

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO

MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO EM CONTRATOS DE M&A

RENATA DA GAMA CRUZ LUZ

Rio de Janeiro

2019

RENATA DA GAMA CRUZ LUZ

MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO EM CONTRATOS DE M&A

Monografia elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Enzo Baiocchi.

Rio de Janeiro

2019

CIP – Catalogação na Publicação

LL979m Luz, Renata
Mecanismos de Ajuste de Preço em Contratos de M&A
/ Renata Luz. -- Rio de Janeiro, 2019.
84 f.

Orientador: Enzo Baiocchi.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) –
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito,
Bacharel em Direito, 2019.

1. Fusões e Aquisições. 2. Direito Societário. 3. Ajuste
de Preço. 4. Compra e Venda de Ações. I. Baiocchi,
Enzo, orient. II. Título.

Autorizo, apenas para fins acadêmico e científicos, a reprodução total ou parcial desta monografia, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

RENATA DA GAMA CRUZ LUZ

MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO EM CONTRATOS DE M&A

Monografia elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Enzo Baiocchi.

Data: ____ de _____ de 2019

Banca Examinadora:

Orientador Professor Dr. Enzo Baiocchi

Membro da Banca

Membro da Banca

AGRADECIMENTOS

Como não poderia deixar de ser, agradeço, em primeiro lugar, à minha mãe, por todo o apoio e confiança, bem como pelos pilares sobre os quais construiu e mantém nossa família, e aos meus familiares (não apenas biológicos, mas também os que a vida me deu) por toda a torcida e por terem sido minha base nos momentos em que não achei que teria forças para continuar.

Ao meu pai, sempre, por ter me feito forte e determinada, com a motivação extra de ser mais do que sua filha, verdadeiro motivo de orgulho.

Aos meus amigos, a certeza de que sem vocês eu jamais teria chegado aqui. Além de apoio e torcida, é imprescindível contar com alguém para andar ao lado, compartilhar as angústias e as vitórias. Eu não poderia ter tido companheiros melhores.

Agradeço à Equipe de Competição e Estudos em Arbitragem - ECEArb, em especial aos seus fundadores e antigos coaches não só pelos amigos que fiz, mas por todo o aprendizado e a certeza de que esforço e dedicação são compensadores.

Também não poderia deixar de agradecer aos meus ex-chefes que permitiram que eu me apaixonasse pelo tema das fusões e aquisições. Ainda que de uma forma nada convencional, me mostraram que acreditavam mais em mim do que eu mesma.

Por fim, mas nem um pouco menos importante, agradeço ao Ian, que mesmo antes de ser meu namorado, sempre foi meu maior exemplo na advocacia, que sempre me apoiou incondicionalmente e me trouxe equilíbrio quando tudo parecia um caos. *“And after all, you’re my wonderwall.”*

*“It was Oscar Wilde who described a cynic as one who
‘knows the price of everything, but the value of nothing’.”*

Aswath Damodaran

RESUMO

LUZ, Renata. MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO EM CONTRATOS DE M&A. 2019. 84 f. Monografia (Graduação em Direito) – UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO, 2019.

Este trabalho tem por objetivo realizar uma análise aprofundada e crítica dos mecanismos de ajuste de preço frequentemente introduzidos em contratos de M&A. Em razão não só de sua natureza e peculiaridades, mas principalmente por estabelecer quanto cada parte efetivamente receberá ou desembolsará, são cláusulas com grande potencial litigioso, e que, por isto, demandam cuidado especial na sua adoção, que deve ser adequada às circunstâncias concretas de cada negócio. Assim, é imprescindível que sejam verificados os elementos do texto dessas cláusulas quando inseridas em contratos regidos pelo direito brasileiro, a fim de maximizar sua adequação não só ao racional econômico da transação pretendida, mas também aos princípios gerais e dispositivos legais aplicáveis à hipótese, de modo a mitigar eventuais litígios decorrentes da aplicação e execução de tais mecanismos. Para atingir tais objetivos, serão trabalhados o conceito e a natureza jurídica dos mecanismos de ajuste de preço no direito brasileiro, especificamente sob a ótica do direito civil da Lei de Sociedades Anônimas. Em seguida, passar-se-á à análise das cláusulas referentes a cada, incluindo seus elementos típicos e sua finalidade no contrato. Por fim, buscará averiguar a aplicação prática de cada um a partir da análise de casos litigiosos concretos.

