

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO**

Luciano Zordan Piva

O *EARN-OUT* NA COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS

**Porto Alegre
2018**

LUCIANO ZORDAN PIVA

O *EARN-OUT* NA COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Direito pelo Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Gerson Luiz Carlos Branco

Porto Alegre
2018

LUCIANO ZORDAN PIVA

O *EARN-OUT* NA COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Direito pelo Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

BANCA EXAMINADORA:

Professor Doutor Gerson Luiz Carlos Branco
Orientador

Professor Doutor Francisco Satiro de Souza Junior

Professor Doutor Luis Renato Ferreira da Silva

Professor Doutor Fabiano Menke

AGRADECIMENTOS

Pensar é agradecer. As principais reflexões encontradas nesta Dissertação são frutos da troca de ideias com duas pessoas indispensáveis para o desenvolvimento desta pesquisa: o Professor Gerson Branco, mais que orientador acadêmico, amigo e mentor no mundo jurídico; e a Julia Pagnoncelli, companheira para todas as horas, cujo raciocínio jurídico e inteligência fomentaram debates que vão além destas linhas.

Aprender é conviver. Aos meus pais, Walquíria Zordan Piva e Inacir Antonio Piva, e ao meu irmão, Gustavo Zordan Piva, por terem construído a base que torna todos os nossos sonhos possíveis.

Escrever é caminhar. Ao amigo, Gustavo Sanseverino, por sua disposição e energia para ajudar e por mostrar, através do exemplo, que há sempre um melhor caminho em frente. Aos amigos, Eduardo Kowarick Halperin e Rodrigo Fürh de Oliveira, que acompanharam o desenvolvimento e apoiaram este trabalho desde o início.

Estudar é compartilhar. Aos colegas do Grupo de Estudos em M&A e do Núcleo de Estudos em Direito Empresarial e Falimentar, grupos organizados pelos alunos da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, onde o debate de ideias ainda é possível e alimentado pela crítica e pelo estudo.

“The acquisition area is so complex that the learning process never really runs its course.”.

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

RESUMO

PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na Compra e Venda de Participações Societárias*. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, RS, Porto Alegre, 2018.

Este trabalho tem como objetivo analisar o *earn-out* nos contratos de compra e venda de participações societárias. Em específico, esse mecanismo é estudado na sua perspectiva prática e teórica a fim de compreender a sua função e causa, tendo em vista a sua execução no Direito brasileiro. O interesse pelo *earn-out* justifica-se diante o seu crescente uso em operações de fusões e aquisições na prática negocial brasileira. Esse recente movimento, por um lado, demonstra a grande utilidade do *earn-out* como instrumento para aproximar as expectativas das partes quanto ao valor correspondente ao preço da empresa-alvo; por outro lado, a utilização inadequada e não adaptada ao Ordenamento revela que o *earn-out* pode ser um mecanismo indesejado, diante do seu grande potencial de litigiosidade. Nesse contexto, duas foram as perspectivas abordadas no trabalho: a uma, analisa-se o ambiente em que inserto o *earn-out*, sendo que para cumprir com esse objetivo estuda-se, por um lado, a compra e venda de empresas como um processo e, por outro, as peculiaridades do contrato de compra e venda de participações societárias; a duas, analisa-se o *earn-out* “aplicado”, isto é, as motivações práticas para utilizar o mecanismo, bem como os melhores mercados em que sua utilização é recomendável. Em decorrência dessas perspectivas, a análise do *earn-out* demonstra sua grande utilidade e eficiência para as partes vendedora e compradora de participações societárias que não chegam a um consenso sobre o preço do objeto do contrato de compra e venda. Contudo, verifica-se que a sua aplicação pode causar problemas de ordem contratual e societária, especialmente quando uma das consequências do mecanismo é manter o vendedor na empresa-alvo para o atingimento das metas do *earn-out*. Diante dos problemas verificados no âmbito da prática estadunidense e no Brasil, a parte final do trabalho enfrenta as questões que envolvem a execução do *earn-out* e as dificuldades para a verificação das condições ajustadas pelas partes como metas. Nesse sentido, são estudadas a posição das partes antes e depois da operação, assim como a potencial violação a deveres fiduciários pelos administradores da sociedade-alvo. Ao final, apresentam-se possíveis soluções no âmbito da prática contratual para evitar que a utilização do *earn-out* seja problemática, e, quando os conflitos já foram instaurados, analisa-se a aplicação de regras interpretativas ao *earn-out* no Direito brasileiro.

Palavras-chave: *Earn-out*. Compra e venda de participações societárias. Deveres fiduciários. Interpretação contratual. Princípio da Boa-fé.

ABSTRACT

PIVA, Luciano Zordan. *The Earn-Out in Stock Purchase Agreements*. 2018. Masters Thesis (Master of Laws) – Federal University of Rio Grande do Sul Faculty of Law, Postgraduate Law degree. Porto Alegre, 2018.

This essay deals with the earn-out in stock purchase agreements. Specifically, the objective is to understand the mechanism, its function and *causa*, regarding its enforcement in the Brazilian Law. The reason to study the earn-out is justified by its increasingly use in the Brazilian market, which brings two consequences: by one side, it is clear that the earn-out is useful as an instrument to match the expectations of the parties concerning the value that represents the price of the target; on the other hand, the improper and inappropriate use of the earn-out in the Brazilian legal system may turn the mechanism into an unwanted clause, due to its great potential of lawsuits and legal conflicts. In this sense, two perspectives were approached in this research: first, it is analyzed the context in which the earn-out is utilized, for that matter it is studied the mergers and acquisitions as a whole, and the particularities of the stock purchase agreement; second, it is analyzed what is the earn-out as a clause, its legal nature and framework, function and *causa*, and motivations to use the mechanism, as well as the best markets in which its use is recommended. As an outcome, the results founded are that, although the earn-out may be a useful and efficient tool for the parties, its enforcement could cause contractual and corporate legal problems, since one of the main features of the mechanism is to maintain the seller working for the target in order to achieve the goals agreed as precedent conditions of the earn-out. Considering the problems that arise from the American and, in some cases, Brazilian practice the last part of the essay deals with questions that involve the enforcement of the earn-out and the difficulties to verify the precedent conditions agreed by the parties as goals. In order to achieve this objective, it is studied the position of the parties before and after the deal, as well the possibility of breach of the fiduciary duties by the board and directors of the target; consequently, the intention is to solve the conflicts using the contractual interpretation of the contracts concluded between business and corporate affairs and its repercussions to the stock purchase agreements. In the end of this paper, it is presented possible solutions to avoid the problematic use of the earn-out; however, when the conflicts are already set by the parties, it is pondered about the interpretation of the earn-out in the Brazilian Law.

