticou atos de elevada gravidade contra o comprador ou contra a companhia, *e.g.* o descumprimento das obrigações de não concorrência, não solicitação e de confidencialidade previstas em contrato ou a prática de atos que sejam considerados pela lei ou pelos documentos como ensejadoras da rescisão por justa causa dos contratos que mantêm o vínculo do vendedor com a administração da companhia alvo.

3.1.5 *Nível de Ingerência e Controle sob a Companhia Adquirida e Suporte do Comprador*

Boa parte das discussões e dos conflitos relacionados ao *earn-out* (conforme veremos no próximo capítulo em alguns exemplos) estão relacionados à forma com que a sociedade adquirida é administrada durante o período do preço contingente, bem como ao nível de suporte que é dado pelo vendedor para o atingimento do *earn-out*.

Já foi mencionado anteriormente que, após o fechamento da operação que contém cláusula de *earn-out*, é comum as partes praticarem atos (lícitos ou ilícitos, conscientes ou não) que possam impedir o atingimento do preço contingente ou mesmo fazer com que este tenha um menor valor, ou mesmo atos que visem elevar o montante do *earn-out* ainda que em detrimento do negócio ou de seu desempenho no futuro. As dificuldades aumentam ainda mais nos casos em que o vendedor não terá qualquer participação na administração da companhia adquirida e quando esta é incorporada pela compradora ou outra sociedade de seu grupo econômico.

Ao vendedor caberá batalhar para que a gestão do negócio permaneça em linha com as práticas passadas, de forma que o comprador não faça alterações significativas na companhia alvo e no seu dia-a-dia operacional. O comprador, por outro lado, tentará usar sua posição na

⁵² BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 247.

mesa para garantir o menor nível de interferência do vendedor na administração da empresa e na tomada de decisões quanto ao futuro de suas atividades.

Trata-se de um verdadeiro impasse de difícil conciliação entre comprador e vendedor, sendo exigido um grande esforço de discussões e até mesmo de concessões mútuas para que se atinja o equilíbrio ou uma situação que não seja amplamente mais favorável a apenas uma das partes. Destacaremos a seguir algumas medidas que podem facilitar o atingimento de referido equilíbrio e mitigar a chance de conflitos entre os contratantes.

A primeira medida consiste em aproximar a discussão das partes à realidade dos fatos: quais são os verdadeiros pontos de preocupação das partes e quais as atitudes específicas que devem ser evitadas por comprador ou vendedor durante a administração da companhia?

James C. Freund ilustra de forma precisa esse ponto: *“I think the key to solving this problem is to abandon the high conceptual plane and try to get the seller focusing on the particular matters that really concern him, with a view to working out reasonable assurances and limited guarantees regarding those items. For example, if the seller’s real concern is over whether he will receive enough working capital to run his business in a way to make the earnout, he can and should insist on certain assurances covering the subject. These can take the form of either specific covenants (e.g. no dividends distributions or upstream loans will be made by the subsidiary during the earnout period, or the parent will be obligated to lend the subsidiary \$1,000,000 of working capital each year) or a generalized representation that the purchaser will keep the subsidiary adequately capitalized during the earnout period. Or, if the seller’s biggest worry is over personnel, he should ask for and can be given the right to hire and fire employees below a certain executive or salary level”*⁵³.

O mesmo raciocínio se aplica para a preocupação com despesas extraordinárias que possam ser feitas pelo comprador durante o período do *earn-out* e que impactem diretamente o atingimento das metas estabelecidas, com a concorrência entre o negócio adquirido e os negócios já administrados pelo comprador ou com qualquer outra alteração nas operações usuais da companhia adquirida.

⁵³ FREUND, James C. *Anatomy of a merger. Strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions*. In: New York: Law Journal Seminars-Press, 1975 (reprinted 2004), p. 220.

Portanto, cabe às partes e seus assessores especificarem de forma detalhada no contrato de compra e venda os atos específicos cuja prática por parte do comprador ou do vendedor deverá ser evitada ou, sendo praticados, serão desconsiderados (bem como seus efeitos) para fins do *earn-out*. Não é tarefa simples, mas tem enorme contribuição para o encurtamento de eventuais discussões e questionamentos futuros⁵⁴.

Sérgio Botrel vai além e destaca outras medidas relevantes quanto ao tema: “*esse dilema costuma ser dirimido com a fixação de um ‘plano de ação’, em que as partes convencionam os critérios de gestão e as atribuições do vendedor (que muito frequentemente permanece no negócio na condição de administrador – seja como membro do Conselho de Administração, seja mesmo como Diretor estatutário) na empresa adquirida pelo comprador, assim como os atos e eventos que não terão o condão de interferir na apuração das parcelas vincendas. O aumento de despesas com a profissionalização da empresa adquirida, para que se atenda às exigências de governança da compradora, por exemplo, poderá representar grande impacto nos resultados futuros. As partes podem, nesses casos, convencionar um limite de impacto da performance decorrente dessas novas despesas, assim como é de grande importância previsão de procedimento a ser adotado em caso de operações societárias que possam alterar substancialmente não só os resultados da empresa, mas a sua própria estrutura (v.g., incorporação, cisão etc.)*”⁵⁵⁵⁶.

⁵⁴ “The failure of earn-outs in the past may have been partly due to the lack of rigour within the legal agreements between the parties at completion. It is important that the Sale and Purchase Contract contains detailed rules concerning the operation of the target company within the earn-out period. These rules would include the following: (1) Accounting policies to be used; (2) Management charges eg payroll, legal, treasury services; (3) Central service charges eg warehousing or distribution; (4) Intra group transfer pricing; (5) The cost of finance provided by the group; (6) Dividends payable to the group; (7) The appointment of auditors; (8) Rules concerning changes to staff structure. The key to the above rules is the fact that you do not want arguments post acquisition. It may seem strange, but it may well be relevant for an acquirer for example to provide finance to the subsidiary at a favourable rate to encourage growth strategies. This may have the effect of increasing the targets profits, and thus the earn-out consideration payable, but the business at the end of the day will have grown and the acquiring group will have achieved its objectives.”. SMITH, Ian. *Financial Techniques for Business Acquisitions and Disposals*. Thorogood, 1998, p. 54.

⁵⁵ BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 246.

⁵⁶ “As an acquirer structuring earn-out deals, it is important to agree with the vendor the operational issues which will affect the success of the deal. These may include changes which alter costs eg a qualified finance director or an agreement on the minimum level of directors salaries as well as the maximum level. Issues surrounding non-competition with other group subsidiaries have to be discussed and documented. If business opportunities are to be pursued overseas it may be relevant to agree separate budgets outside of the earn-out deal to encourage vendor management to pursue growth strategies. Administration issues such as budgets and monthly account preparations should be agreed between the parties as accepted requirements of the acquirer.”. SMITH, Ian. *Financial Techniques for Business Acquisitions and Disposals*. Thorogood, 1998, p. 54.

Também já mencionado anteriormente neste capítulo, a estipulação de vetos por parte do vendedor com relação à aprovação de certas matérias em sede do conselho de administração ou da assembleia geral (ou das reuniões de quotistas, conforme o caso) representa outra relevante medida de mitigação dos problemas aqui relatados.

O contrato de compra e venda deve, ainda, prever expressamente o nível de suporte que deverá ser dado pelo comprador para que o *earn-out* seja atingido e pago ao vendedor. Tal previsão pode-se dar por meio da estipulação de medidas reais a serem tomadas pelo vendedor ao longo do período de *earn-out* para apoio à companhia adquirida, como a realização de aportes de capital, outorga de garantias para obtenção de financiamentos, suporte tecnológico específico e até mesmo medidas de publicidade e marketing para expansão de vendas e do crescimento do negócio.

Apesar de menos recomendável caso venha desacompanhado de previsões mais específicas, o suporte pode ser estabelecido de maneira genérica no contrato por meio expressões como “o comprador envidará seus melhores esforços para o desenvolvimento da companhia adquirida e o atingimento do *earn-out* pelo vendedor” ou “o comprador compromete-se a não praticar qualquer ato que possa prejudicar ou impedir o atingimento do preço contingente pelo vendedor”.

É também possível que ao longo das negociações fique expressamente acordado entre as partes que o comprador não praticará atos que prejudiquem o atingimento do preço contingente, mas também que não terá qualquer obrigação de dar suporte específico para o negócio adquirido ou para o vendedor.

Veremos no próximo capítulo que, diferentemente do sistema jurídico norte-americano, por exemplo, os princípios que regem as relações contratuais, como o princípio da boa-fé objetiva, já exigem das partes contratantes um padrão de comportamento ético, leal e honesto, que seja condizente com aquilo que foi pactuado no contrato e que busque atingir seus objetivos, não os impedir. Portanto, ainda que seja estabelecida a total ausência de suporte ao negócio alvo e ao vendedor, é possível que tal estipulação seja desconsiderada em eventual julgamento de conflito entre as partes

Como já dito outras vezes neste trabalho, tratando-se de *earn-out*, as melhores práticas exigem o maior nível de detalhamento possível das situações, proteções e medidas a serem adotadas pelas partes em relação à estipulação, apuração, cálculo e pagamento do preço contingente.

O tempo e os custos dispendidos na negociação da cláusula de *earn-out* podem e tendem a ser incrivelmente menores do que aqueles gastos com disputas arbitrais ou judiciais entre as partes por conta de desentendimentos relacionados ao preço contingente.

3.2 Considerações Adicionais sobre o *Earn-Out*

3.2.1 *Earn-out e Indenização*

Praticamente todos os contratos de operações de fusões e aquisições envolvendo compra e venda de participação societária ou de estabelecimento contêm previsão expressa sobre indenização, por parte do vendedor, em caso de perdas sofridas pela companhia adquirida ou pelo comprador em decorrência contingências, atos praticados ou fatos ocorridos antes da data do fechamento da operação – ainda que seus efeitos venham à tona apenas após tal data. Neste caso, fica o vendedor responsável pelo ressarcimento da perda em questão à companhia ou ao comprador.

Como garantia do adimplemento dessa obrigação do vendedor, as partes comumente estipulam que eventuais parcelas em aberto do preço de aquisição serão utilizadas para garantia do ressarcimento da perda sofrida, dentre as quais inclui-se o *earn-out*. Assim, poderá o comprador descontar e reter do preço contingente quaisquer valores (ainda) devidos e não pagos pelo vendedor a título de indenização.

Como a obrigação de indenização normalmente acompanha os prazos prescricionais, considerando períodos de *earn-out* longos, é possível que o preço contingente não seja afetado no momento de seu pagamento. Porém, em se tratando de períodos curtos de *earn-out*, ou mesmo estruturas de pagamento de *earn-out* com desembolsos intermediários, o risco de atingimento do preço contingente, havendo tal disposição, é alto.