Palavras-chave:

Ajuste de preço; Direito societário; Fusões e aquisições; Arbitragem.

ABSTRACT

LUZ, Renata. MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO EM CONTRATOS DE M&A. 2019. 84 f. Monografia (Graduação em Direito) – UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO, 2019.

The purpose of this work is to deeply study the price adjustment mechanisms frequently used in M&A contracts. Due not only to its nature and singularities, but also because it establishes how much each party shall pay or receive, it has a considerable potential to become litigious and, therefore, demands special attention concerning its adoption, that shall suit the circumstances of each deal. Thus, it is inescapable that each element of the drafting of these clauses shall be carefully verified when construed under Brazilian law to maximize its adequacy not only to the economic rational of the transaction, but also to the general principles and legal devices applicable to the case, in such a way as to mitigate eventual disputes arisen from the execution of such mechanisms. To meet these purposes, it will work over the concepts and nature of the price adjustment mechanisms under Brazilian law, particularly with the vision of private law in the Brazilian Corporate Act. Subsequently, it will analyze the clauses related to each mechanism, including its typical elements and its roles under the M&A contracts. Finally, it will seek for the practical application and conflicts of each one from the analysis of disputed cases.

Keywords:

Price adjustment; Corporate Law; Mergers and Acquisitions; Arbitration.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO I – O PAPEL DO AJUSTE DE PREÇO.....	9
1.1 – ORIGEM DOS MECANISMOS DE AJUSTE	9
1.2 – O CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE AÇÕES OU QUOTAS.....	17
1.3 – O PREÇO	23
1.4 – O VALUATION.....	29
1.5 – PREÇO DO CONTRATO E PREÇO DA EMPRESA	33
CAPÍTULO II – OS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO.....	36
2.1 – <i>EARN OUT</i>	39
2.2 – <i>HOLDBACK E ESCROW ACCOUNT</i>	45
2.3 – AJUSTE DE PREÇO	49
2.4 – INDENIZAÇÃO	54
CAPÍTULO III – ESTUDO DE CASOS.....	61
3.1 – A ARBITRAGEM E O SIGILO NA ANÁLISE DE CASOS CONCRETOS	61
3.2 – ALGUNS CASOS MAIS INTERESSANTES	62
(i) Caso 1: <i>Arbitragem CCI – compra e venda de ações de emissão de companhia brasileira por sociedade estrangeira. Disputa envolvendo cláusulas de holdback e indenização.</i>	62
(ii) Caso 2: <i>Arbitragem CCI - Aquisição de companhia brasileira por companhia europeia – cláusula de escrow.</i>	64
(iii) Caso 3: <i>Arbitragem CAM-CCBC. Aquisição de companhia brasileira do setor farmacêutico por companhia estrangeira. Cláusula de earn out.</i>	66
CONCLUSÃO	69
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	71

INTRODUÇÃO

O estudo proposto nesta monografia pretende realizar uma análise dos métodos e suas respectivas cláusulas de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições aqui denominadas apenas como “operações”, “transações” ou “M&A”, como será adiante detalhado, bem como os principais elementos causadores de eventuais litígios delas oriundos, com base no estudo de casos concretos que tenham como conflito o tema objeto.

É bastante comum, especialmente em grandes transações, que as partes envolvidas discordem com relação a alguns aspectos da própria avaliação financeira, com base nos resultados da auditoria e *due diligence* da empresa-alvo ou com relação a passivos e contingências envolvidos no negócio. Para chegar a um consenso, as partes podem recorrer a condições, ajustes e limitações com relação ao valor e pagamento do preço. Assim, o preço poderá variar dependendo de certos eventos, sofrendo alterações, complementações ou mesmo reduções conforme os termos negociais acordados entre as partes.

Existem diversos mecanismos contratuais que vêm sendo aprimorados ao longo do tempo para flexibilizar a determinação do preço, dentro os quais destacamos aqueles utilizados com mais frequência na prática: o *earn out*¹, *holdback*² e *escrow*³, indenizações e o ajuste de preço “propriamente dito”.