Keywords: Earn-out. Stock purchase agreement. Fiduciary duties. Contractual interpretation. Implied covenant of good faith.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
1. O <i>EARN-OUT</i> NA COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS	24
1.1. A OPERAÇÃO DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS COMO PROCESSO	24
1.1.1. A compra e venda de participações societárias e seu vínculo com o <i>earn-out</i>	34
1.1.2. Elementos essenciais do contrato: empresários, participações societárias e preço.....	36
1.1.3. Mecanismos de ajuste e de determinação contingente do preço	44
1.2. A NATUREZA JURÍDICA DO <i>EARN-OUT</i>	51
1.2.1. A origem e funcionalidade do <i>earn-out</i>	52
1.2.2. Motivações e mercados para utilização do <i>earn-out</i>	72
1.2.3. Cuidados necessários na elaboração do <i>earn-out</i>	76
2. EXECUÇÃO DO <i>EARN-OUT</i>: CONFLITOS E INTERPRETAÇÃO	88
2.1. FORMAS DE EXECUÇÃO E CONFLITOS DECORRENTES DO <i>EARN-OUT</i>	90
2.1.1. Modelos negociais para execução do <i>earn-out</i> e garantias para o seu pagamento	91
2.1.2. As posições do vendedor e do comprador na empresa-alvo e os deveres fiduciários dos administradores e controladores.	101
2.1.3. Conflitos na execução do <i>earn-out</i> : atingimento ou não das metas	108
2.2. INTERPRETAÇÃO DO <i>EARN-OUT</i> E SUA ADAPTAÇÃO AO DIREITO SOCIETÁRIO E CONTRATUAL	130
2.2.1. Incidência das normas interpretativas a casos envolvendo o <i>earn-out</i>	134
2.2.2. A interpretação do <i>earn-out</i> à luz do princípio da boa-fé	141
2.2.3. A distribuição dos riscos na compra e venda de participações societárias e sua limitação pela função social do contrato	152
CONCLUSÃO	162
REFERÊNCIAS	168

INTRODUÇÃO

Para ALLAN KLEIN, diretor financeiro da companhia aberta *Brajdas Corp.*, a aquisição da *Cypress Eletronics*, uma empresa¹ de distribuição de componentes eletrônicos, era uma operação importante e estratégica para diversificar o portfólio da companhia². Para ED KRAMAR e seus sócios, empresários³ e fundadores da *Cypress*, a venda da empresa representaria a coroação de um trabalho de cinco anos com a recuperação do investimento inicial e possibilidade de pagamento do empréstimo tomado para a expansão do negócio.

Contudo, apesar das grandes expectativas e dos interesses com relação ao fechamento da operação, um impasse sem perspectiva de solução entre as partes resistia às

¹ Por conta das diversas referências neste trabalho à palavra “empresa”, e tendo em vista a pluralidade de noções a respeito do seu conceito, considera-se o vocábulo “empresa” em diferentes perspectivas. Nesse sentido, utiliza-se o vocábulo “empresa” na perspectiva da “atividade de empresa”, como destaca ASCARELLI, Tullio. “O empresário”. *Revista de Direito Mercantil*, n. 109, 1998, p. 185. Tradução de Fábio Konder Comparato. Ainda, considera-se “empresa” na perspectiva de “centro de imputação”, em que as participações societárias representam partes (como “pacotes”) de direitos, deveres e obrigações, lição essa oriunda de BULGARELLI, Waldírio. “Perspectivas da empresa perante o direito comercial”. *Estudos e Pareceres de Direito Empresarial (O direito das empresas)*. São Paulo: RT, 1980, p. 57. Considera-se também “empresa” na perspectiva de “feixe de contratos” destinados à criação da riqueza pela produção de bens ou de serviços mediante atividade organizada dos fatores de produção, concepção baseada na obra de COASE, Ronald. The nature of the firm. *Economica*, New Series, Vol. 4, n. 16, nov./1937, pp. 386-405. Todas essas noções estão reunidas em face do conceito adotado no Direito brasileiro a partir dos estudos de MACHADO, Sylvio Marcondes. *Problemas de Direito Mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1970, pp. 136 e 137: “O conceito econômico de empresa – como organização dos fatores de produção de bens ou de serviços, para o mercado, coordenada pelo empresário, que lhe assume os resultados – tem sido fonte de contínua discussão sobre a natureza jurídica da empresa, entre os autores que já não consideram suficiente a lição de *Vivante*, aliás consagrada na doutrina brasileira, de que ‘o direito faz seu aquêle conceito econômico’. (...) “Segundo esclareceu *Asquini* – apresentando o fenômeno econômico de empresa, perante o direito, aspectos diversos, não deve o intérprete operar com o preconceito de que ele caiba, forçosamente, num esquema jurídico unitário, de vez que empresa é conceito de um fenômeno econômico poliédrico, que assume, sob o aspecto jurídico, em relação aos diferentes elementos nêle concorrentes, não um, mas diversos perfis: *subjetivo*, como empresário, *funcional*, como atividade; *objetivo*, como patrimônio; *corporativo*, como instituição.”.

² Os fatos relativos ao caso foram extraídos e adaptados de duas notícias de jornais disponíveis na internet: APPLGATE, Jane. Earnout Sale Keeps Continuity And Saves Cash. *The Seattle Times*, November 10, 1990. Disponível em: <<http://community.seattletimes.nwsources.com/archive/?date=19901110&slug=1103331>>. Acesso em: 1 maio 2017; e FRASER, Jill Andresky. Using Earn-out Agreements. *INC*, Outubro de 1991. Disponível em <<https://www.inc.com/magazine/19911001/4908.html>>. Acesso em: 1 maio 2017.

³ Empresário é usado neste trabalho com o sentido atribuído por ASQUINI como sendo o perfil subjetivo da empresa, o titular do estabelecimento e aquele que desenvolve a atividade econômica. Sobre a distinção, v. ASQUINI, Alberto. “Profili dell’impresa”. In: *Rivista del Diritto Commerciale*, 1943, v. 41, I. Traduzido por Fábio Konder Comparato. In: *Revista de Direito Mercantil*, ano XXXV, n. 104, out.dez/1996, p. 108-126. No mesmo sentido, o Professor ERASMO VALLADÃO resume a ideia central do texto, considerando o Direito brasileiro, em uma frase: para o Código Civil de 2002, “empresário é aquele que exerce a empresa através do estabelecimento”. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. “Empresa, empresário e estabelecimento. A nova disciplina das sociedades”. In: *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 513.

sucessivas rodadas de negociação: o preço do contrato de compra e venda. Enquanto a oferta dos compradores, baseada na avaliação a partir do histórico financeiro da empresa-alvo, não passava dos quatro milhões de dólares, os vendedores acreditavam que, tendo em vista o crescimento potencial da *Cypress*, em apenas cinco anos após a operação, as vendas anuais superariam os cinquenta milhões de dólares.

Tendo em vista a significativa diferença entre as propostas, as partes temiam que, apesar do interesse de ambas com a conclusão da operação, essa seria mais uma negociação frustrada de compra e venda de empresa⁴. Diante desse problema, como resolver essa situação?

Na prática, o impasse com relação ao preço pode levar, por um lado, ao encerramento das tratativas ou, por outro, à busca de instrumentos negociais que aproximem as expectativas do vendedor e do comprador. É precisamente neste último cenário que este trabalho está contextualizado. Para melhor descrever esse contexto, imagine-se outro exemplo semelhante ao caso acima narrado.

Um empresário demonstra interesse em comprar uma empresa que desenvolve atividades de alta tecnologia para um setor específico do mercado. Como o negócio ainda está em desenvolvimento, a empresa não é avaliada por um valor muito elevado pelo comprador-interessado.

O futuro vendedor, que não pensa em se desfazer da sua empresa, não aceita o valor oferecido a título de preço pelo comprador, pois entende que a empresa tem potencial e crescerá ainda muito mais a partir dos seus esforços. Por sua vez, em razão da natureza da atividade desenvolvida pela empresa-alvo, o empresário-comprador concorda ser muito mais vantajoso ter o empreendedor-vendedor no comando das atividades operacionais devido ao seu *know-how* que agrega o valor da empresa em marcha.