Trata-se de proteção adicional para o comprador a ser considerada quando da negociação do contrato de aquisição. Do ponto de vista do vendedor, é importante que este se atente para a negociação e inclusão no contrato de eventuais limitações temporais e de valores referentes à obrigação de indenizar, de forma a se evitar ao máximo o atingimento do *earn-out* para tanto.

Ainda quanto ao aspecto indenizatório, porém sob outra ótica, destacamos a relevância de se incluir no contrato de compra e venda previsão específica de pagamento de penalidade pecuniária por conta do descumprimento de obrigações assumidas pelas partes na cláusula de *earn-out*.

É principalmente do interesse do vendedor que tal disposição esteja claramente definida no contrato, principalmente para os casos em que o comprador, de forma deliberada e comprovada, pratica atos ou mesmo deixe de praticá-los (já vimos atos de suporte com que os compradores podem se comprometer a realizar) de forma a prejudicar ou impedir o atingimento do preço contingente.

Os juristas Paul M. Crimmins, Bem Gray e Jessica Waller novamente descrevem, por meio de exemplos de decisões judiciais norte-americanas, o problema em questão: *“even where a seller is successful in proving a breach of an acquisition agreement in relation to an earn-out, the seller will not receive damages unless it can prove that that it would have met its earn-out targets but for the buyer’s breach. This problem for sellers is illustrated by LaPoint v. Amerisourcebergen Corp., a case in which the Delaware Chancery Court found that, although the buyer “frequently and intentionally” breached the merger agreement by failing to support the acquired business’ products, the seller was not able to prove that this breach had any impact on the acquired business’ ability to meet the earn-out targets. Therefore, the court awarded only nominal damages. Similarly, in Hydra-Stop, Inc. v. Severn Trent Environmental Services, a case where the court did not ultimately find a breach, the court noted that any damages (even if a breach were found) based on the claim that seller was not granted the requisite level of control over the operation of the acquired business would be “pure speculation.” Due to the inherent difficulty for a seller to prove damages in*

the earnout context, sellers may wish to consider including some type of liquidated damages provision”⁵⁷⁵⁸.

Não há precedentes disponíveis ao acesso público de julgamentos similares no Brasil, mas casos como esses tendem a vir à tona com o crescente número das cláusulas de *earn-out* em contratos de fusões e aquisições no país. Não há dúvidas de que o cuidado com a inclusão de disposição indenizatória específica no contrato de compra e venda tende a dar mais segurança jurídica às partes do que a dependência de futuro julgamento sem parâmetros ou embasamento contratual por um juiz ou árbitro.

3.2.2 Cláusula de Kick-Out

Alguns autores, como James C. Freund, destacam a existência de um tipo de cláusula relacionada a *earn-out* denominada *kick-out clause*. Trata-se de disposição que dá ao comprador a prerrogativa de dissolver ou alienar a companhia adquirida, ou de retirar o vendedor (e quaisquer outros membros por ele escolhidos) da administração da sociedade, em caso de verificação de sucessivas perdas e maus resultados da companhia em questão ao longo do período do *earn-out*. Uma verdadeira punição dura para a “falha” do vendedor em gerir a companhia alvo.

Trata-se, no entanto, de cláusula de difícil aceitação por parte do vendedor em qualquer negociação. Primeiramente, porque há uma enorme dificuldade em se estabelecer os critérios por meio dos quais a falha ou insucesso serão apurados e julgados.

Freund destaca com clareza essa dificuldade: “*the real difficulty lies in setting up the criteria by which failure is to be judged. Suppose, for example, purchaser takes the position that all bets are off if seller operates at a net loss for one fiscal year. Seller will undoubtedly argue that this can happen to the best of managers, perhaps as a result of forces beyond his control (a shortage of materials, economic recession, etc.). Conversely, the more the*

⁵⁷ CRIMMINS, Paul M.; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. *Earn-outs in M&A Transactions: Key Structures and Recent Developments*. In: The M&A Journal. v. 10. n. 10, p. 7.

⁵⁸ Para informações mais detalhadas sobre os casos mencionados, recomendamos a leitura integral das decisões proferidas em cada caso: *Hydra Stop Inc, et al v. Severn Trent Env Svc, et al*, disponível [online] in https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/USCOURTS-ilnd-1_03-cv-04843/pdf/USCOURTS-ilnd-1_03-cv-04843-0.pdf [10.2.2016]; *LaPoint, et al. v. AmerisourceBergen Corp.*, disponível [online] in [http://courts.delaware.gov/opinions/\(agwa154511yo2tnxkh4wtobb\)/download.aspx?ID=118820](http://courts.delaware.gov/opinions/(agwa154511yo2tnxkh4wtobb)/download.aspx?ID=118820) [10.2.2016].

provision is based on an aggregate concept over a period of time, the less immediate good it does the purchaser. As a tactical matter, purchaser will obviously be in the best position if, prior to any mention of a kick-out clause, he has been able to maneuver seller into proclaiming that certain mediocre results of operations are ‘unthinkable...’”⁵⁹.

Mesmo que as partes acordem em incluir a cláusula de *kick-out* no contrato de aquisição, nota-se que não será tarefa fácil encontrar o equilíbrio e um texto que concilie os interesses de ambas. O vendedor obviamente tentará determinar no documento que apenas perdas substanciais ocorridas ao longo de um espaço de tempo considerável poderão dar ensejo à aplicação da cláusula. O comprador, por sua vez, tenderá estabelecer exatamente o contrário: o gatilho da cláusula será acionado em virtude de perdas verificadas em um curto espaço de tempo, ainda que não tenham grande relevância para a continuidade da companhia.

Freund também destaca outra preocupação relevante quando da negociação da cláusula de *kick-out*: *“once the criteria have been established, and assuming that upon seller’s shortfall the buyer will have the absolute right to liquidate or sell the business, or to get rid of seller’s management and run it, the question remains as to making any final adjustments on the contingent purchase price. If the original deal was on an aggregate or averaging basis, it is possible that seller will be entitled to something, even though he has ultimately fallen below a particular kick-out standard. In that case, however, purchaser should try to factor a deduction into the formula for losses incurred on the purchaser’s original investment in seller, particularly in the case where the seller’s business has to be disposed of or liquidated”*⁶⁰.

3.2.3 Exemplo de Cálculo do Earn-out

Finalmente, destacamos outra importante recomendação para as partes no momento da negociação e elaboração do texto da cláusula de *earn-out*.

⁵⁹ FREUND, James C. *Anatomy of a merger. Strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions*. In: New York: Law Journal Seminars-Press, 1975 (reprinted 2004), pp. 222-223.

⁶⁰ FREUND, James C. *Anatomy of a merger. Strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions*. In: New York: Law Journal Seminars-Press, 1975 (reprinted 2004), p. 223.

Mesmo com a determinação em contrato do escopo do negócio, dos parâmetros e métricas de cálculo do preço contingente, do período do *earn-out*, do padrão contábil a ser adotado e das regras que regerão as operações da companhia adquirida ao longo dos anos pós fechamento, ainda pode haver margem para disputas e conflitos entre comprador e vendedor quanto ao valor apurado de *earn-out*.

Sendo assim, é primordial que as partes também estabeleçam no documento um ou mais exemplos de cálculo do preço contingente, baseados em diferentes hipóteses de atingimento das metas acordadas.

Isso exigirá das partes o esforço de vivenciarem, ainda que sob situações hipotéticas, o momento de maior índice de conflitos que é aquele da apuração e determinação do valor de preço contingente a ser pago. Além de servir como exemplo claro (e previamente acordado) de cálculo do preço contingente, o exercício tende a ajudar as partes a antever eventuais falhas nos critérios e fórmulas adotados e quaisquer outros aspectos que possam ser foco de disputas no futuro.

Todos os aspectos discutidos e recomendações dadas neste capítulo servem para demonstrar aos empresários e aos operadores do direito as dificuldades e a complexidade de se adotar um tipo de cláusula oriundo de modelos contatuais estrangeiros aos negócios regidos sob a lei brasileira. Mesmo que não haja garantia de ausência de conflitos futuros, servem também para permitir que sejam dados os melhores aconselhamentos, de forma racional e consciente, quanto à adoção, negociação e elaboração da cláusula de *earn-out* nos negócios de fusões e aquisições.

O próximo capítulo trará ainda mais bagagem para o estudo da cláusula de *earn-out*, agora sob a ótica de disputas judiciais emblemáticas travadas nos Estados Unidos e oriundas da cláusula de preço contingente. Ajudará o leitor a abrir os olhos para questões reais que podem levar ao insucesso do *earn-out* e, até mesmo, da operação, bem como para a forma como tais questões tendem a ser solucionadas pelo poder judiciário ou mesmo pelos tribunais arbitrais brasileiros em face das regras do sistema jurídico pátrio.

IV. ANÁLISE DE CASOS CONCRETOS JULGADOS SOB O SISTEMA DA *COMMON LAW* À LUZ DO PRINCÍPIO DA BOA-FÉ OBJETIVA

4.1 Breve Descrição do Caso *Winshall v. Viacom International, Inc.*⁶¹⁶²

Em outubro de 2006, a ré Viacom International, Inc. (“**Viacom**”), celebrou um contrato de compra e venda com Walter A. Winshall e outros acionistas (sendo aquele nomeado representante dos demais) referente à aquisição da companhia Harmonix Music Systems, Inc. (“**Harmonix**”), uma desenvolvedora de famosos jogos de *videogame* com temática musical, *Rock Band* e *Guitar Hero*, a qual acabou por se tornar uma subsidiária integral da compradora.

O contrato de aquisição previa, dentre outras disposições, o direito ao recebimento, pelos acionistas vendedores, de um preço fixo no montante de US\$175.000.000,00 e um preço contingente baseado na performance financeira da companhia alvo dentro do período de dois anos após o fechamento, mais precisamente do atingimento de metas de crescimento do lucro bruto da sociedade adquirida: pagamentos seriam iguais a três vezes e meia o montante de lucro bruto da Harmonix que excedesse US\$32.000.000,00 em 2007 e US\$45.000.000,00 em 2008.

Neste momento, é importante destacar que o contrato de compra e venda não previa expressamente qualquer cláusula no sentido de que a Viacom conduziria os negócios da Harmonix após o fechamento de forma a maximizar os valores a serem pagos a título de *earn-out*.