De acordo com a pesquisa feita Estados Unidos em 2014⁴ pelo banco Houlihan Lokey, que observou os principais mecanismos de ajuste de preço em operações de M&A das quais eles foram assessores, (i) nos 10 anos anteriores, 77% incluíram declarações e garantias, 82% continham previsão de conta *escrow* e 88% continham cláusula de indenização; e (ii) nos 5 (cinco) anos anteriores, 11% das transações utilizaram *earn out*.

¹ Como será melhor detalhado adiante, o *earn out* é mecanismo que prevê que o pagamento de uma parcela do preço de aquisição da transação será postergado para um momento futuro, condicionado a determinado evento acordado entre as partes.

² Se trata de uma parcela do preço de aquisição que será retida pelo comprador, para fins de garantia, com liberação também condicionada a eventos futuros acordados entre as partes.

³ Muito similar ao *holdback*, a *escrow* é uma conta-depósito em que a parcela retida será depositada, também para fins de garantia, cuja liberação de valores depende de determinadas condições acordadas entre as partes.

⁴ Disponível em http://www.hl.com/email/pdf/2015/HL_Purchase_Agreement_Study_2014.pdf, acesso em 25 de maio de 2019.

No mesmo ano, em pesquisa realizada e conduzida pelo American Bar Association, chamada *Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study*⁵, mostrou que no ano de 2016, 86% das operações incluíram mecanismos de ajuste de preço enquanto 55% dos contratos previam a contratação de uma conta *escrow*. O estudo publicado em 2017 pela *Pepperdine School of Business and Management*⁶ mostrou que aproximadamente 33% das operações de fusões e aquisições envolveram *earn out* apenas naquele ano.

Segundo levantamento da PriceWaterhouseCoopers⁷ (“PwC”) no Brasil, no período de 2010 a 2015, foram concluídas 4.755 transações, o que resulta em uma média de aproximadamente 793 operações por ano. Já em 2016, foram concluídas 597 transações, das quais apenas 182 tiveram seu valor revelado, que somam R\$ 122.357 bilhões.

Estudo de outra *big four*, a Deloitte Touche Tohmatsu (“Deloitte”), de 2015, que entrevistou 87 executivos que realizaram operações de fusões e aquisições no Brasil nos 3 anos anteriores⁸, estima que 50% das operações das quais eles participaram utilizaram *escrow* e em 48% dos casos, foram empregados mecanismos contratuais para garantir o pagamento de contingências da empresa-alvo.

Enquanto isso, o relatório mais recente da PwC, relativo ao ano de 2017 mostra que “das 643 transações anunciadas em 2017, 216 tiveram seu valor divulgado, somando o total de USD 48,9 bilhões movimentados no mercado de M&A Brasil, sendo USD 11,25 bilhões superior que 2016”. Em outras palavras, tais dados apontam um crescente tanto na quantidade como no volume de dinheiro envolvido nestas operações no Brasil. É, portanto, cristalina e relevância e urgência de estudos sobre o tema no país.

Considerando, ainda, que o aludido relatório da PwC analisa apenas aquelas operações que foram divulgadas e que, destas, apenas um terço revelou o valor negociado, é nítida a relevância e proporção que este tipo de mercado tem na economia do país. Tal importância revela em grande parte o interesse e relevância do tema do presente trabalho.

⁵ Disponível em <https://www.tagonline.org/files/2.-2017-ABA-MandA-Deal-Points-Study-Private-Target.pdf>. Acesso em 25 de maio de 2019.

⁶ Pepperdine Private Capital Markets Project 2017. Disponível em: <https://bschool.pepperdine.edu/about/people/faculty/appliedresearch/research/pcmsurvey/content/private-capitalmarkets-report-2017.pdf>. Acesso em 25 de maio de 2019.

⁷ Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/2016/pwc-fusoesaquisicoes-dezembro-2016.pdf>. Acesso em 25 de maio de 2019.

⁸ Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/mergers-acquisitions/Pesquisade-Integracao-Brasil-2015.pdf>. Acesso em 25 de maio de 2019.