As partes, assim, procuram um mecanismo capaz de manter o efeito do contrato de compra e venda de participações societárias, transferindo as participações para o comprador,

⁴ Reconhece-se que a causa de muitas operações de fusões e aquisições não ocorrerem é a falta de informações e, talvez mais ainda, a incapacidade dos agentes em acessá-las e utilizá-las de modo útil e eficaz. Embora a noção de assimetria de informação seja subjacente e anterior ao problema das expectativas divergentes das partes com relação ao preço do contrato, não serão enfrentadas a fundo nesta pesquisa os seus desdobramentos econômicos ou psicológicos. Sobre o tema, v. STIGLITZ, Joseph. Information and the Change in the Paradigm of Economics. *Nobel Prize Lecture*. Stockholm: The Nobel Foundation, 2001. Disponível em: <http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2001/Stiglitz-lecture.html>. Acesso em 06 nov. 2017.

mas de forma que o vendedor possa permanecer na empresa com o objetivo de fazê-la atingir certas metas de crescimento financeiro, estratégico ou operacional, objetivando-se alcançar um preço mais justo pelas participações societárias.

Para os casos acima narrados, inspirados na realidade dos negócios de fusões e aquisições, o *earn-out*⁵ sobressai-se como um mecanismo e instrumento contratual fortemente indicado.

Isso porque, cada vez mais, o *earn-out* é utilizado na prática negocial brasileira⁶ como instrumento para aproximar as expectativas das partes em operações de compra e venda de empresas, permitindo a continuidade das negociações e até mesmo o fechamento das operações a partir do alinhamento das propostas sobre o preço com a realidade da empresa em atividade. Por essa razão, uma das principais funções do *earn-out* é trazer dados objetivos para um ambiente marcado pela subjetividade, isto é, a avaliação do valor de uma empresa⁷.

⁵ Na literatura norte-americana, encontra-se duas grafias possíveis: *earn-out* e *earnout*. Optou-se neste trabalho por empregar a primeira grafia devido à utilização da expressão hifenizada pela jurisprudência brasileira, notadamente no Tribunal de Justiça de São Paulo, único Tribunal brasileiro onde se encontrou decisões envolvendo o *earn-out* e pela forma de veiculação das notícias referentes ao tema na mídia e em artigos jurídicos. Na prática negocial, os contratos de compra e venda de empresas celebrados entre particulares também se referem ao *earn-out* na forma aqui utilizada.

⁶ De forma cada vez mais frequente, a reiterada utilização do *earn-out* em operações de compra e venda de empresas no Brasil também constitui um motivo para a realização deste estudo, conforme se percebe das notícias veiculadas na mídia: “CVC compra Visual Turismo por até R\$85 milhões. Principais termos da aquisição: compra de 100% da participação; preço base de R\$67,9 milhões; *earn-out* de 4 anos de até R\$17 milhões com base em Receita e EBITDA; Afonso Gomes Louro, fundador e principal executivo, continuará como Diretor Geral.”. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2017/11/cvc-compra-visual-turismo-por-ate-r-85-milhoes.html>>. Acesso em 01.12.2017. Da mesma forma, a seguinte notícia: “Anima Educação compra mineira Alis por R\$46 milhões. Estrutura da transação: Compra de 100% das quotas da FACEB; manutenção do contrato de longo prazo de locação do campus; entrada de R\$20 milhões no fechamento da operação; R\$26 milhões em 10 parcelas anuais, corrigidas pela cesta de índices da inflação; Até R\$8 milhões de *earn-out*; gatilho de EBITDA na operação de Bom Despacho; desembolso entre 2018 e 2023; metas: novas operações ao menos de 4 praças; credenciamento de centro Universitário e EAD.”. Disponível em: <<http://fusoesaquisicoes.blogspot.com.br/2016/06/anima-educacao-compra-mineira-alis-por.html>>. Acesso em: 01.12.2017.

⁷ ALMEIDA, Ricardo José de. “Avaliação e decisões de investimento”. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 47: “Uma avaliação é subjetiva e dependente das expectativas da equipe de avaliadores, que chegam a um consenso, atribuindo peso para suas estimativas, e determinam um valor para um negócio.”. Na prática, a subjetividade na avaliação de empresas acarreta variações decorrentes do método escolhido e da perspectiva da parte que estiver envolvida no processo de avaliação, segundo SILVA, Lucila. *O Valor Justo em Incorporação de Sociedades Controladas*. São Paulo: Almedina, 2011, p. 54: “Considerando, pois, que a avaliação de uma companhia parte de pressupostos subjetivos, é natural notar variações decorrentes do método escolhido e da perspectiva da parte que estiver envolvida no processo de avaliação. É possível, por exemplo, que a administração tenha uma visão pessimista do negócio da companhia, enquanto um determinado comprador dessa mesma companhia tenha uma visão mais positiva, assim como o próprio mercado de capitais tenha tirado conclusões completamente diferentes para a mesma companhia.”

Em linhas gerais, o *earn-out*, também conhecido como cláusula de determinação contingente do preço ou simplesmente “preço contingente”⁸, tem como objetivo alinhar as expectativas das partes quanto ao valor da empresa a ser vendida, trazendo para a verificação do preço dados objetivos correspondentes à realidade das atividades da empresa. Para cumprir com esse propósito, o mecanismo estabelece que parte do preço do contrato de compra e venda ficará condicionada ao atingimento pela empresa vendida de certas metas (financeiras, estratégicas ou operacionais).

Metodologicamente, duas escolhas convergiram para o estudo do *earn-out*. A primeira refere-se à análise de um mecanismo relacionado ao preço e comum às operações envolvendo os contratos de compra e venda de participações societárias⁹. Essa opção justifica-se diante da possibilidade de inclusão do *earn-out* tanto em aquisições de participações majoritárias quanto minoritárias, o que aumenta o leque de estudo quanto aos problemas societários oriundos dos mecanismos que atingem o preço¹⁰. A segunda escolha foi realizar o recorte do *earn-out* como objeto de estudo para discorrer sobre o tema da interpretação dos contratos inseridos em relações empresariais.

Nesse sentido, inicialmente, a reflexão sobre o *earn-out* acarreta questionamentos no âmbito dos contratos de compra e venda. Sendo assim, a pergunta subjacente à pesquisa é a seguinte: existe alguma razão pela qual, em praticamente todos os ordenamentos jurídicos, a estrutura do contrato de compra e venda seja praticamente a mesma, partes capazes, com

⁸ A expressão “preço contingente” pode ser observada em alguns contratos, conforme se percebe da leitura das atas de companhias publicadas no Diário Oficial e de acesso pela Internet: “O valor total indicativo do negócio está sujeito a ajustes com base no EBITDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização), dívida líquida e no capital de giro da Check In, todos a serem verificados na data de fechamento; e (b) até R\$114.000.000,00 (cento e quatorze milhões de reais), como preço contingente, observado o atingimento de metas futuras de crescimento de lucro líquido e de reservas de serviços turísticos operados pela Check In e suas subsidiárias entre 2017 e 2020 e demais condições previstas no Contrato de Compra e Venda. O executivo Luís Paulo Luppa de Oliveira Couto (‘Luppa’) permanecerá como Diretor Presidente e acionista minoritário da Check In.”. *Diário Oficial do Estado de São Paulo (DOSP)*, de 05 de maio de 2017, página 32 da Parte Empresarial. Disponível em: <<https://www.jusbrasil.com.br/diarios/145405272/dosp-empresarial-05-05-2017-pg-32>>. Acesso em: 02.12.17.