Quando das negociações e do fechamento da operação, estava em desenvolvimento pela Harmonix o jogo *Rock Band* e, logo após o fechamento da operação, em 2007, a

⁶¹ Não é a intenção deste capítulo abordar todas as particularidades, pedidos e argumentos das partes e análises realizadas pelos juízes referentes aos casos concretos destacados. Será dado enfoque específico para a contextualização da situação fática e para a argumentação e implicações relacionadas especificamente ao *earn-out* pactuado em cada caso, de maneira a transmitir ao leitor, como já mencionado na Introdução, os principais focos de litígio entre os contratantes que pactuam preço contingente para a aquisição de um negócio e a forma de solução de tais conflitos sob a égide do sistema da *common law*. A partir daí será dado o embasamento necessário à verificação desses conceitos e argumentos sob a ótica do sistema jurídico nacional e à tentativa de se prever a decisão que seria dada caso os julgamentos fossem realizados no Brasil.

⁶² A íntegra da decisão pode ser encontrada no seguinte link: *Viacom International, Inc. v. Winshall*, disponível [online] in <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=195810> [10.10.2015].

Harmonix celebrou um contrato de distribuição com a Eletronic Arts (“EA”), referente à distribuição do referido título (então ainda em fase de desenvolvimento) até o ano de 2010, em contrapartida ao pagamento, pela Harmonix, de taxas de distribuição (“**Contrato de Distribuição Original**”). Dada a métrica escolhida para o cálculo do *earn-out*, referidas taxas eram vislumbradas e tornaram-se um fator determinante para o valor do preço contingente que seria pago no futuro.

O título lançado para o mercado acabou obtendo assombroso sucesso, o que despertou o interesse da Harmonix e da EA em celebrar um aditivo ao Contrato de Distribuição Original, principalmente para prolongar o prazo da obrigação de distribuição e para incluir outros títulos de jogos a serem distribuídos pela EA que não estavam contemplados no contrato original.

Durante as negociações, a EA propôs à Harmonix a redução imediata das taxas de distribuição para o ano de 2008 em troca de benefícios adicionais, o que não foi aceito por esta (sob a administração exclusiva da Viacom). Tal redução poderia ter impactado diretamente de forma positiva o preço contingente acordado entre as partes.

Ao final, o aditivo foi celebrado em outubro de 2008 (“**Aditivo ao Contrato de Distribuição**”) e restou acordada a redução das taxas de distribuição apenas para os anos de 2009 e seguintes, em contrapartida à obrigação da EA (dentre outras) de adquirir materiais de publicidade dos jogos.

Após desentendimentos adicionais entre as partes quanto a questões de indenização por perdas da Harmonix, Walter Winshall propôs em seu nome e dos demais vendedores, em dezembro de 2010, ação contra a Viacom e a Harmonix perante a *Court of Chancery* de Delaware⁶³, a qual foi “aditada” no início de 2011.

Dentre as principais alegações, uma diz respeito ao *earn-out*. Os vendedores alegaram, em busca de ressarcimento por danos, que, no momento da negociação e celebração

⁶³ A denominada *Court of Chancery* do Estado de Delaware tem competência para analisar e decidir sobre matérias que envolvam equidade (*equity*), sendo que grande parte dos conflitos por ela analisados envolvem questões societárias e empresariais em geral. A *Court of Chancery* possui expressiva reputação no julgamento de disputas empresariais e societárias, o que torna suas decisões (e da Suprema Corte do mesmo estado) referências nacional e internacional. Apelações de sentenças proferidas pela *Court of Chancery* do Estado de Delaware são apreciadas pela suprema corte do mesmo estado (*Supreme Court of the State of Delaware*).

do Aditivo ao Contrato de Distribuição, a Viacom e a Harmonix descumpriram a obrigação implícita de boa-fé e de lealdade (*implied obligation of good faith and fair dealing*) presente no contrato de aquisição. Tal descumprimento originou-se da recusa deliberada da Viacom e da Harmonix em reduzir as taxas de distribuição ainda dentro do período de *earn-out*, sendo uma manobra de manipulação para reduzir o montante de preço contingente a ser pago aos vendedores.

A *Court of Chancery* negou provimento ao pedido dos vendedores e rechaçou as alegações referentes ao *earn-out* e à suposta ação intencional das rés em reduzir o montante de preço contingente. O parecer da corte baseou-se no fato de que o contrato de compra e venda assinado pelas partes não continha nenhuma disposição expressa que protegesse os vendedores e que exigisse a tomada de atitudes pelo comprador que maximizassem o atingimento do *earn-out*, como, por exemplo, a negociação da redução das taxas de distribuição, principalmente levando-se em consideração que os vendedores já tinham conhecimento das negociações com a EA quando do fechamento da operação.

Sobre a obrigação implícita de boa-fé e de lealdade, o julgador Leo Strine, citando outra importante decisão proferida pela Suprema Corte do Estado de Delaware⁶⁴, destacou o seguinte conceito: “*under Delaware law, an implied covenant of good faith and fair dealing inheres in every contract. The implied covenant ‘requires a party in a contractual relationship to refrain from arbitrary or unreasonable conduct which has the effect of preventing the other party to the contract from receiving the fruits of the bargain.’ A party is liable for breaching the covenant when its conduct ‘frustrates the overarching purpose of the contract by taking advantage of [its] position to control implementation of the agreement’s terms’*”.

Ademais, sobre a existência da obrigação implícita de boa-fé e de lealdade, reforçou que esta não dá à corte uma licença para reescrever a redação do contrato apenas porque os autores falharam em negociar proteções que poderiam ter representado um melhor acordo para estes.

⁶⁴ Para cesso à íntegra da decisão do caso *Dunlap. v. State Farm Fire and Casualty Company*, vide: <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=62920> [10.2.2016].

Segundo a decisão da *Court of Chancery*, “a party may only invoke the protections of the covenant when it is clear from the underlying contract that “the contracting parties would have agreed to proscribe the act later complained of...had they thought to negotiate with respect to that matter”⁶⁵. Os vendedores não estabeleceram em contrato qualquer obrigação por parte da Viacom e da Harmonix de negociar melhores condições nos contratos de distribuição que garantissem um maior valor de preço contingente, fato determinante para a rejeição do pedido pela corte.

Descontentes com o resultado, os vendedores apelaram da decisão para a Suprema Corte do Estado de Delaware (*Supreme Court of the State of Delaware*), a qual igualmente rejeitou os argumentos dos apelantes e manteve o entendimento da *Court of Chancery* sobre a lide.

A Suprema Corte ratificou o entendimento de que a negação da redução das taxas de distribuição em nada prejudicou o atingimento do preço contingente, mas apenas inviabilizou que este tivesse um valor maior.

Esta vai além e cita novo trecho da decisão da *Court of Chancery*: “there is a critical difference between Viacom and Harmonix’s actions here and the actions of an acquirer who promises earnout payments to the sellers of the target business and then purposefully pushes revenues out of the earn-out period. It is true that when a contract confers discretion on one party, the implied covenant of good faith and fair dealing requires that the discretion—such as Viacom’s discretion in controlling Harmonix after the Merger and during the earn-out period—be used reasonably and in good faith. Thus...if Viacom and Harmonix had agreed to pay double EA’s ask in distribution fees in 2008 in return for paying no distribution fees in 2009, such an agreement would arguably be a breach of the implied covenant. In that case, Viacom and Harmonix would be depriving the Selling Stockholders of their reasonable expectations under the Merger Agreement by actively shifting costs into the earn-out period that had no place there....Winshall would have me hold that [Viacom’s] discretion over the Harmonix business...was subject to an implied covenant of good faith that encompassed not only a duty not to harm the Harmonix business so as to reduce Gross Profit for purposes of

⁶⁵ Para análise da íntegra das decisões da *Court of Chancery* sobre o caso, vide: <http://courts.state.de.us/opinions/download.aspx?ID=182060> [10.2.2016]; <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=163320> [10.2.2016].

calculating the earn-outs, but also to do everything it could to increase the earn-out payments. As Viacom and Harmonix point out, “on [Winshall’s] logic, Defendants would have been obligated to negotiate the distribution fees down to zero for 2008 to maximize the impact on the [earn out payment for 2008] and make up the shortfall with higher payments thereafter—a commercially absurd outcome.” This is not a tenable application of the limited implied covenant of good faith and fair dealing”.

Por fim, a Suprema Corte de Delaware rechaçou o argumento de que os vendedores teriam uma expectativa razoável de que as rés agiriam de forma a maximizar o *earn-out* e destaca que o Aditivo ao Contrato de Distribuição foi celebrado após o fechamento da operação e que os vendedores não questionaram como sendo injustos os termos de referido aditamento.

4.2 Breve Descrição do Caso *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.*⁶⁶

A Sonoran Scanners, Inc. (“**Sonoran**”) foi fundada em 1997 por Joseph P. Donahue (“**Sr. Donahue**”), engenheiro e empresário, para o desenvolvimento e comercialização de nova tecnologia referente a um processo computadorizado de impressão de alta velocidade denominado *computer-to-plate* – CTP, a ser utilizado na indústria gráfica e em jornais. O uso de tal tecnologia é hoje bastante difundido no mundo todo.

Nos idos de 2000, a Sonoran desenvolveu um protótipo de máquina com a tecnologia CTP, mas acabou por não realizar qualquer venda. Os potenciais clientes não tinham certeza da capacidade da Sonoran de promover um suporte de longo prazo para tal máquina com uma tecnologia ainda desconhecida, o que levou a Sonoran a sérias dificuldades financeiras.

Diante de tal quadro, o Sr. Donahue não vislumbrou outra solução a não ser buscar um investidor interessado em seu negócio. Após diversas tratativas, a Sonoran e a PerkinElmer, Inc. (“**PerkinElmer**”) celebraram, em maio de 2001, um contrato de compra e venda de ativos (“**Contrato**”), por meio do qual restou acordada a alienação dos bens integrantes do negócio de CTP da Sonoran.

⁶⁶ A íntegra da decisão pode ser encontrada no seguinte link: *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.*, disponível [online] in <http://media.ca1.uscourts.gov/pdf/opinions/09-1089P-01A.pdf> [10.10.2015].

Em contrapartida à alienação, restou acordado o pagamento do preço fixo de US\$3.500.000,00, sendo que boa parte de tal valor foi transferida diretamente para alguns credores da Sonoran. O Contrato também previa o pagamento de um *earn-out* à Sonoran com base no atingimento de metas de vendas de produtos com a tecnologia CTP entre 2001 e 2006. A métrica era a seguinte: a PerkinElmer pagaria à Sonoran US\$750.000,00 caso ao menos três máquinas CTP fossem vendidas dentro do primeiro ano após o fechamento da operação; US\$1.500.000,00 (menos qualquer montante de *earn-out* já pago) seriam pagos caso ao menos dez máquinas CTP fossem alienadas até o final do segundo ano; e valores adicionais seriam pagos se certas metas de margem bruta de vendas de máquinas CTP fossem atingidas, podendo o *earn-out* total atingir US\$2.000.000,00.