Não menos importante, compreende-se que, a despeito do caráter eminentemente particular e privado das transações deste tipo, a análise dos contratos de fusões e aquisições também possui grande repercussão por se relacionar também com o interesse público, especialmente no que diz respeito à sua relação com a regulação dos atos de concentração realizados pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”), uma vez que operações de fusões e aquisições representam enorme proporção no que diz respeito à produção e circulação de capital no país.

Nas palavras de Gladston Mamede:

Pontua-se, assim, a existência de um interesse público na preservação da estrutura e da atividade empresarial, isto é, na continuidade das atividades de produção de riquezas pela circulação de bens ou prestação de serviços, certo que a empresa atende não apenas aos interesses de seu titular, de seus sócios (se sociedade empresarial), e de seus parceiros negociais.⁹

Como alguns exemplos que evidenciam a relevância de tais contratos para os mais variados setores da economia, citam-se as recentes operações de aquisição da Perdigão pela Sadia, no setor alimentício, do Unibanco pelo Itaú, no setor bancário, e da Sendas pelo Grupo Pão de Açúcar, no setor de comércio. Estas operações, e muitas outras, não apenas são de conhecimento do cidadão comum, como afetam, em algum grau, o cotidiano de cada indivíduo. Seja diretamente, por alterar sua rotina e hábitos de consumo e contratação de serviços, seja indiretamente por alterar o cenário macro e microeconômico do país e da sociedade como um todo.

Ainda neste particular, outra circunstância que reflete a relevância do estudo e análise apropriada do tema é o fato de que, no país, as operações de M&A se intensificaram recentemente, apenas na década de 1990, momento de abertura econômica e comercial, de modo que o tema é relativamente novo à doutrina pátria especializada, sobre o qual ainda, infelizmente, há pouquíssimo material disponível.

⁹ MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: empresa e atuação empresarial*, volume 1/ Gladston Mamede. – 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 57

Por outro lado, muito embora se trate de um mercado que se intensificou apenas recentemente, a área de *mergers & acquisitions* é protagonizada por transações extremamente complexas que, na grande maioria dos casos, envolvem grandes valores, exigindo, cada vez mais, advogados altamente especializados que possam fornecer um atendimento adequado a seus clientes em transações do tipo.

É de se esperar que estas transações originem diversos conflitos, que, por sua vez, como já se expôs, envolvem também quantias vultuosas¹⁰. É o que mostra, por exemplo, a pesquisa feita pela Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem Ciesp/Fiesp, que divulgou que, no ano de 2017, dentre matérias em disputa em procedimento administrados pela câmara, 55,10% foram relacionadas a “*Contratos empresariais em geral (ex. compra e venda de quotas, franquia, resseguro, securitização)*”.

Desta forma, observando um panorama geral das sociedades, o projeto pretende detalhar os problemas quanto à escolha dos métodos de ajustes de preço que melhor se encaixam nas operações regidas pelo Direito brasileiro. Isso porque, como se sabe, as maiores economias mundiais baseiam seus regramentos societários em conceitos e teorias dos sistemas britânico e americano – sobretudo o do estado de Delaware¹¹, nos Estados Unidos – que nem sempre são os mais adequados às circunstâncias e particularidades do negócio concreto, o que torna imprescindível que o advogado brasileiro que assessora as partes em tais operações saiba fazer uma triagem, adaptando as cláusulas padrão estrangeiras às necessidades e características específicas da operação doméstica ou que tenha parte brasileira, em vez de apenas reproduzir termos estrangeiros, muitas vezes incompatíveis com o ordenamento jurídico pátrio.

Mas não é só. Além da questão territorial, os mecanismos de ajuste de preço já são, por si só, ponto controverso em qualquer operação societária. Isto porque estão comumente atrelados ao *valuation* – avaliação financeira – da sociedade-alvo e, por isso, exigem que todos os parâmetros e métodos que serão utilizados pelos assessores financeiros que farão os cálculos sobre os valores que serão pagos tanto na assinatura quanto no fechamento da transferência sejam muito bem definidos pelas partes.