⁹ BUSCHINELLI contextualiza a compra e venda de participações societárias, embora seja regida a partir do direito dos contratos, “tendo por objeto participações societárias, porém, constitui um contrato específico, que não pode ser compreendido adequadamente sem a perspectiva societária”. BUSCHINELLI, Gabriel S. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle. Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da USP*. Orientador: Eduardo Secchi Munhoz. São Paulo, 2017.

¹⁰ A doutrina define participações societárias como o “conjunto dos direitos e obrigações de uma posição jurídica de sócio, ou parte do contrato de sociedade”. PEDREIRA, José L. Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. “Ação como participação societária”. In: PEDREIRA, José L. Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo (org.). *Direito das Companhias*, v.1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 215-274, p. 215.

interesses contrapostos de comprar e vender, que chegam a um consenso quanto ao objeto e ao preço¹¹?

Embora este trabalho não seja especificamente sobre a natureza do contrato de compra e venda¹², a resposta para essa pergunta acarreta reflexões sobre um problema intrínseco à natureza humana no que tange às relações onerosas de troca que ocorrem diariamente na sociedade: havendo consenso das partes quanto ao objeto e suas qualidades, a grande dúvida para a conclusão do negócio, inevitavelmente, é o valor a ser pago a título do *preço* do contrato.

Em outras palavras, enquanto os elementos partes capazes, com interesses contrapostos de comprar e vender não são fontes de grandes controvérsias nas negociações envolvendo operações econômicas em uma sociedade de mercado, o preço, ao lado do objeto e de suas qualidades, é geralmente o elemento de consenso mais difícil entre as partes de um contrato de compra e venda de empresas.

Acrescente-se neste cenário o contexto do avançado desenvolvimento do modelo capitalista e do aumento da complexidade das negociações e operações econômicas, o que torna ainda mais complicado saber exatamente qual é o *preço* a ser pago por determinado ativo¹³. Nesse sentido, à medida que a operação ganha complexidade, o consenso quanto ao

¹¹ No Código Civil brasileiro, por exemplo, no art. 481, *in verbis*: “Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro”. Semelhantes disposições estão presentes no Código Civil espanhol (“Artículo 1445. Por el contrato de compra y venta uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente”), Código Civil italiano (“Art. 1470. Nozione. La vendita è il contratto che ha per oggetto il trasferimento della proprietà di una cosa o il trasferimento di un altro diritto verso il corrispettivo di un prezzo.”) e no Código Civil português (“ARTIGO 874º [Noção] Compra e venda é o contrato pelo qual se transmite a propriedade de uma coisa, ou outro direito, mediante um preço.”). Mesmo na *common law*, o *Uniform Commercial Code* dispõe na seção 2-106: “(1) In this Article unless the context otherwise requires “contract” and “agreement” are limited to those relating to the present or future sale of goods. “Contract for sale” includes both a present sale of goods and a contract to sell goods at a future time. A “sale” consists in the passing of title from the seller to the buyer for a price (Section 2-401). A “present sale” means a sale which is accomplished by the making of the contract.” (*frisamos*).

¹² O assunto foi tratado em PIVA, Luciano Zordan. “The historical development of the purchase agreement in a comparative analysis”. *Revista de Direito Empresarial*, Belo Horizonte, ano 13, n. 2, pp. 143-160, maio/ago. 2016.

¹³ A reflexão neste ponto é de ordem econômica e não jurídica, isto é, não se está fazendo referência ao *preço justo* dos bens que, conforme narrado por JAMES GORDLEY, tem raízes nos textos aristotélicos, tendo sido objeto de “remédios” pelos Romanos para o seu devido ajuste e, posteriormente, matéria objeto de comentário por Glosadores como Baldo e Acúrsio. GORDLEY, James. *The Philosophical Origins of Modern Contract Doctrine*. New York: Oxford, 1991, p. 65. Referindo-se ao sentido econômico e à busca do valor da empresa como “ativo”, v. ALMEIDA, Ricardo José de. “Avaliação e decisões de investimento”. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, pp. 45-71.

preço vai se tornando cada vez mais distante entre as partes, dificultando a conclusão das negociações.

Por essas razões, o período das tratativas para a formação de um contrato de compra e venda de empresas pode durar meses ou até mesmo anos¹⁴. Igualmente, é pela dificuldade em encontrar o ponto de convergência com relação a um determinado valor que as principais inovações nessas espécies de contratos são destinadas a aproximar os interesses dos vendedores e dos credores com relação ao preço da empresa, ainda que o seu valor seja tão complexo de se descobrir¹⁵.

Diante dessas circunstâncias, a prática negocial brasileira de fusões e aquisições começou, paulatinamente, a reproduzir cláusulas de ajuste de preço utilizadas nas operações de Mergers & Acquisitions (M&A)¹⁶ norte-americanas, tendo como uma das finalidades alinhar as expectativas de compradores e vendedores quanto ao preço do contrato em processos de compra e venda de empresas¹⁷.

¹⁴ A referência à compra e venda tem como objetivo demonstrar que será analisado o contrato celebrado entre as partes. Ademais, ainda que a expressão seja mais comum em matéria de contratos sobre ações, enquanto que no âmbito das transferências de quotas de sociedades limitadas utilize-se em geral o termo cessão, a escolha do título representa a posição de que “o contrato de compra e venda pode estar na base tanto da transferência da propriedade sobre ações quanto sobre quotas”. No mesmo sentido, BUSCHINELLI, Gabriel S. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle. Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da USP*. Orientador: Eduardo Secchi Munhoz. São Paulo, 2017, p. 16, cuja complementação a respeito da expressão “participações societárias” também é aqui adotada: “A expressão ‘participações societárias’ é consagrada na legislação para aludir, como gênero, tanto a ações quanto a notas de outros tipos societários (Decreto-Lei n. 1.510/1976, art. 1º, *revogado*; Lei n. 7.713/1998, art. 16, §4º; LSA, art. 184-A)”.

¹⁵ ASWATH DAMODARAN, em sua vasta obra sobre *valuation*, relembra a ironia de OSCAR WILDE para explicar a complexidade da busca por um valor da empresa, elemento que pode não se confundir com o seu preço: “It was Oscar Wilde who described a cynic as one who ‘knows the price of everything, but the value of nothing’”. DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, 1995, p. 01. Deve-se, contudo, ressaltar que não é o objetivo deste trabalho apresentar as formas de avaliação de empresas, tampouco as diferenças entre avaliação do preço de uma empresa para venda e avaliação de potencial crescimento de uma empresa, na linha do livro de DAMODARAN. A menção ao livro deste autor relaciona-se com a fonte dos problemas os quais as cláusulas que interferem no preço pretendem solucionar.

¹⁶ “The term mergers and acquisitions, or ‘M&A’, refers generally to a number of different types of transactions, including mergers, asset acquisitions and stock purchases”. (...) “The mergers and acquisitions (‘M&A’) process describes the methods and arrangements by which a prospective buyer and seller consummate the purchase and sale of a company”. FRANKLE, Diane H.; LANDSMAN, Stephen A.; GREENE, Jeffrey J. *The Mergers and Acquisitions Handbook: a practical guide to negotiated transactions*. 1a ed. New York: Bowne & Co, 2007, p. 01.