Vale ressaltar que o Contrato previa cláusulas de cooperação mútua entre as partes para facilitar a transferência dos bens adquiridos para a compradora e a operação de tais bens por esta, bem como previsão de contratação de alguns empregados da Sonoran pela PerkinElmer.

Como parte da operação foi também celebrado um contrato de trabalho entre o Sr. Donahue e a PerkinElmer para que aquele realizasse as funções de administrador geral e líder do negócio de CTP da PerkinElmer. A remuneração era baseada em pagamentos fixos e em bônus a serem pagos ao Sr. Donahue ao longo de cinco anos, no montante total de US\$6.600.000,00, mediante o atingimento de metas de vendas de equipamentos com a tecnologia CTP, em métrica similar àquela para cálculo do *earn-out*.

Acontece que o negócio de CTP foi um enorme insucesso. Entre maio de 2001 e outubro de 2004, apenas uma unidade de máquina CTP foi vendida pela PerkinElmer, o que representou a ausência de pagamento de quaisquer valores a título de *earn-out* à Sonoran ou de bônus ao Sr. Donahue. Ainda em 2004, a PerkinElmer alienou os bens relativos à tecnologia CTP para um terceiro e o negócio foi definitivamente encerrado.

Para a Sonoran e o Sr. Donahue, o insucesso do negócio foi resultado de uma série de atos de má-fé praticados pela PerkinElmer após o fechamento da operação, o que culminou com a propositura, em novembro de 2006, de uma ação por parte da Sonoran e do Sr. Donahue contra a PerkinElmer perante a Corte Distrital de Massachusetts.

Dentre as alegações dos autores, destacamos aquelas relacionadas ao *earn-out*: descumprimento pela PerkinElmer da obrigação implícita de boa-fé e de lealdade (*implied obligation of good faith and fair dealing*) no Contrato e no contrato de trabalho do Sr. Donahue em virtude da prática de atos de má-fé; descumprimento dos termos implícitos do Contrato por conta da falha em dedicar esforços razoáveis, de boa-fé e de forma competente e diligente, para desenvolver e comercializar os produtos com tecnologia CTP da Sonoran; e prática de condutas injustas e enganosas.

A Corte Distrital de Massachusetts foi contra todas as alegações dos autores e garantiu o julgamento sumário (*summary judgement*) em favor da ré. Basicamente, a corte entendeu que não houve qualquer descumprimento dos contratos celebrados, bem como não houve qualquer descumprimento da obrigação implícita de boa-fé e de lealdade, uma vez que a PerkinElmer não teve a intenção de privar os autores dos frutos que se originariam dos contratos, incluindo o *earn-out* e o bônus do Sr. Donahue. Além disso, a corte declarou que os autores tiveram grande dificuldade de comprovar que os atos da ré causaram os prejuízos que alegavam e que não foram apresentadas provas suficientes de seus danos. Finalmente, a corte entendeu que a PerkinElmer não tinha a obrigação de continuar operando o negócio de CTP diante das enormes perdas econômicas que poderia sofrer caso o fizesse.

Descontentes com a decisão, a Sonoran e o Sr. Donahue apelaram em 2008 para a *United States Court of Appeals for the First Circuit*⁶⁷. Tal corte de apelação manteve o entendimento e a decisão da corte distrital sobre todas as alegações da Sonoran e do Sr. Donahue, exceto em relação à ausência de esforços razoáveis para o desenvolvimento do negócio adquirido pela compradora.

Quanto ao descumprimento da obrigação implícita de boa-fé e lealdade, a corte de apelação reafirmou que não restou comprovada prática de atos intencionais de má-fé pela PerkinElmer no sentido de fazer com que os autores não atingissem o *earn-out* e o bônus.

Já com relação ao dever implícito de envidar os esforços razoáveis para o desenvolvimento da tecnologia e do negócio adquirido, a corte de apelação reverteu a decisão

⁶⁷ A *United States Court of Appeals for the First Circuit* trata-se de uma corte federal com competência recursal sobre as cortes distritais dos seguintes estados norte-americanos: Maine, Massachusetts, New Hampshire, Rhode Island e Porto Rico (Estado Livre Associado).

da corte distrital em favor dos autores e reconheceu que havia sim um dever implícito no Contrato (e apenas neste) da compradora nesse sentido.

O tribunal de apelação listou os seguintes fatores como determinantes de sua decisão: (i) o montante estipulado de *earn-out* era substancial em relação ao pagamento inicial; (ii) como visto anteriormente, boa parte do valor do preço fixo inicial foi direcionada aos credores da Sonoran; (iii) as partes estipularam no Contrato um período de *earn-out* de cinco anos e, portanto, este era o período acordado (e esperado pelos autores) para a comercialização da tecnologia e dos produtos da Sonoran; e (iv) que não havia qualquer disposição específica no contrato no sentido de que a compradora não tinha obrigação de envidar os esforços razoáveis à promoção do negócio.

Entretanto, a Corte de apelação decidiu reenviar o caso para a Corte Distrital de Massachusetts para que esta retome o julgamento quanto ao ponto em aberto e verifique, com base nas ações concretas da compradora, se esta violou a obrigação implícita de envidar referidos esforços para a promoção do negócio da Sonoran. Até o momento, não há uma decisão final sobre o caso.

4.3 Análise de Casos e Solução de Conflitos à Luz do Princípio da Boa-Fé Objetiva

Em *Winshall v. Viacom International, Inc., Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.* e em diversos outros casos julgados pelas cortes norte-americanas⁶⁸, vemos uma das principais discussões que afloram quando o *earn-out* contemplado em contratos de fusões e aquisições não é atingido e pago aos vendedores: há, nos contratos, uma obrigação implícita de boa-fé e de lealdade a ser cumprida por parte dos compradores para que o *earn-out* seja atingido? Em caso positivo, qual a extensão dessa obrigação e em que medida o seu

⁶⁸ A íntegra de outras decisões também de grande relevância para o estudo do *earn-out* e da *implied obligation of good faith and fair dealing* pode ser encontrada nos seguintes links: *American Capital Acquisition Partners v. LPL Holdings, Inc.*, disponível [online] in <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=200640> [9.10.2015]; *Horizon Holdings v. Genmar Holdings, Inc.*, disponível [online] in <https://www.ca10.uscourts.gov/opinions/03/03-3094.pdf> [11.2.2016]; *Hodges et al v. MedAssets Net Revenue Systems, LLC et al*, disponível [online] in <https://casetext.com/case/hodges-v-medassets-net-revenue-systems> [11.2.2016]; *Rubin Squared, Inc. v. Cambrex Corporation*, disponível [online] in <https://casetext.com/case/rubin-squared> [11.2.2016]; *Fireman et al v. News America Marketing In-Store, Inc.*, disponível [online] in <http://ia700407.us.archive.org/10/items/gov.uscourts.mad.99624/gov.uscourts.mad.99624.4.0.pdf> [11.2.2016]; *Airborne Health, Inc. and Weil, Gotshal & Manges LLP v. Squid Soap, LP*, disponível [online] in <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=130230> [9.10.2015].

descumprimento pode gerar a obrigação de indenizar os vendedores pelo não atingimento do *earn-out*?

Ao analisarmos os casos descritos nas seções anteriores e aqueles mencionados na nota de rodapé número 67, resta evidente a aceitação pelos tribunais norte-americanos de que a *implied obligation of good faith and fair dealing* existe em todos os contratos, principalmente naqueles que formalizam operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento com estipulação de preço contingente. No entanto, a extensão dessa obrigação consiste em se evitar que uma parte, aproveitando-se de sua posição na relação contratual, pratique atos arbitrários e propositais com o objetivo deliberado de privar a outra parte daquilo que barganha.

Temos assim, uma primeira importante constatação sobre tal “princípio” obrigacional: seu descumprimento exige a prática de fato de atos afirmativos, deliberados e intencionais para impedir a parte contrária de atingir seus objetivos. Não há uma obrigação implícita de que os compradores ajam de forma a garantir ou maximizar o atingimento do *earn-out*.

A segunda relevante constatação diz respeito à previsibilidade de tais atos pelas partes e à intenção destas em inserir no documento da operação uma proibição expressa para tanto. Segundo o entendimento das cortes norte-americanas, estas não têm o condão de alterar e reescrever aquilo que foi pactuado pelas partes nos contatos de forma a criar proteções que as próprias partes não previram quando da celebração do documento.

Casos emblemáticos como *American Capital Acquisition Partners v. LPL Holdings, Inc.*, *Horizon Holdings v. Genmar Holdings, Inc.* e *Hodges et al v. MedAssets Net Revenue Systems, LLC*⁶⁹ demonstram com clareza a primeira constatação: em tais casos, as decisões foram favoráveis aos vendedores⁷⁰, uma vez que restou demonstrada a prática deliberada,

⁶⁹ Vide nota de rodapé número 67.

⁷⁰ Em *American Capital Acquisition Partners v. LPL Holdings*, a decisão da corte quanto à *implied covenant of good faith and fair dealing* foi dividida quanto a dois tipos de atos do comprador: “*The court dismissed the sellers' claim that the implied covenant of good faith and fair dealing imposed on buyer an obligation to enhance its own technology to allow Concord to expand its business. In dismissing the claim, the court focused on the fact that the stock purchase agreement did not include a provision requiring buyer to make the anticipated technical enhancements. The court, however, did allow sellers' claim for breach of the implied good faith obligation not to divert revenue and resources away from Concord finding that sellers would have insisted that protective provisions be included in the agreement had they anticipated that buyer would "gut" Concord.*”. APFELROTH, Joshua; HALPER, Jason M.; MILLS III, William P.; SEIDEL, Martin. *Delaware Court Allows*

pelos compradores, de atos que prejudicaram ou impediram o atingimento do preço contingente.

Por sua vez, em *Winshall v. Viacom International, Inc.* e em *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.*, vimos com clareza que os vendedores em contratos regidos pelas leis do sistema americano da *common law* não devem assumir que poderão confiar sempre na proteção da obrigação implícita de boa-fé e de lealdade dos compradores: os julgadores entenderam que as ações praticadas pelos compradores, ainda que tenham prejudicado o atingimento do preço contingente, não foram praticadas de forma deliberada para que isso acontecesse e para prejudicar os vendedores. Além disso, em tais casos, os vendedores não anteviram que tais atos pudessem ser praticados e não tiveram o cuidado de proibi-los nos documentos da operação, nem de estabelecer a obrigação dos compradores de agirem para que o *earn-out* fosse atingido ou maximizado, levando os julgadores a afastar a sua responsabilidade.