¹⁰ Dados obtidos por meio do artigo Soluções em arbitragem crescem 73% em seis anos, mostra pesquisa, publicado em 15 de julho de 2016, às 9h52, disponível em <https://www.conjur.com.br/2016-jul-15/solucoes-arbitragem-crescem-73-seis-anos-mostra-pesquisa?imprimir=1>, acesso em 08.03.2018 às 18:36.

¹¹ HILL, Claire; QUINN, Brian JM; SOLOMON, Steven Davidoff. *2017 Supplement to Mergers and Acquisitions Law, Theory and Practice*. West Academic Publishing: 1st edition, 2016, p. 8

Todavia, por mais bem definidos, discutidos e acertados possam ser os métodos de cálculo, os conflitos oriundos das cláusulas de ajuste de preço em contratos de M&A são um dos mais – se não o mais - frequentes dentre os litígios societários decorrentes de operações de fusões e aquisições.

Apesar do grande volume no Brasil, pesquisas e estudos relacionados não apenas aos mecanismos de ajuste de preço, como também às operações de fusões e aquisições de forma geral, ainda são escassos e de difícil acesso, motivo pela qual o presente trabalho se mostrou relevante e ao mesmo tempo desafiador, como será melhor detalhado adiante.

Em decorrência da escolha do tema objeto do presente trabalho tem natureza mais prática do que teórica e que, especialmente no Brasil, possui pouco material para estudo, tanto doutrina, como jurisprudência, optou-se pela metodologia conhecida como “trabalho exploratório”, mais frequentemente empregada em teses de mestrados profissionais. Esta metodologia busca fazer reflexões robustas sobre práticas jurídicas, diferente de teses tradicionais, que se debruçam sobre questões acadêmicas.

Isto porque, em se tratando da análise de mecanismos utilizados em contratos de compra e venda, que não se aprende apenas com livros, não basta que se faça uma explanação sobre as práticas utilizadas com mais frequência pelos profissionais da área, mas também uma análise e reflexão útil e produtiva. Assim, o presente trabalho não pretende apenas descrever e explicar os conceitos e origens dos mecanismos de ajuste de preço, mas também fazer um verdadeiro questionamento e reflexão que permita uma melhor compreensão da aplicabilidade e efeitos decorrentes de sua utilização.

Ao unir tanto questões de direito societário, como de direito civil, tributário, concorrência, arbitragem e até mesmo conceitos de economia, por meio de uma análise detalhada de todos os métodos e variáveis em questão, se busca alcançar parâmetros mais objetivos e simplificados que auxiliem tanto assessores como as partes na escolha pelo método de ajuste de preço que melhor funcione para a operação e em um possível conflito posterior.

Assim, a metodologia exploratória se diferencia dos métodos clássicos uma vez que não busca apresentar uma única teoria jurídica ou a examinar possíveis soluções para um problema.

A *ratio* da exploração é analisar a prática jurídica, estudar os possíveis enquadramentos legais dos institutos analisados, bem como seus riscos e propor novas ideias para colaborar com uma melhor apreensão e aproveitamento, assim como reduzir os riscos de litígios para as partes.

Dessa forma, de acordo com o material utilizado para a preparação do trabalho, bem como da análise dos casos estudados, o presente trabalho pode ser dividido nas seguintes etapas: (i) apreensão conceitual e contextualização de seu objeto; (ii) ponderação sobre as práticas identificadas, sobretudo com relação aos regimes aplicáveis e as controvérsias oriundas dos mecanismos analisados; (iii) exame crítico das práticas, com indicação dos seus riscos inerentes e possíveis cuidados que podem ser tomados quando de sua aplicação; e, por fim, (iv) estudo de arbitragens cujo conflito teve origem em um ou mais mecanismos aqui tratados.

A partir da divisão sugerida no parágrafo anterior, o presente trabalho busca explorar um tema bastante específico de natureza iminente prática, que busca responder quais são os mecanismos de ajuste de preço em contratos de fusões e aquisições e quais os riscos, consequências e, especialmente, conflitos decorrentes da utilização e elaboração da redação de cada um.