¹⁷ Observa-se nesse parágrafo três expressões utilizadas para representar fenômenos semelhantes: *fusões e aquisições*; *Mergers and Acquisitions (M&A)*; *compra e venda de empresas*. A essas pode-se acrescentar ainda as expressões *aquisição de empresas* e *operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento*. Em linhas gerais, “fusões e aquisições” representa a versão brasileira da difundida expressão em língua inglesa *Mergers and Acquisitions*. Esses fenômenos dizem respeito a transformações societárias, geralmente envolvendo uma ou mais empresas, a partir de contratos, tais como a *compra e venda de ações ou a cessão de quotas, compra e venda de bens e ativos de uma empresa e fusões ou incorporações*. Neste trabalho,

Como se percebe da sua denominação, o *earn-out* é instrumento oriundo da prática norte-americana. Por essa razão, ao longo do trabalho, serão referidas principalmente decisões do Direito estadunidense, especialmente pela relevância fática dos casos analisados, pois, com relação ao reduzido número de decisões encontrado no Direito brasileiro, não se tem acesso ao substrato fático em razão da confidencialidade das decisões arbitrais.

O resultado da importação de instrumentos contratuais estrangeiros para a prática negocial brasileira é que diversos mecanismos conhecidos como “cláusulas de ajuste ou revisão do preço” e “cláusulas de determinação variável ou contingente do preço” passaram a ser cada vez mais frequentes nos contratos de compra e venda de empresas celebrados no Brasil¹⁸. Apenas a título de exemplo, pois essas cláusulas serão analisadas em momento oportuno neste trabalho, são mecanismos de ajuste ou revisão do preço a cláusula conhecida como “*cash free e debt free*”, a cláusula de capital de giro (ou *net working capital clause*), e o mecanismo denominado de *locked box*; das cláusulas de determinação variável ou contingente do preço, são mais utilizados os mecanismos denominados de *clawback* e, justamente, o *earn-out*.

Quando realizada aos moldes de um “transplante adaptativo”¹⁹, essa importação de institutos jurídicos e mecanismos práticos demonstra-se benéfica, pois contribui para que o Direito progrida, trazendo para o Ordenamento instrumentos que tem sua utilidade testada e funcionalidade prática comprovada em outros sistemas. Contudo, a importação desses mecanismos pode representar simplesmente uma *justaposição* de modelos jurídicos de outro

será utilizada a terminologia *contrato de compra e venda* ou *de aquisição de participações societárias* com o objetivo de realçar o fenômeno contratual e uma das modalidades de aquisição de empresas. Nesse sentido, v. MONTEIRO, Antonio Pinto; PINTO, Paulo Mota. “Compra e Venda de Empresa: a venda de participações sociais como venda de empresa (*share deal*)”. *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Jorge de Figueiredo Dias*, Coimbra Editora, pp. 685-728. Com mais detalhes sobre a utilização da expressão “compra e venda de participações societárias”, v. BUSCHINELLI, Gabriel S. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle. Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da USP*. Orientador: Eduardo Secchi Munhoz. São Paulo, 2017, especialmente nas páginas 65-75.

¹⁸ A riqueza e complexidade da área de aquisições de empresas, a qual inclui variações constantes na aplicação do Direito, torna-a constantemente *desafiadora*. Nas palavras de WILLIAM J. CARNEY, “one practicing in the area must realize that learning is a lifelong activity”. CARNEY, William J. *Mergers and Acquisitions: the essentials*. New York: Aspen Publishers, 2009, p. xxii. A característica de “internacionalização” dos institutos do Direito Comercial foi também notada por TULLIO ASCARELLI: “Foi assim, desde a sua origem, o direito comercial, elaborando, em contraposição ao direito comum, institutos que, posteriormente, passaram para êste, alcançando uma aplicação geral.” ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947, p. 27.

¹⁹ MARTINS-COSTA, Judith. A cláusula de *buy or sell* na perspectiva do direito das obrigações. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto C. (Orgs.). *A Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

sistema para o brasileiro²⁰, o que é objeto de críticas pela forma equivocada com que essa importação é feita²¹.

Ao invés de apenas lamentar a inexistência de regras específicas para regular situações problemáticas envolvendo a importação desses mecanismos contratuais, esta pesquisa tem o propósito de enunciar o problema, mas também buscar encontrar possíveis soluções²². Nesse sentido, a intenção deste trabalho é refletir sobre o transplante (útil e necessário) de modelos jurídicos de outros sistemas para o brasileiro e os efeitos jurídicos que cláusulas relacionadas ao preço nos contratos de compra e venda de participações societárias revelam ao serem aplicadas no Ordenamento brasileiro²³, que tem um substrato normativo próprio, com regras, princípios e efeitos distintos daqueles verificados no sistema da *common law*²⁴.

Portanto, seguindo o conselho implícito lançado na epígrafe, o objetivo principal deste trabalho é *fazer distinções, encontrar critérios e propor limites*²⁵ para a aplicação e

²⁰ PONTES, Evandro Fernandes de. *Representations & Warranties no Direito Brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2014, nota 3, p. 13.

²¹ SCHWEITZER, Heike. “Private legal transplants in negotiated deals”. In: *European Company and Financial Law Review*, 2007, pp. 79-125.

²² A busca por soluções jurídicas para problemas concretos deveria ser missão precípua do jurista: “O grande comparatista italiano Rodolfo Sacco escreveu há alguns anos que, ‘no nosso tempo, enunciar um problema e não saber resolvê-lo era uma vergonha. As novas gerações, refratárias às categorias do certo e do seguro, consideram uma glória indicar o problema, e não a solução’ (Metodo del diritto civile e scontri generazionali, p. 1.004)”. SALAMA, Bruno. *O Fim da Responsabilidade Limitada no Brasil*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 33. Embora este trabalho não seja de Direito Comparado, a ideia é compreender a *função* desempenhada por essas cláusulas em outros ordenamentos jurídicos e valer-se disso como regra da experiência para tentar resolver ou apontar caminhos para soluções de problemas enfrentados no Direito brasileiro. A inspiração para o uso da metodologia do Direito Comparado é também inspirada pela obra do Professor CLÓVIS V. DO COUTO E SILVA, e a motivação para a extrair o sulco funcional dos institutos pode ser lida no texto de LOPUCKI, Lynn.; TRIANTIS, George. A Systems Approach to Comparing U.S. and Canadian Reorganization of Financially Distressed Companies. In: *Harvard International Law Journal*, vol. 35, n. 2, Spring, 1994.

²³ Segundo TULLIO ASCARELLI, “[A] prática vem, com efeito, continuamente elaborando novos contratos, que só sucessivamente passam para os textos legais. O constante problema do jurista é o de avaliar a licitude e identificar a disciplina jurídica destes contratos ora enquadrando-os nos esquemas dos contratos nominados, respeitada embora a sua peculiaridade, ora encarando-os como contratos mistos ou inominados”. ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947, p. 64.

²⁴ Sobre a possível inadaptação no Ordenamento de mecanismos oriundos do *common law*, v. VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Da invalidade do mecanismo de ajuste de preço inserido em contrato de investimento, por ofensa ao regime jurídico da vinculação patrimonial (parecer). *Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 66, Dez./2014.