Há decisões que acentuam a discricionariedade dos atos praticados pelos compradores, ainda que prejudiquem, de alguma forma, o atingimento do *earn-out*. Caso não haja intenção ou má-fé por parte dos compradores em praticar referidos atos simplesmente para prejudicar os vendedores, as cortes entendem que se trata de decisões legítimas de negócios por parte dos compradores⁷¹, não havendo razão para garantir qualquer tipo de indenização pelo não atingimento do preço contingente.

Entretanto, um novo elemento é trazido pela decisão do caso *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.*: o reconhecimento de outra obrigação implícita referente à necessidade de que os compradores envidem esforços razoáveis (*reasonable efforts*) para promover e dar suporte ao negócio adquirido, permitindo aos vendedores o atingimento do *earn-out* – principalmente nos casos em que o preço contingente representa parcela relevante do preço de aquisição a ser auferida pelo vendedor.

Claims For Breach Of Implied Good Faith Covenant In Earn-Out Case. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing. Disponível [online] in <http://law-articles.vlex.com/vid/493592018> [17.9.2015].

⁷¹ Vide caso *Fireman et al v. News America Marketing In-Store, Inc.*, cujo link para a íntegra da decisão encontra-se destacado na nota de rodapé número 67.

Ainda que não se saiba o resultado final dessa disputa, bem como se houve aplicação do mesmo racional em outras disputas recentes relativas a preço contingente, trata-se de relevante precedente com força para influenciar as negociações de contratos de operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento com *earn-out* e as atitudes dos compradores após o fechamento dessas operações.

Dadas as considerações preliminares acima, para que se possa analisar as decisões proferidas em *Winshall v. Viacom International, Inc.* e em *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.* sob a ótica do princípio brasileiro da boa-fé objetiva⁷², é preciso, inicialmente, compreender seu conteúdo e suas funções dentro da relação contratual e do sistema jurídico pátrio.

É necessária a realização primordial de uma distinção entre as duas acepções de boa-fé: a subjetiva e a objetiva. Cristiano Chaves de Farias e Nelson Rosenvald trazem de forma simples e direta tal distinção: “a boa-fé subjetiva não é um princípio, e sim um estado psicológico em que a pessoa possui a crença de ser titular de um direito que em verdade só existe na aparência. O indivíduo se encontra em escusável situação de ignorância sobre a realidade dos fatos e da lesão a direito alheio”⁷³. Nas palavras de Álvaro Villaça Azevedo, “a boa-fé subjetiva é um estado de espírito que leva o sujeito a praticar um negócio em clima de aparente segurança, ou correção”⁷⁴.

⁷² Não iremos explorar detalhadamente outros princípios aos contratos regidos sob a lei brasileira, como o princípio da autonomia privada, da justiça contratual e da função social do contrato. Será dado enfoque ao princípio da boa-fé objetiva e sua influência dentro da relação entre comprador e vendedor em contratos de fusões e aquisições, bem como nas potenciais decisões judiciais e arbitrais que venham a decidir conflitos oriundos da cláusula de *earn-out*. Entretanto, há de se destacar que certamente os outros princípios acima mencionados possuem influência na relação negocial pactuada e seriam (ou deveriam ser) considerados pelos julgadores em decisões sobre conflitos decorrentes do preço contingente. Também não é objetivo deste trabalho explorar minuciosamente o princípio da boa-fé no Direito Civil pátrio. Serão apresentados conceitos chave para a compreensão do instituto e de seu alcance dentro do contexto de operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento com cláusula de preço contingente. Para um estudo aprofundado sobre o princípio, recomenda-se a leitura dos trabalhos minuciosos de Antônio Manuel da Rocha e Menezes Cordeiro e de Orlando Gomes: MENEZES CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e. *Da Boa Fé no Direito Civil*. Coimbra: Almedina, 2007; GOMES, Orlando. *Contratos*. 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

⁷³ CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson. *Curso de Direito Civil. Contratos-Teoria Geral e Contratos em Espécie*. 2 ed. Bahia: jusPODIVM, 2012, p. 164.

⁷⁴ AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Comentários ao Novo Código Civil-Das Várias Espécies de Contrato. Da Compra e Venda*. TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.) Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 35.

A boa-fé objetiva, por sua vez, é uma norma que determina o dever de conduta dos contratantes. Conforme determina o artigo 422 do Código Civil⁷⁵, é regra de observância obrigatória pelos participantes do contrato, tanto na execução, quando na conclusão do contrato.

Novamente, transcrevemos as palavras de Cristiano Chaves de Farias e Nelson Rosenvald sobre a boa-fé objetiva: *“trata-se da ‘confiança adjetivada’, uma crença efetiva no comportamento alheio. O princípio compreende um modelo de eticização de conduta social, verdadeiro standard jurídico ou regra de comportamento, caracterizado por uma atuação de acordo com determinados padrões sociais de lisura, honestidade e correção, de modo a não frustrar a legítima confiança da outra parte. A boa-fé objetiva pressupõe: a) uma relação jurídica que ligue duas pessoas, impondo-lhes especiais deveres mútuos de conduta; b) padrões de comportamento exigíveis do profissional competente, naquilo que se traduz como bônus pater famílias; c) reunião de condições suficientes para ensejar na outra parte um estado de confiança no negócio celebrado”*⁷⁶.

Há, portanto, um princípio aplicável a toda e qualquer relação contratual, em qualquer fase do contrato (inclusive na fase pré-contratual), de observância obrigatória, que veda o comportamento desleal e a atuação com o propósito de se obter vantagens às custas da parte contrária. Trata-se, ainda, de norma de ordem pública, o que implica seu conhecimento e aplicação *ex officio* pelo juiz, independentemente do pedido ou da vontade das partes, cabendo àquele averiguar a presença da boa-fé nas relações jurídicas.

Conforme pondera Teresa Ancona Lopez, *“há prevalência do princípio da boa-fé sobre as determinações contratuais apesar de não impor comportamento preestabelecido como as outras cláusulas que dão conteúdo ao contrato”*⁷⁷. E continua: *“sem dúvida, a boa-*

⁷⁵ Art. 422, Código Civil: “os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé”.

⁷⁶ CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson. *Curso de Direito Civil. Contratos-Teoria Geral e Contratos em Espécie*. 2 ed. Bahia: jusPODIVM, 2012, pp. 164-165.

⁷⁷ ANCONA LOPEZ, Teresa. *Princípios Contratuais*. In: Fernandes, Wanderley (coord.). *Fundamentos e Princípios dos Contratos Empresariais*. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 67.

fé objetiva no direito contemporâneo é fonte autônoma das obrigações independentemente daquelas vindas dos contratos”⁷⁸.

Vale destacar todas as funções da boa-fé objetiva dentro das relações contratuais. Primeiramente, há a função supletiva, ou seja, de servir como regra de conduta obrigatória dos contratantes e de criar deveres anexos a serem observados para que se atinja o perfeito cumprimento das prestações e a satisfação plena dos interesses envolvidos no contrato, sendo tal função explicitada pela regra contida no artigo 422 do Código Civil.

Há também a função de regra de interpretação dos negócios jurídicos, conforme previsto no artigo 113 da Lei Civil: “os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração”.

E, finalmente, a função de impor limites ao exercício de direitos subjetivos pelas partes. O artigo 187 do Código Civil menciona expressamente que “também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”.

Destaca-se, aqui, a função supletiva. Do princípio da boa-fé objetiva decorre a obrigação das partes de observar condutas adicionais que são deveres acessórios à obrigação principal pactuada nos contratos, quais sejam o dever de lealdade, de cooperação, de informação, de segurança, de segredo e de custódia.

Merece atenção especial neste trabalho os deveres de cooperação e de lealdade⁷⁹. Tais deveres impõem às partes a abstenção de quaisquer condutas que sejam capazes de desequilibrar a relação dos contratantes ou impedir o atingimento do objetivo do contrato. Como bem destaca os professores Cristiano Chaves de Farias e Nelson Rosenvald, “*será lesiva ao dever de lealdade qualquer conduta que comprometa a utilidade procurada no contrato, o programa econômico que constituiu a prestação. Na fase de execução da*

⁷⁸ ANCONA LOPEZ, Teresa. *Princípios Contratuais*. In: Fernandes, Wanderley (coord.). *Fundamentos e Princípios dos Contratos Empresariais*. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 68.

⁷⁹ “Por tal razão, além da boa-fé em si, agrega-se ao princípio, na dicção do próprio artigo da lei (art. 422 do CC), a proibição, identificada esta como lealdade e correção de comportamentos, tanto no surgimento como na condução da execução contratual.”. NALIN, Paulo. *Princípios do direito contratual: função social, boa-fé objetiva, equilíbrio, justiça contratual, igualdade*. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (coord.). *Teoria Geral dos Contratos*. São Paulo: Atlas, 2011, p. 130.

prestação, a colaboração do credor será necessária para que o próprio devedor tenha condições de levar a cabo a prestação de forma regular, de forma a dotá-la de maior efetividade, satisfazendo em maior medida o interesse a cuja satisfação o contrato se dirige”⁸⁰.

É importante ressaltar que o dever de cooperação não tem apenas o aspecto “negativo”, ou seja, de fazer com que as partes não pratiquem certos atos. Há também o aspecto “positivo”, o que implica na obrigação dos contratantes de agir de forma ativa para que as partes atinjam aquilo que, na essência, foi pactuado de comum acordo no contrato.

Vemos aqui uma clara proximidade conceitual entre o princípio da boa-fé objetiva do direito brasileiro com uma mescla principiológica entre a e a *implied obligation of good faith and fair dealing* e o *reasonable efforts* do sistema norte-americano da *common law*. O princípio da boa-fé objetiva, como já dito, exige não somente a abstenção da prática de atos lesivos e desleais, mas também exige que as partes atuem com esforços razoáveis para o atingimento dos acordos contratuais.

Analisemos, então, as decisões proferidas em *Winshall v. Viacom International, Inc.* e em *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.*, casos emblemáticos relacionados a preço contingente em operações de fusões e aquisições, à luz do Direito Brasileiro e do princípio da boa-fé objetiva. As decisões desses casos seriam diferentes se tivessem sido proferidas por julgador brasileiro sob a ótica dos princípios contratuais pátrios?

Em *Winshall v. Viacom International, Inc.* vimos uma decisão favorável ao comprador pois, segundo a construção do julgador, a Viacom não lesou os vendedores e não tinha qualquer obrigação de agir de forma que o *earn-out* fosse atingido ou maximizado. Além disso, restou-se decidido que não cabia ao julgador proteger os vendedores de algo que eles mesmos não tiveram o cuidado de inserir no contrato a título de proteção contra certos atos do comprador.