Com base na vivência prática na área de fusões e aquisições e no estudo prévio para a consecução do presente trabalho, é certo que a escassez de material, sobretudo na doutrina brasileira, é um dos principais obstáculos para a realização de qualquer estudo sobre o tema. A ausência de jurisprudência pátria é um desafio da mesma forma, tendo em vista que a maioria dos litígios – se não todos – decorrentes de conflitos com relação a mecanismos de ajuste de preço são submetidos à arbitragem, que, por sua vez, são sigilosas.

Vale mencionar que justamente por ser um método de resolução de conflitos no qual as partes indicam seus próprios árbitros, estes são geralmente doutrinadores ou advogados de renome e robusta prática jurídica com relação ao tema do litígio, sendo seus ensinamentos de grande relevância para o presente trabalho, motivo pelo qual se optou por descrever os procedimentos arbitrais mesmo sem indicação de qualquer nome tanto de árbitros como das partes.

Por esta razão, optou-se por detalhar as arbitragens estudadas sem qualquer menção às partes, de forma que se possa conhecer mais a fundo os contornos das controvérsias e da

interpretação dos renomados árbitros acerca das disposições de contratos de M&A sem violar qualquer obrigação de sigilo.

A partir disso e considerando que o ordenamento jurídico brasileiro carece de previsões legais que regulamentem de forma específica os efeitos dos mecanismos contratuais aqui tratados, o modelo exploratório cai como luva, já que, para cumprir com o que se propõe, é imprescindível que seja feita uma exploração das cláusulas, das regras existentes com relação a elas e da jurisprudência para fornecer ferramentas para identificar qual o tratamento cabível em cada situação.

A escassez de material, todavia, acaba por se tornar mais um estímulo e um desafio para escrever sobre o tema do que uma dificuldade propriamente dita.

Na sequência, o capítulo I apresenta os principais conhecimentos e conceitos para nivelar o conhecimento dos leitores para garantir uma discussão mais eficiente, e, com o auxílio de teorias econômicas, apresenta por que os mecanismos de ajuste de preço foram desenvolvidos e são tão relevantes para viabilizar as operações de fusões e aquisições. Em seguida, serão apresentadas as principais regras que atualmente tratam de tais mecanismos e, em razão da insuficiente regulamentação normativa, serão também apontadas as interpretações econômicas e contextualizadas de tais regramentos.

Após definidas e abordadas as principais enunciações, bem como os referenciais teóricos para a análise do estudo que se propõe, o capítulo II irá dispor sobre as características, diferenças e problemas circundados pelos mecanismos contratuais de ajuste, quais sejam, (i) *earn out*, (ii) *holdback* e *escrow*, (iii) ajuste de preço “propriamente dito” e (iv) indenização.

É necessário ressaltar desde logo que não existe uma única solução para as questões que serão adiante detalhadas, já que o mesmo tipo de mecanismo de ajuste pode ser entendido e utilizado de diversas formas, dependendo de sua real natureza jurídica e intenção das partes. Dessa forma, o principal objetivo do presente trabalho será demonstrar, numa reflexão crítica, que não há uma só maneira ou um manual que pode ser entendido ao pé da letra pelas partes e assessores, mas, ao contrário, que estes deverão estar atentos para todos os possíveis cenários, interpretações e riscos na utilização de cada um dos mecanismos de ajuste de preço aqui tratados.

Ao longo do capítulo II, serão propostos cuidados na redação das cláusulas contratuais e nos procedimentos adotados, justamente para oferecer parâmetros que tragam maior segurança para lidar com esses mecanismos no dia-a-dia. O Capítulo III, por conseguinte, vai, uma vez descritos e detalhados os mecanismos de ajuste de preço e suas nuances, analisar alguns litígios que foram submetidos à arbitragem com relação ao tema. Ao final, os questionamentos levantados ao longo do trabalho são retomados e é feita uma síntese das principais conclusões do trabalho.

Em se tratando da metodologia aqui aplicada, vale salientar que a escolha das cláusulas de implementação dos mecanismos de ajuste de preço aqui estudadas levou em consideração sua recorrente aplicação na prática negocial. Não foi, portanto, feita de forma arbitrária, mas pelo vislumbre de uma necessidade de aprimoramento do estudo baseada na experiência da autora, que se ocupa e aprofunda em questões societárias, sobretudo em operações de fusões e aquisição, considerando os mecanismos mais adotados e, sobretudo, aqueles com maior dificuldade de compreensão entre partes e assessores.