²⁵ Este é o papel da dogmática jurídica, nas palavras de JUDITH MARTINS-COSTA, “o resultado do trabalho doutrinário, um trabalho de construção intelectual cujo escopo é tanto prático quanto teórico”. Sobre o assunto, ver o ensaio notável da professora Judith Martins-Costa, cujo outro trecho destaca-se: “Explicar, sistematizar, compreender e desenvolver o que está ‘posto’ pelas normas do direito positivo é a tarefa por excelência da dogmática”. MARTINS-COSTA, Judith. Autoridade e Utilidade da Doutrina. In: MARTINS-COSTA, Judith *et alli*. *Modelos de Direito Privado*. São Paulo: Marcial Pons, 2014, pp. 9-40. Os trechos em destaque foram retirados da página 17.

interpretação de mecanismos que influenciam no preço e que são importados de outros ordenamentos jurídicos²⁶. Assim, este trabalho poderá contribuir para subverter a lógica comum ao campo das aquisições de empresas de que o aprendizado ocorre apenas na prática, a partir do jargão popular “tentativa e erro”.

O estudo e a reflexão dessas operações no Direito brasileiro contribuem para que os *players* da área de M&A, bem como os operadores do Direito, possam pautar as suas condutas e orientar seus comportamentos, sem a necessidade de simples “transplante” ou transposição de soluções de outros Ordenamentos²⁷, mesmo porque tanto os mecanismos quanto as soluções oriundas de outros sistemas jurídicos podem não ter sustentação no nosso sistema de base romano-germânica²⁸. Por essas razões, justifica-se o estudo do *earn-out* sob as lentes do Direito brasileiro.

Além dessas justificativas de razão *estrutural*, porque dizem respeito à conformação do Ordenamento brasileiro, o *earn-out* também é um interessante objeto de estudo do ponto de vista da aplicação das normas jurídicas.

Isso porque, conforme pode-se interpretar do seu conceito acima explicado, o *earn-out* tem influência especialmente sobre um elemento essencial do contrato de compra e venda: o preço. Todavia, ao contrário dos outros mecanismos (*e.g.*, cláusulas de ajuste de preço), o *earn-out* apresenta-se como uma *parcela* deste preço condicionada a metas. Essas circunstâncias – parcela do preço condicionada a metas - acarretam diversos questionamentos no âmbito das normas aplicáveis ao contrato de compra e venda de participações societárias.

Para encontrar soluções, é necessário compreender a natureza e o regime jurídico do *earn-out* inserido em um contrato de compra e venda de participações societárias no

²⁶ O método escolhido permite identificar as características comuns de cada instituto, analisando-se as diferenças ao longo da exposição do trabalho. Nesse sentido, a metodologia é inspirada na obra de ASCARELLI, Tullio. Premissas ao estudo do direito comparado. In: *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1969, pp. 1-44.

²⁷ MARTINS-COSTA, Judith. A cláusula de *buy or sell* na perspectiva do direito das obrigações. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto C. (Orgs.). *A Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 536.

²⁸ Nesse sentido, v. VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Da invalidade do mecanismo de ajuste de preço inserido em contrato de investimento, por ofensa ao regime jurídico da vinculação patrimonial (parecer). *Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 66, Dez./2014, nota 9: “A advertência é assaz importante e explica o porquê, muitas vezes, soluções e mecanismos forjados em países da *common law* não se sustentam em sistemas jurídicos de filiação romano-germânica, razão pela qual jamais deveriam ser acrítica e diretamente transpostos pelos profissionais da área jurídica, como amiúde se verifica.”.

Ordenamento jurídico brasileiro. Isso se deve, especialmente, porque a interpretação e aplicação das cláusulas contratuais não podem ser desconectadas do todo, sob pena de violação dos cânones hermenêuticos fundamentais para atingir o sentido e o alcance do contrato, especialmente a *totalità e coerenza dell'apprezzamento ermeneutico*²⁹.

Por conta disso, inicia-se este trabalho a partir da investigação das normas, regras e princípios aplicáveis à categoria dos contratos inseridos em relações empresariais no sistema jurídico brasileiro. A importância dessa pesquisa está vinculada a uma questão fundamental para responder perguntas oriundas dos problemas causados pela utilização da cláusula *earn-out* em aquisições de empresas, qual seja, a da interpretação dos contratos para aquisições de participações societárias, e por essa razão ela precede a análise específica do mecanismo contratual objeto deste trabalho³⁰.

Portanto, o estudo específico dos contratos para aquisição de participações societárias importa pois se deve perquirir normas adequadas para sua interpretação e aplicação³¹. Em síntese, no processo interpretativo, tão importante quanto o resultado é a escolha das regras apropriadas para a leitura do texto³².

²⁹ Os cânones hermenêuticos são postulados normativos para a interpretação, isto é, metas necessárias para atingir o sentido e o alcance do contrato. BETTI, Emílio. *Teoria Geral do Negócio Jurídico*, vol. II, Tradução de Fernando Miranda. Coimbra ed., 1969, p. 230. Em especial, a doutrina ressalta quatro cânones hermenêuticos: *cânone da autonomia do objeto*, pelo qual o contrato deve ser lido sob a perspectiva de que não foi o intérprete que o escreveu; *cânone da totalidade*, pelo qual o contrato (objeto) deve ser analisado como um todo; *cânone da atualidade*, através do qual o negócio jurídico deve ser lido no momento da interpretação, isto é, no momento de invocar a cláusula; e por fim, o *cânone da correspondência ou da coordenação*, que significa dizer atualizar o conteúdo do contrato a partir do que foi consubstanciado na declaração das partes. Todos esses cânones hermenêuticos servem, ao lado dos cânones legais dos arts. 112 e 113, do Código Civil, como critérios – *métodos* – para interpretação dos contratos. Tradução livre do italiano, diretamente da obra de BETTI, Emílio. *Teoria Generale della Interpretazione*, I. Milano: Giuffrè, 1990, p. 304 e ss.: “Canoni, la cui osservanza garantisce l’esito epistemologico dell’interpretazione. Canoni attinenti all’oggetto: a) autonomia e immanenza del criterio ermeneutico (...) b) Totalità e coerenza dell’apprezzamento ermeneutico (...) Canoni ermeneutico attinenti al soggetto: c) attualità dell’intendere (...) d) adeguazione dell’intendere: corrispondenza e congenialità ermeneutica.”

³⁰ O sentido dessa passagem, embora trate-se sobre a *classificação* (tipo) do contrato, é bem resumido por LARENZ, Karl. *Metodologia da Ciência do Direito*. 3ª ed. Trad. José Lamego. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997, p. 424: “A aplicação das regras dadas para um determinado tipo de contrato tem que ser antecedida pela classificação do contrato concreto na esfera de sentido desse tipo contratual.”

³¹ “A existência de categorias abstratas gerais é que torna possível a consideração das concretas espécies”. MARTINS-COSTA, Judith. *Comentários ao Novo Código Civil – do inadimplemento das obrigações*. Vol. V, tomo II (Arts. 389 a 420). Coord. Sálvio de Figueiredo Teixeira. Rio de Janeiro: Forense, 2003, p. 07.

³² LIPARI, Nicolò. *Le categorie del diritto civile*, Milano: Giuffrè, 2013. Apesar destas reflexões sobre o processo interpretativo, não serão enfrentados neste trabalho os problemas “internos” da Teoria Geral da Interpretação como, por exemplo, a importante distinção entre *atos de conhecimento* e *atos de vontade* no processo interpretativo, no sentido de escolher argumentos e o modo de utilizá-los. Sobre o interessantíssimo tema, v. ATRIA, Fernando. *On Law and Legal Reasoning*. Portland: Hart Publishing, 2001, p. 168.