Transpondo-se os fatos para a realidade brasileira e tomando-se por base os princípios que regem as relações contratuais, principalmente o princípio da boa-fé objetiva, é

⁸⁰ CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson. *Curso de Direito Civil. Contratos-Teoria Geral e Contratos em Espécie*. 2 ed. Bahia: jusPODIVM, 2012, p. 177.

plenamente possível que, aqui, a decisão proferida fosse outra. Não obstante a ausência de proteções expressas e específicas dos vendedores contra atos a serem praticados pelo comprador, o princípio da boa-fé objetiva cria obrigações por si só, as quais devem necessariamente serem observadas tanto pelas partes durante a execução do contrato, quanto pelo julgador no momento de decidir sobre o conflito em questão.

Neste caso, a negociação de redução das taxas de distribuição dos jogos apenas após o período do *earn-out*, o impactou diretamente o atingimento do preço contingente pelos vendedores, claramente violaria o princípio da boa-fé objetiva do sistema pátrio. O comprador tem o dever de lealdade e de agir de forma a permitir aos vendedores o atingimento daquilo que foi pactuado, caso contrário, o racional econômico e contratual da estipulação do preço contingente estaria sendo desvirtuado em favor de apenas um dos contratantes.

Poderia ser analisada, também, a função impositiva de limites ao exercício de direitos subjetivos das partes, mais precisamente, neste caso, do comprador. O comprador tinha o direito de gerir a sociedade adquirida da forma que bem entendesse. Entretanto, dado o princípio da boa-fé objetiva, o exercício desse direito não poderia se dar de forma a lesar o direito dos vendedores ao recebimento do preço contingente, sob pena de surgir um ato ilícito passível de indenização. Há uma linha tênue e de difícil percepção quando da prática dos atos pelas partes ao longo da execução do contrato. É necessário amplo conhecimento das regras que regem o sistema jurídico brasileiro para que as partes ajam de forma a não as descumprir, principalmente dentro do contexto de uma operação com preço contingente.

Assim, apesar da autonomia das partes e daquilo que optaram por expressamente prever no contrato de compra e venda, houve claramente uma lesão dos direitos dos vendedores por parte do comprador com a prática de seus atos. A decisão mais acertada, neste caso, seria em favor dos vendedores, aos quais caberia o recebimento de algum tipo de indenização pelo não atingimento do *earn-out*.

Em *Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc.*, apesar de não haver ainda uma decisão final sobre a lide, as cortes entenderam que não houve descumprimento da obrigação implícita de boa-fé e lealdade por parte da PerkinElmer, uma vez que não ficou comprovada a prática de atos intencionais de má-fé para que o *earn-out* não fosse atingido. Trazendo a

situação para o contexto do sistema jurídico brasileiro, seria preciso analisar não apenas a ausência de atos que prejudicassem o atingimento do *earn-out*. A decisão deveria levar em consideração se a compradora cumpriu seus deveres, ainda que não expressamente pactuados, de cooperação e de lealdade para que os autores atingissem o preço contingente e o bônus pactuados.

A decisão se aproxima um pouco da realidade brasileira ao reconhecer a necessidade de que o comprador envide esforços razoáveis para o atingimento do que foi pactuado. O mesmo deveria ser reconhecido pelos julgadores brasileiros diante de uma situação como essa. As partes, de comum acordo, optaram por introduzir no contrato uma cláusula de *earn-out* que, em princípio, visa maximizar os interesses e os benefícios para ambas. Então, o princípio da boa-fé objetiva aparece com força nesses casos, exigindo que ambos os contratantes vão além do que está escrito no documento – devem atuar positivamente e com os melhores esforços para que tais interesses e benefícios sejam alcançados.

Em linha com o exposto acima, destacamos a recente Pesquisa Pronta, disponibilizada pela Secretaria de Jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça – STJ, com o tema “*Mitigação do princípio do pacta sunt servanda*”. Trata-se de um compilado de decisões proferidas por esse tribunal que se traduz em um entendimento segundo o qual é permitida a revisão de cláusulas contratuais dado que o princípio do *pacta sunt servanda* vem sofrendo mitigações, principalmente em virtude dos boa-fé objetiva e da função social do contrato.

Destacamos abaixo trechos de ementas de alguns desses acórdãos a título ilustrativo:

“*AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. REVISÃO CONTRATUAL. POSSIBILIDADE. VIOLAÇÃO DO ATO JURÍDICO PERFEITO. MATÉRIA CONSTITUCIONAL. PRINCÍPIO DO PACTA SUNT SERVANDA. MITIGAÇÃO. TABELA PRICE. LEGALIDADE. AGRAVO REGIMENTAL NÃO PROVIDO.*

(...)

2. *É permitida a revisão das cláusulas contratuais pactuadas, diante do fato de que o princípio do **pacta sunt servanda** vem sofrendo **mitigações**, mormente ante os princípios da **boa-fé** objetiva, da **função social** dos contratos e do **dirigismo** contratual.*

3. Já tendo sido reconhecida pelo Tribunal de origem a legalidade da utilização do sistema Price, não há que se falar em interesse de agir quanto a este ponto.

4. Agravo regimental a que se nega provimento.”⁸¹

“CONTRATOS E PROCESSUAL CIVIL. AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO DE INSTRUMENTO. REVISÃO DE CLÁUSULAS CONTRATUAIS. CDC. POSSIBILIDADE **MITIGAÇÃO** DO PRINCÍPIO DO **PACTA SUNT SERVANDA**. LEASING. DEVOLUÇÃO DO BEM ARRENDADO. RESTITUIÇÃO DO VRG PAGO ANTECIPADAMENTE. POSSIBILIDADE. ALEGAÇÕES RECURSAIS DESASSOCIADAS DOS FUNDAMENTOS DO ACÓRDÃO RECORRIDO. SÚMULA 284/STF. SUCUMBÊNCIA RECÍPROCA. SÚMULA 7/STJ.

1. A jurisprudência do STJ se posiciona firme no sentido que a revisão das cláusulas contratuais pelo Poder Judiciário é permitida, mormente diante dos princípios da **boa-fé** objetiva, da **função social** dos contratos e do dirigismo contratual, devendo ser **mitigada** a força exorbitante que se atribuía ao princípio do **pacta sunt servanda**. Precedentes.

(...)

6. Agravo regimental não provido.”⁸²

“PROCESSO CIVIL. DIREITO DAS OBRIGAÇÕES. NOVAÇÃO. POSSIBILIDADE DE ANÁLISE DO NEGÓCIO JURÍDICO ANTECEDENTE. **MITIGAÇÃO** DO PRINCÍPIO **PACTA SUNT SERVANDA**. SÚMULA 286 DO STJ. VIOLAÇÃO DO ART. 535 DO CPC CONFIGURADA. RETORNO DOS AUTOS AO TRIBUNAL DE ORIGEM.

(...)

2. A novação, conquanto modalidade de extinção de obrigação em virtude da constituição de nova obrigação substitutiva da originária, não tem o condão de impedir a revisão dos negócios jurídicos antecedentes, máxime diante da **relativização**

⁸¹ Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial 649895 / MS. 2015/0005732-3. Relator: RAUL ARAÚJO. Publicado em 25.5.2015, disponível [online] in https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=201500057323&dt_publicacao=25/05/2015 [10.2.2016]

⁸² Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento 1383974 / SC. 2010/0213363-0. Relator: LUIS FELIPE SALOMÃO. Publicado em 1.2.2012, disponível [online] in https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=201002133630&dt_publicacao=01/02/2012 [10.2.2016]

do princípio do *pacta sunt servanda*, engendrada pela nova concepção do Direito Civil, que impõe o diálogo entre a autonomia privada, a *boa-fé* e a *função social* do contrato. Inteligência da Súmula 286 do STJ.

3. Recurso especial provido para determinar o retorno dos autos ao Tribunal de origem.”⁸³

“AGRAVO REGIMENTAL NO RECURSO ESPECIAL. REVISÃO CONTRATUAL. POSSIBILIDADE. **RELATIVIZAÇÃO DO PRINCÍPIO PACTA SUNT SERVANDA**. COMISSÃO DE PERMANÊNCIA. COBRANÇA. POSSIBILIDADE, DESDE QUE NÃO CUMULADA COM NENHUM OUTRO ENCARGO, SEJA MORATÓRIO OU REMUNERATÓRIO. VALOR DA CONDENAÇÃO E CUSTAS. FIXAÇÃO NA FASE DE CUMPRIMENTO DA SENTENÇA. AGRAVO IMPROVIDO.

1. A revisão dos contratos é possível em razão da **relativização** do princípio *pacta sunt servanda*, para afastar eventuais ilegalidades, ainda que tenha havido quitação ou novação.

(...)

4. Agravo regimental improvido.”⁸⁴

“RESP - CIVIL - LOCAÇÃO - TEORIA DA IMPREVISÃO - O ANTIGO – **PACTA SUNT SERVANDA** - NÃO ENCERRA PRINCIPIO ABSOLUTO. URGE CONJUGA-LO COM A JUSTIÇA. O CONTRATO, ASSIM, PODE SER OBJETO DE REVISÃO. EFICÁCIA DA CLAUSULA REBUS SIC STANTIBUS.”⁸⁵

Há, portanto, uma linha concreta de entendimento do STJ de que as cláusulas e demais estipulações contratuais das partes podem ser revistas pelos julgadores diante do princípio da

⁸³ Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 866343 / MT. 2006/0098174-1. Relator: LUIS FELIPE SALOMÃO. Publicado em 14/06/2011, disponível [online] in https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=200600981741&dt_publicacao=14/06/2011 [10.2.2016]

⁸⁴ Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Recurso Especial 921104 / RS. 2007/0018324-6. Relator: HÉLIO QUAGLIA BARBOSA. Publicado em 4.6.2007, disponível [online] in https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=200700183246&dt_publicacao=04/06/2007 [10.2.2016]

⁸⁵ Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 98673 / SP. 1996/0038483-5. Relator: LUIZ VICENTE CERNICCHIARO. Publicado em 17.3.1997, disponível [online] in https://ww2.stj.jus.br/processo/ita/listarAcordaos?classe=&num_processo=&num_registro=199600384835&dt_publicacao=17/03/1997 [10.2.2016]

boa-fé objetiva, principalmente em casos de clara injustiça ou de violação do princípio em questão.

Como já mencionado no início deste trabalho, diferentemente dos Estados Unidos e de países da União Europeia, não há no Brasil muitas decisões públicas, sejam judiciais ou arbitrais, envolvendo disputas oriundas de cláusulas de *earn-out*, principalmente decisões que analisem com profundidade os potenciais conflitos decorrentes do não atingimento do preço contingente ou outras questões relacionadas.