Na sequência, a pesquisa sobre o *earn-out* demanda a compreensão da sua origem e funcionalidade. *Origem*, pois para conhecer a situação atual de um instituto jurídico “é necessário ter uma ideia de seu desenvolvimento histórico, das influências que lhe marcaram as soluções no curso dos tempos”³³, sendo nesse sentido relevante a investigação sobre a história do *earn-out*.

Funcionalidade, pois revelar-se-ão os fins visados pelas partes ao utilizarem a cláusula e como essas a redigirão no instrumento particular. Em última análise, a busca pela função do *earn-out* permitirá identificar a sua causa³⁴, instituto que é um guia para resolver os problemas oriundos da interpretação e execução da cláusula³⁵, conflitos enfrentados na segunda parte deste trabalho.

O objetivo da parte final do primeiro capítulo é compreender a origem da cláusula, as razões práticas para sua utilização, os detalhes mais importantes na sua elaboração, enfim, a razão pela qual as partes decidem pela inclusão do *earn-out* numa operação de aquisição de participações societárias. A partir disso, estabelecer-se-ão critérios e parâmetros para a melhor redação desse mecanismo, ressaltando-se os pontos imprescindíveis a serem tratados pelas partes quando da elaboração do *earn-out*, como o grau de detalhamento das metas a serem alcançadas, o período de duração da cláusula, os aspectos contábeis, a correta divisão de poderes entre as partes na empresa adquirida, entre outras questões que tenham como condão evitar o conflito³⁶.

Neste texto também serão apresentados e enfrentados os problemas oriundos da utilização do *earn-out*. Aliás, muitos operadores do Direito e *players* do mercado de fusões e

³³ Trecho extraído de texto do Professor CLÓVIS V. DO COUTO E SILVA, referindo-se à necessidade de conhecer o desenvolvimento histórico de um sistema jurídico para definir sua estrutura íntima e evitar justaposições de soluções jurídicas. COUTO E SILVA, Clóvis Veríssimo do. O Direito Civil Brasileiro em perspectiva histórica de visão de futuro. In: FRADERA, Véra Maria Jacob de. (Org.) *O Direito Privado Brasileiro na Visão de Clóvis do Couto e Silva*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1997, p. 11.

³⁴ MARTINS-COSTA, Judith. “Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de Parcela variável do Preço Contratual Denominada Earn Out. Características e Função ('Causa Objetiva') do Earn Out”. (Parecer). *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 1, p. 353, 2012.

³⁵ E assim seguir a lição de LARENZ, Karl. *Metodologia da Ciência do Direito*. 3ª ed. Trad. José Lamego. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997, p. 520-521: “Mas o texto só fala a quem o interroga correctamente e compreende a sua linguagem.”.

³⁶ Contudo, deve-se ressaltar que cada contrato é único e requer especial atenção quanto à redação das suas cláusulas, tendo em vista as circunstâncias específicas da relação negocial. Em consequência, conforme será visto adiante no trabalho, não há uma cláusula ou contrato padrão de *earn-out*, devendo as circunstâncias de cada negócio serem valoradas e medidas caso a caso. Sobre o tema, v. FONTAINE, Michel.; LY, Filip de. *Drafting International Contracts: an analysis of contract clauses*. Ardsley: Transnational Publishers, Inc., 2006, p. 634: “Each international contract may require sufficient attention as far as negotiation and drafting are concerned and that contract provisions are to be checked against the law applicable to the contract.”.

aquisições lançam fortes luzes de desconfiança à inclusão do *earn-out* nos contratos de compra e venda de empresas por conta do alto grau de litigiosidade oriundo da sua execução³⁷.

O foco da desconfiança está, principalmente, na inexistência de garantias de que a execução do mecanismo será possível ou até mesmo compatível com o modelo de negócios adotados pelo comprador. Além disso, uma vez que a execução do *earn-out* depende da verificação de metas por parte da empresa alienada, essa circunstância aumenta ainda mais o grau de potencial litigiosidade entre as partes.

Subjacente a este problema, portanto, está o fato de o comprador poder ser o novo controlador da empresa-alvo, com poderes sobre as diretrizes administrativas e gerenciais da empresa, conduzindo-a para os rumos que melhor entender, conforme a definição de controle determina³⁸. Essa circunstância, contudo, pode conflitar com a própria função do *earn-out*, pois o vendedor, para continuar implementando sua prática na empresa, poderá manter alguma espécie de poder dentro da empresa-alvo.

Esses problemas de ordem societária, pois envolvem questões de poder *interna corporis*³⁹, são enfrentados na segunda parte deste trabalho. O objetivo principal dessa segunda parte é refletir sobre os problemas que podem surgir quando da execução da cláusula, como os conflitos de poder entre vendedor e comprador na gestão da empresa, a violação a deveres fiduciários pelos administradores da empresa-alvo ou até mesmo

³⁷ ADEL, Robert. “Earn-Outs: Don’t Trade a Handshake Today for a Lawsuit Tomorrow”. In: *Orange County Business Journal*. Set./ 2013. JANATKA, David A.; SHERMAN, Steven J. “Engineering Earn-Outs To Get Deals Done And Prevent Discord”. In: *Mergers & Acquisitions Review*, set./out. 1992, pp. 26-31. KENT, Andrew. The danger of the earn-out clause. *Selling your business*. set./2008. Disponível em: <http://www.smartcompany.com.au/growth/the-danger-of-the-earn-out-clause/>. Acesso em 04/05/2017. A própria Corte de Delaware, ao julgar o caso *Airborne Health, Inc. v. Squid Soap*, ressaltou o caráter contencioso do *earn-out*: “Earn-outs all too often transform current disagreements over price into future litigation over outcome”. Delaware Chancery Court, 984 A.2d 126 (Del. Ch. 2009). No mesmo sentido, Miller: “Earnouts are complicated and frequently problematic, and the parties regret that they used an earnout rather than just compromising the differences in the purchase price. Earnouts have a conceptual attraction, but they are difficult to implement. Disputes are common.”. MILLER, E. *Mergers and Acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008, p. 112.

³⁸ Na esteira do pensamento consagrado por ADOLF BERLE: “the essence of control is the power to choose the directors and management of the company”. BERLE JR., Adolf. *The price of power: sale of corporate control*. Cornell Law Review, vol. 50, issue 4, summer 1965, pp. 625-640.

³⁹ “Consequently, corporate law typically vests principal authority over corporate affairs in a board of directors or similar body that is periodically elected, exclusively or primarily, by the firm’s shareholders. More specifically, business corporations are distinguished by a governance structure in which all but the most fundamental decisions are generally delegated to a board of directors that has four basic features.”. ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier. PARGENDLER, Mariana. *Foundations of Corporate Law*. Law Working Paper n. 336/2017, January 2017, p. 18.

eventuais pressões feitas por uma das partes para aceleração ou impedimento das metas do *earn-out*⁴⁰, eventos que podem ter consequências na verificação das metas.

Seguindo as causas e soluções dos conflitos enfrentados na segunda parte do texto, percebe-se que, nas operações de compra e venda de participações societárias, o contrato é, além da “veste jurídica das operações econômicas”⁴¹, o espaço para divisão dos riscos na busca pelo seu lucro⁴².

Diante disso, metodologicamente, duas foram as hipóteses objeto de teste e análise utilizadas neste trabalho. De um lado, as respostas para resolver os conflitos envolvendo o *earn-out* podem passar pela análise dos contratos onerosos e, portanto, pela investigação das regras aplicáveis aos contratos de intercâmbio (de troca) ou comunhão de escopo ou, ainda, aos inúmeros graus intermediários entre essas duas categorias, referentes aos contratos de colaboração entre empresas⁴³.