Cabe aos empresários, aos operadores do direito e demais assessores contábeis e financeiros compreender não apenas a natureza jurídica e os principais elementos e requisitos da cláusula de *earn-out*, mas deve-se ter em mente também os princípios que norteiam as relações contratuais regidas pela lei brasileira e, com isso, saber quais obrigações cujo cumprimento lhes é exigido para que possam evitar disputas judiciais ou arbitrais e, mais ainda, obter decisões favoráveis caso estas ocorram.

A boa-fé objetiva tem força e respaldo legal e jurisprudencial. O sucesso do *earn-out* depende da forma como a cláusula é estruturada no contrato e, principalmente, dos atos que serão praticados por comprador e vendedor após o fechamento da operação. O cuidado e as boas práticas, nesta fase, podem significar a economia de dinheiro e de anos de brigas e desgastes muitas vezes desnecessários.

V. CONCLUSÃO

A expansão das atividades de fusões e aquisições e a realidade brasileira mostram-se favoráveis à utilização da cláusula de *earn-out* em operações de compra e venda de participações societárias e estabelecimento.

A cláusula de *earn-out* tem diversas funções e utilidades. É, principalmente, um meio de conciliar os interesses das partes contratantes e de permitir o atingimento de um acordo quanto ao elemento fundamental do preço. Ainda, traz consigo um racional econômico de incentivo para maximização dos benefícios para as partes que talvez não fossem atingidos sem a pactuação do preço contingente.

No entanto, muitas são as possibilidades de conflitos que podem surgir em decorrência da estipulação do *earn-out* nos contratos de fusões e aquisições. A experiência norte-americana demonstra um número muito alto de casos de insucesso da cláusula, o que se reflete em inúmeros litígios julgados pelas cortes e pelos tribunais arbitrais.

Este trabalho não buscou exaurir o estudo da cláusula de preço contingente e de todas as suas implicações nas diversas áreas do conhecimento. A principal intenção deste trabalho foi demonstrar que não basta conhecer o *earn-out* e querer utilizá-lo em uma operação. Mais ainda, não basta analisar um minutário de cláusulas e utilizar um modelo aparentemente mais robusto ou bem escrito.

O sucesso do *earn-out* e dos fins a que ele se destina depende de uma compreensão ampla do instituto dentro do contexto das regras e princípios que compõem o sistema jurídico brasileiro. Infelizmente, a prática jurídica evidencia que são poucos aqueles – sejam profissionais do direito, empresários ou assessores – que têm essa noção ou mesmo aqueles que entendem a sua real necessidade.

O sucesso do *earn-out* passa, também, pela análise e pela compreensão minuciosa do caso concreto, de todos os elementos que originaram as discussões negociais, dos ativos envolvidos, das partes contratantes e de seus anseios e objetivos específicos, do ramo de negócio envolvido, das condições macro e microeconômicas, dentre outros.

Por isso, tentamos demonstrar neste trabalho que a fórmula do sucesso não está pronta. Não há um tipo ou roupagem única de cláusula de *earn-out*. Enfim, não há um modelo pré-estabelecido capaz de garantir a efetividade e o atingimento dos objetivos do *earn-out* e de evitar os conflitos entre comprador e vendedor.

Espera-se que a leitura deste trabalho contribua para o fim da mera importação da cláusula para os contratos regidos pela lei brasileira. Espera-se que todos os conceitos, elementos e recomendações aqui explicitados ajudem os contratantes – e seus assessores – a verificar se o *earn-out* é a melhor alternativa para aquele negócio. Em sendo, que os ajude a negociar e a estabelecer no contrato uma cláusula de preço contingente que garanta o máximo de efetividade e que realmente propicie o atingimento dos objetivos pretendidos.

É evidente que todas as recomendações dadas neste trabalho devem ser avaliadas e sua aplicabilidade tende a variar a depender de muitos fatores, como, por exemplo, a grandeza do negócio, a sofisticação das partes e de seus assessores e os custos disponíveis para a negociação e implementação dos documentos necessários.

A intenção, no entanto, é demonstrar a todos os leitores, independentemente de quaisquer dos fatores mencionados acima, os problemas, as dificuldades, os riscos, os principais pontos de conflito e as melhores práticas a serem seguidas caso se opte por incluir na operação de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento um *earn-out*.

VII. BIBLIOGRAFIA

ADEL, Robert. *Earn-Outs: Don't Trade a Handshake Today for a Lawsuit Tomorrow*. In: Orange County Business Journal, September 30, 2013.

AKERLOF, George Arthur. *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism*. Disponível [online] in <http://www.jstor.org/pss/1879431> [17.9.2015]

ANCONA LOPEZ, Teresa. *Princípios Contratuais*. In: Fernandes, Wanderley (coord.). *Fundamentos e Princípios dos Contratos Empresariais*. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

APFELROTH, Joshua; HALPER, Jason M.; MILLS III, William P.; SEIDEL, Martin. *Delaware Court Allows Claims For Breach Of Implied Good Faith Covenant In Earn-Out Case*. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing. Disponível [online] in <http://law-articles.vlex.com/vid/493592018> [17.9.2015]

AZEVEDO, Álvaro Villaçã. *Comentários ao Novo Código Civil-Das Várias Espécies de Contrato. Da Compra e Venda*. TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.) Rio de Janeiro: Forense, 2005.

AZEVEDO JÚNIOR, José Osório de. *Compra e Venda, Troca ou Permuta*. In: REALE, Miguel; MARTINS-COSTA, Judith (coord.). *Biblioteca de Direito Civil: Estudos em homenagem ao Professor Miguel Reale*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

BADOUR, David P.; D'SOUZA, Shane. *Earning Earn-Outs: New Decision Affirms The Dangers Of Not Negotiating Objective Measures And Standards In Earn-Out Provisions*. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing. Disponível [online] in <http://ca.vlex.com/vid/earning-earn-outs-new-578954266> [15.9.2015]

BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions*. 3 ed. New York: Foundation Press, 2012.

BERNARDO, Matthew. *Negotiating Earn-Outs: Five Key Questions To Keep In Mind*. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing. Disponível [online] in <http://ca.vlex.com/vid/negotiating-earn-outs-five-564754618> [18.9.2015]

BEVILAQUA, Clovis. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Comentado*. v. I. 3 ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1927.

BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

BRIAN, J. M. Quinn. *Putting your money where your mouth is: The performance of earnouts in corporate acquisitions*. Disponível [online] in http://www.law.gwu.edu/Academics/research_centers/C-LEAF/Documents/Junior%20Faculty%20Workshop%20Papers%202011/Quinn%20Performance%20of%20Earnouts.pdf [15.9.2015]

CARVALHO DE BENEDICTO, Gideon; JERÔNIMO LEITE, Joubert da Silva; PADOVEZE, Clóvis Luís. *Manual de Contabilidade Internacional: IFRS – US Gaap – BR Gaap – Teoria e prática*. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson. *Curso de Direito Civil. Contratos-Teoria Geral e Contratos em Espécie*. 2 ed. Bahia: jusPODIVM, 2012.

COGEN, Doug N.; HEALY, David. *Mergers And Acquisitions Alert: Lazard V. Qinetiq: Important Lessons For Structuring Earn-Outs*. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing. Disponível [online] in <http://law-articles.vlex.com/vid/mergers-and-acquisitions-alert-568916610> [17.9.2015]

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Direito & Economia*. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

COUTO E SILVA, Clovis V. do. *A Obrigação como Processo*. 1 ed. Rio de Janeiro: FGV, 2006.

CRIMMINS, Paul M.; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. *Earn-outs in M&A Transactions: Key Structures and Recent Developments*. In: The M&A Journal. v. 10. n. 10.

DATAR, Srikant M.; FRANKEL, Richard; WOLFSON, Mark. *Earnouts: The effects of the adverse selection and agency costs on acquisition techniques*. In: Journal of Law, Economics & Organization, 17, 2001.

DE PAMPHILIS, Donald M. *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: An integrated approach to process, tools, cases and solutions*. 7 ed. San Diego: Academic Press, 2014.

EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. São Cristóvão: Renovar, 2002.

EPSTEIN, Barry Jay. *Earnout Agreements: Accounting Pitfalls for Buyers and Sellers*, 2007.

FERRANTE, Alfredo. *Indeterminabilidad del precio en el contrato de compraventa y derecho colombiano*. Disponível [online] in http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0120-89422013000200008&lng=en&tlng=en? [15.9.2015]

FRANCO, Vera Helena de Mello. *Contratos-Direito Civil e Empresarial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

FRANKEL, Michael E. S. *Save that deal using earn-outs*. In: Journal of Corporate, Accounting and Finance.

FREUND, James C. *Anatomy of a merger. Strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions*. In: New York: Law Journal Seminars-Press, 1975 (reprinted 2004).

FREWEN, Charles. *Structuring and financing the deal*. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.

GILSON, Ronald J. *Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*. In: The Yale Law Journal. v. 94, n. 2, 1984.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

GONÇALVES, Luiz da Cunha. *Da Compra e Venda no Direito Comercial Brasileiro*. 2 ed. São Paulo: Max Limonad, 1950.

HAMILTON, Angela Humphreys; METCALF, Brian W.; WALTON, Leigh. *Earnouts and other purchase price provisions: practical approaches*. In: American Bar Association – Section of Business Law – 2004 Annual Meeting, 2004.

JANATKA, David A.; SHERMAN, Steven J. *Engineering Earn-Outs To Get Deals Done And Prevent Discord*. In: Mergers & Acquisitions, 1992.

JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antônio. *Negócio Jurídico – Existência, Validade e Eficácia*. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antônio. *(Parecer) Interpretação do contrato pelo exame da vontade contratual. O comportamento das partes posterior à celebração. Interpretação e efeitos do contrato conforme o princípio da boa-fé objetiva. Impossibilidade de venire contra factum proprium e de utilização de dois pesos e duas medidas (tu quoque). Efeitos do contrato e sinalagma. A assunção pelos contratantes de riscos específicos e a impossibilidade de fugir do “programa contratual” estabelecido*. In: *Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2004.

KREB, Kevin D.; WALTON, Leigh. *Purchase Price Adjustments, Earnouts and Other Purchase Price Provisions*. In: American Bar Association – Section of Business Law – 2005 Spring Meeting, 2005.

LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. Vol. 1, 3 ed. Coimbra: Almedina, 2003.

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*. JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antônio (coord.) São Paulo: Saraiva, 2003.