Para investigar a aplicação desta hipótese, cumpre perquirir a natureza jurídica das prestações das partes no cumprimento das obrigações do *earn-out* e, em última análise, a própria economia do contrato de compra e venda de participações societárias. Esse é um dos caminhos a ser perseguido na parte final do trabalho.

A segunda hipótese vem à tona a partir de um aprofundamento da questão dos contratos de colaboração entre empresas e passa por uma análise sistemática dos contratos celebrados no seio das relações empresariais no Ordenamento e sua relação com a interpretação dos contratos.

⁴⁰ “Earnout agreements have become a source of litigation because often they fail to define the income, expenses, and products on which the earnout amount is calculated. They also can create inherent conflicts of interest that may arise between the buyer and seller. Litigation can also arise when terms in the agreement are poorly defined or the buyer mismanages the business or intentionally undermines the earnout agreement. Leaving these matters to future negotiation to close a deal may solve problems in the short term, but it may also sow the seeds for litigation”. LYNN, Michael P. A Survey Of Cases Analyzing Earnout Agreements. September 14, 2010. White paper. Disponível em: <www.lynnllp.com/WhitePapers/WhitePapers.asp>, p. 08. Acesso em: 23.04.2017.

⁴¹ Expressão de ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Tradução: Ana Coimbra e M. Januário C Gomes. Coimbra: Almedina, 1988: “Disse-se que o contrato é a veste jurídico-formal de operações econômicas”, p. 11.

⁴² Nesse ponto, remete-se à lição de MARIO BESSONE: “un contratto non è altro che l’insieme di questo reciproco accollo di rischi ed obblighi, l’equilibrio di essi ed una correlativa distribuzione dei costi”. BESSONE, Mario. *Adempimento e Rischio Contrattuale*. Milano: Giuffrè, 1969, p. 273.

⁴³ FORGIONI, Paula. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. 2ª ed. São Paulo: RT, 2011, p. 173: “Trata-se de realidade inegável: os empresários, em sua prática diária, trazem à luz contratos que pressupõem esforços conjugados, mas em que as partes, patrimonialmente autônomas, mantêm *áreas distintas, embora interdependentes*. Nem sociedade, nem intercâmbio, mas uma categoria que se situa entre esses dois polos.”.

Esse segundo caminho parte do pressuposto de que o ambiente em que inseridos os contratos empresariais revelam características particulares como a despersonalização dos negócios⁴⁴, a padronização dos instrumentos contratuais⁴⁵, e, especialmente, a necessidade de proteção de uma situação de confiança a permitir a estabilidade das relações celebradas no ambiente empresarial⁴⁶. Diante dessas características, tornar-se-ia necessário interpretar os contratos inseridos em relações empresariais de forma mais objetivada pelos usos e pelas práticas negociais, corroborando a proposição de que o intérprete deve respeitar os riscos distribuídos pelas partes⁴⁷.

Na leitura dos contratos de compra e venda de participações societárias, o intérprete também deverá considerar a boa-fé e os usos do lugar da celebração, resultando na valoração do comportamento e das condutas das partes *ao longo* da relação contratual⁴⁸. Nesse sentido, a interpretação a partir da aplicação do cânone da boa-fé deverá considerar “as condições das partes, a finalidade do contrato e as circunstâncias objetivas que cercam o negócio jurídico”⁴⁹. Portanto, a função hermenêutica da boa-fé também é analisada neste trabalho na busca por soluções para os problemas oriundos do *earn-out*, especialmente considerando as circunstâncias objetivas que cercam sua aplicação.

⁴⁴ FORGIONI, Paula. Interpretação dos Negócios Empresariais. In: FERNANDES, Wanderley (Coord.). *Fundamentos e Princípios dos Contratos Empresariais*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 125: “Seriam, então, características deste direito, voltado à disciplina do tráfico mercantil: a) cosmopolitismo – ‘os comerciantes constituem um só povo’ (...)”.

⁴⁵ FONTAINE, Michel.; LY, Filip de. *Drafting international contracts: an analysis of contract clauses*. Ardsley: Transnational Publishers, Inc., 2006. No mesmo sentido, v. FREUND, James C. *Anatomy of a merger. Strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions*. In: New York: Law Journal Seminars-Press, 1975.

⁴⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 289: “Assim, devendo ser concretizada em imediata ligação com os usos do tráfico e com o ambiente de mercado, nesse campo adquire o princípio da boa-fé tons e cores modulados por uma paleta de significações advindas do viés *confiança* em seus matizes: a *confiança ou credibilidade* (valorizando-se a posição do agente, isto é, o investimento de confiança daquele que recebe determinada ação ou declaração bem como, por exemplo, a posição de autoridade do emissor da declaração); e a *confiança* como *previsibilidade* necessária para o cálculo do investidor, sócio ou empresário para poder mensurar o risco, apresentando-se especialmente, então, como elemento da *segurança jurídica*”.

⁴⁷ FORGIONI, Paula. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. 2ª ed. São Paulo: RT, 2011, p. 137: “Por vezes, as empresas valem-se do *contrato* para disciplinar a forma de divisão dos riscos”. No mesmo sentido, ZANETTI, Cristiano de Souza. O Risco Contratual. In.: LOPEZ, T. LEMOS, P. e RODRIGUES JÚNIOR, O. (Coords.) *Sociedade de Risco e Direito Privado: desafios normativos, consumeristas e ambientais*. São Paulo: Atlas, 2013, p. 457.

⁴⁸ “Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.”.

⁴⁹ SILVA, Luis Renato Ferreira da. Revisão de contratos no Código Civil: reflexões para uma sistematização das suas causas à luz da intenção comum dos contratantes. *Revista Eletrônica Ad Judicia*, Porto Alegre, Ano I, n. 10, out-nov-dez., 2013, p. 13.

Ademais, o instituto da boa-fé também é considerado na sua acepção de “baliza do modo de exercício de posições jurídicas, servindo como via de correção do conteúdo contratual”⁵⁰ e como “metro para aferição da licitude no exercício de direitos derivados de negócios jurídicos (art. 187)”⁵¹. Isso porque, em razão dos comportamentos oportunistas potencialmente originados da execução do *earn-out*, como brevemente destacado acima, não se pode perder de vista as molduras que conformam a relação obrigacional no Direito brasileiro, especialmente com atenção aos comportamentos das partes em potenciais violações ao Art. 187, do Código Civil⁵², considerando a função econômico-social do *earn-out*.

Ao final, a pesquisa pretende identificar a melhor forma de aplicação do *earn-out* no Ordenamento e, a partir disso, contribuir com soluções para os problemas oriundos da sua execução⁵³. Paralelamente, reflete-se sobre formas de interpretar os contratos inseridos em relações empresariais, especialmente, as cláusulas e os mecanismos insertos no âmbito dos processos de aquisições de participações societárias.

⁵⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 42.

⁵¹ *Ibidem*, p. 43.

⁵² “Art. 187. 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.”

⁵³ Tem-se consciência de que o problema da disciplina jurídica aplicável a contratos e cláusulas não reguladas pela lei não se esgota nessas páginas, pois como lembra TULLIO ASCARELLI, esse problema é “permanente”. ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947, p. 65: “O problema portanto de elaborar uma disciplina jurídica quanto a contratos que, fruto da prática, são entretanto desconhecidos à lei, é permanente.”