MARTINS, Fran. *Contratos e Obrigações Comerciais – Incluindo os contratos de representação comercial, seguro, arrendamento mercantil (leasing), faturização (factoring), franquia (franchising), know-how e cartões de crédito*. 16 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado – Sistema e Tópica no Processo Obrigacional*. 1 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

MARTINS-COSTA, Judith. *Os Campos Normativos da Boa-fé Objetiva: As Três Perspectivas do Direito Privado Brasileiro*. In JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antônio; TÔRRES, Heleno Taveira.; CARBONE, Paolo (coord.). *Princípios do Novo Código Civil Brasileiro – Homenagem a Tullio Ascarelli*. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha e. *Da Boa Fé no Direito Civil*. Coimbra: Almedina, 2007.

NALIN, Paulo. *Princípios do direito contratual: função social, boa-fé objetiva, equilíbrio, justiça contratual, igualdade*. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (coord.). *Teoria Geral dos Contratos*. São Paulo: Atlas, 2011.

NINO, Serdarević. Earn out, enterprise valuation model – possible solution for less developed capital markets. In: *Transitional Challenges of EU Integration and Globalization – International Conference ICES*, 2008.

PINTO JÚNIOR, Mário. Engler. *Importação de Modelos Contratuais*. Disponível [online] in <http://www.valor.com.br/legislacao/3285322/importacao-de-modelos-contratuais> [3.10.2015]

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcante. *Tratado de Direito Privado – Parte Especial, Tomo XXII*, Vol. 22, 2 ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962.

_____. *Tratado de Direito Privado – Parte Especial, Tomo XXXIX*, Vol. 39, 2 ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962.

POSNER, Eric. *Análise Econômica do Direito Contratual: Sucesso ou Fracasso?*. SALAMA, Bruno Meyerhof (org.). São Paulo, Saraiva, 2010.

POTHIER, Robert Joseph. *Tratado das Obrigações*. São Paulo: Servanda, 2002.

PROST, Alexandra. *Anatomy of a Merger: The causes and effects of mergers and acquisitions*. Prentice-Hall, 1994.

RAICHART, Gary; WEBER, Lynne. *Lessons learned in valuing contingent consideration*. In: Financial Executive, May, 2012.

REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed. *The Art of M&A: A Merger/Acquisition/Buyout Guide*. 3 ed. New York: McGraw-Hill, 1998.

REUER, J. J.; SHENKAR, O.; RAGOZZINO, R. *Mitigating risk in international mergers and acquisitions: the role of contingent payouts*, in Journal of International Business Studies, Vol. 35, 2005.

REUM, R. W.; STEELE, T. A. *Contingency Payouts: a powerful tool in acquisitions*, in STRAGE, M. *Acquisition and Merger Negotiating Strategy*. New York, 1971.

REUM, R. W.; STEELE, T. A. *Contingent payouts cut acquisition risks*. In: Harvard Business Review, 1970.

ROBERTS, M. S. *Earnout Structures*, 2004. Disponível [online] in http://www.mbbi.org/info_resources/Earnout_Presentation2004 [15.9.2015]

RODRIGUES, Silvio. *Direito Civil – Dos Contratos e das Declarações Unilaterais de Vontade*, v. III, 30 ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Coimbra: Almedina, 2009.

ROSENVALD, Nelson. In: PELUSO, Cezar (Coord.). *Código civil comentado: doutrina e jurisprudência*. Barueri: Manole, 2014.

SMITH, Ian. *Financial Techniques for Business Acquisitions and Disposals*. Thorogood, 1998.

SOUZA, Sebastião de. *Da Compra e Venda*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1956.

SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio; AZEVEDO, Paulo Furquim de. *A Economia dos Contratos*. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito & Economia – Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

TOMBOLIS, Glafkos. *Earn-Outs - The Court Fills The Gaps*. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing. Disponível [online] in <http://books-journals.vlex.co.uk/vid/earn-outs-the-court-fills-gaps-359935578> [16.9.2015]

VARELA, João de Matos Antunes. *Das Obrigações em Geral*. Vol. 1, 10 ed. Coimbra: Almedina, 2003.

VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil*. v. III, 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.

WALL, George. *Increased Use of Earn-Outs in Current Economic Environment*. In: Orange County Business Journal: Mergers & Acquisitions Advertising Supplement, August, 24, 2009.

2014 Canadian Private Target M&A Deal Points Study, disponível [online] in http://apps.americanbar.org/buslaw/committees/CL560000/materials/matrends/2014_Canadian_Private_Target.pdf [9.10.2015]

Airborne Health, Inc. and Weil, Gotshal & Manges LLP v. Squid Soap, LP, disponível [online] in <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=130230> [9.10.2015]

American Capital Acquisition Partners v. LPL Holdings, Inc., disponível [online] in <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=200640> [9.10.2015]

Commentary: The Earn-Out Solution. In: Daily Journal of Commerce, 2013. Disponible [online] in <http://daily-journal-commerce.vlex.com/vid/459026150> [16.9.2015]

Dunlap. v. State Farm Fire and Casualty Company, disponible [online] in <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=62920> [10.2.2016]

Earn-out doesn't immunise against business failure. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing, 2012. Disponible [online] in <http://mondaq-business.vlex.com/vid/earn-doesn-immunise-against-failure-363593366> [16.9.2015]

Earn-Out Or Burn Out: Key Issues To Consider. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing, 2009. Disponible [online] in <http://mondaq-business.vlex.com/vid/earn-out-or-burn-key-issues-consider-60411872> [16.9.2015]

Fireman et al v. News America Marketing In-Store, Inc., disponible [online] in <http://ia700407.us.archive.org/10/items/gov.uscourts.mad.99624/gov.uscourts.mad.99624.4.0.pdf> [11.2.2016]

Getting Creative With Earn-Outs. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing, 2004. Disponible [online] in <http://mondaq-business.vlex.com/vid/getting-with-earn-outs-55510515> [17.9.2015]

Hodges et al v. MedAssets Net Revenue Systems, LLC et al, disponible [online] in <https://casetext.com/case/hodges-v-medassets-net-revenue-systems> [11.2.2016]

Horizon Holdings v. Genmar Holdings, Inc, disponible [online] in <https://www.ca10.uscourts.gov/opinions/03/03-3094.pdf> [11.2.2016]

Hydra Stop Inc, et al v. Severn Trent Env Svc, et al, disponible [online] in https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/USCOURTS-ilnd-1_03-cv-04843/pdf/USCOURTS-ilnd-1_03-cv-04843-0.pdf [10.2.2016]

IFRS and US GAAP: similarities and differences, disponível [online] in <http://www.pwc.com/us/en/cfodirect/assets/pdf/accounting-guides/pwc-ifs-us-gaap-similarities-and-differences-2015.pdf> [06.2.2016]

LaPoint, et al. v. AmerisourceBergen Corp., disponível [online] in [http://courts.delaware.gov/opinions/\(agwa154511yo2tnxkh4wtobb\)/download.aspx?ID=118820](http://courts.delaware.gov/opinions/(agwa154511yo2tnxkh4wtobb)/download.aspx?ID=118820) [10.2.2016]

Perspectivas sobre consolidação de mercados – Estratégia de investimentos e o movimento de fusões e aquisições, disponível [online] in <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/finance/relatorio-pesquisa-fusoes-aquisicoes.pdf> [3.10.2015]

Pepperdine Private Capital Markets Project / Capital Markets Report – 2014, disponível [online] in http://bschool.pepperdine.edu/about/people/faculty/appliedresearch/research/pcmsurvey/content/ppcmp_2014_report.pdf [9.10.2015]

PwC projeta recorde de operações, disponível [online] in <http://www.valor.com.br/empresas/4110178/pwc-projeta-recorde-de-operacoes> [3.10.2015]

Recent Delaware Case Highlights Common Pitfalls to Avoid With Earn-Out Provisions. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing, 2010. Disponível [online] in <http://mondaq-business.vlex.com/vid/delaware-pitfalls-avoid-earn-provisions-74620827> [16.9.2015]

Recent UK Case Law In Relation To Earn-Outs. In: Books and Journals: Mondaq Business Briefing, 2012. Disponível [online] in <http://mondaq-business.vlex.com/vid/recent-case-law-in-relation-earn-outs-351741666> [16.9.2015]

Rubin Squared, Inc. v. Cambrex Corporation, disponível [online] in <https://casetext.com/case/rubin-squared> [11.2.2016]

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Acórdão na Apelação nº 0125493-61.2012.8.26.0100. Relator: ALVES DE OLIVEIRA, Luciana Novakoski Ferreira. Publicado

no DJ de São Paulo de 15.8.2012, p. 76, disponível [online] in <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6240760&cdForo=0> [9.10.2015]

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Acórdão em Agravo de Instrumento nº 0125493-61.2012.8.26.0100. Relator: BISOGNI, Lígia Araújo. Publicado no DJ de São Paulo de 17.10.2013, p. 328, disponível [online] in <http://www.jusbrasil.com.br/diarios/60451333/djsp-judicial-2a-instancia-17-10-2013-pg-328> [9.10.2015]

Sonoran Scanners, Inc. v. PerkinElmer, Inc., disponível [online] in <http://media.ca1.uscourts.gov/pdf/opinions/09-1089P-01A.pdf> [10.10.2015]

Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial 649895 / MS. 2015/0005732-3. Relator: RAUL ARAÚJO. Publicado em 25.5.2015, disponível [online] in https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=201500057323&dt_publicacao=25/05/2015 [10.2.2016]

Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento 1383974 / SC. 2010/0213363-0. Relator: LUIS FELIPE SALOMÃO. Publicado em 1.2.2012, disponível [online] in https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=201002133630&dt_publicacao=01/02/2012 [10.2.2016]

Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 866343 / MT. 2006/0098174-1. Relator: LUIS FELIPE SALOMÃO. Publicado em 14/06/2011, disponível [online] in https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=200600981741&dt_publicacao=14/06/2011 [10.2.2016]

Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Recurso Especial 921104 / RS. 2007/0018324-6. Relator: HÉLIO QUAGLIA BARBOSA. Publicado em 4.6.2007, disponível [online] in https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/inteiroteor/?num_registro=200700183246&dt_publicacao=04/06/2007 [10.2.2016]

Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 98673 / SP. 1996/0038483-5. Relator: LUIZ VICENTE CERNICCHIARO. Publicado em 17.3.1997, disponível [online] in https://ww2.stj.jus.br/processo/ita/listarAcordaos?classe=&num_processo=&num_registro=199600384835&dt_publicacao=17/03/1997 [10.2.2016]

The M&A Jurisprudence Subcommittee, Negotiated Acquisitions Committee, American Bar Association Section of Business Law, Annual Survey of Judicial Developments Pertaining to Mergers and Acquisitions, Bus. Law, 2014. Disponível [online] in <http://www.mofo.com/~media/Files/Articles/1402AnnualSurveyofJudicialDevelopments.pdf> [15.9.2015]

Winshall v. Viacom International, Inc., disponível [online] in <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=195810> [10.10.2015]