Delimitados os mecanismos contratuais, foram consideradas as regras legais aplicáveis, bem como as regulamentações societárias, regulatórias, e outras aplicáveis, como a fiscal e concorrencial, a doutrina e jurisprudência nacionais e internacionais, incluindo arbitragens.

CAPÍTULO I – O PAPEL DO AJUSTE DE PREÇO

1.1 – ORIGEM DOS MECANISMOS DE AJUSTE

O objetivo deste primeiro capítulo é expor de que forma e sob que ponto de vista o presente estudo dos mecanismos contratuais foi pretendido. Para isto, se tentou responder às seguintes questões: por que, afinal, os mecanismos de ajuste de preço existem? Como surgiram? Que regras existem atualmente para regular tais mecanismos? Estas regras são claras o suficiente, especialmente no ordenamento brasileiro? Caso a resposta seja negativa, como é possível interpretar e definir a natureza jurídica de tais mecanismos? Ao final, será indicada, de forma sugestiva, a adoção de uma forma de interpretação que introduza os mecanismos contratuais no contexto negocial.

Como já exhaustivamente demonstrado na Introdução, os mecanismos contratuais de ajuste de preço são utilizados com bastante frequência, o que por si só já justificaria a relevância de seu estudo. Contudo, o que se propõe aqui é que se dê um passo atrás para compreender a lógica tanto como econômica como comportamental desses mecanismos.

Além das questões apontadas acima, se busca responder por que em uma operação de fusões e aquisições, em que as partes têm o mesmo interesse – um deseja vender e o outro deseja comprar - existem concomitantemente interesses que se chocam exigindo a adoção de tais métodos de ajuste de preço.

Ora, como em qualquer transação, é natural e até mesmo inevitável que haja um certo desalinhamento, já que o comprador em geral quer pagar o mínimo possível, enquanto o vendedor quer maximizar o preço. Contudo, os bastidores da divergência envolvendo transações de aquisição de participação societária são um pouco mais complexas do que um simples desalinhamento. Sem a aspiração de aprofundamento nos estudos de economia, vale trazer alguns conceitos básicos que são importantes para compreender essas divergências, que dão base para a compreensão de como tais mecanismos contratuais surgiram.

Em síntese, as ciências econômicas apontam que é necessária intervenção estatal uma vez que, de acordo com Robert Cooter e Thomas Ulen¹², diante de certas falhas, em geral, os mercados não conseguem se autorregular o suficiente para alcançar certo grau de bem-estar social satisfatório. Os autores apontam como algumas das falhas que afetam a eficiência do mercado os monopólios, as externalidades, os bens públicos e a assimetria de informações.

A assimetria de informações, que tem relação intrínseca com o presente trabalho, considerada uma das mais graves falhas do mercado é, conforme descrevem Cooter e Ulen¹³, uma diferença que gera disparidade de informações entre as partes. Existem diferenças menores, que podem ser mitigadas e aceitas, e existem diferenças tão grandes que chegam a impedir que uma parte tenha capacidade de obter qualquer informação a respeito da outra, inviabilizando, muitas vezes, o prosseguimento de uma operação de M&A, por exemplo.

É natural que haja certo grau de assimetria, já que, conforme corrobora Joseph E. Stiglitz¹⁴, um indivíduo sempre terá mais conhecimento do que o outro sobre determinado assunto. Como exemplo, Stiglitz cita uma situação bastante comum: um empregado sabe muito mais e melhor sobre suas habilidades técnicas do que seu futuro empregador. Dessa forma, é indubitável que este empregador, em um processo seletivo, tenha menos informações disponíveis sobre um candidato do que o próprio, ainda que o empregador faça uma pesquisa minuciosa, busque em diversas fontes, faça entrevistas e análises, porque existem informações que só o empregado detém.

Especialmente diante do exemplo mencionado, é perfeitamente razoável que se aceite a assimetria de informações como uma falha no sistema. A questão, portanto, é entender de que forma a intervenção estatal poderia mitigar tal problema. Cooter e Ulen¹⁵ respondem a esta pergunta com o exemplo da compra e venda de imóvel em que os compradores estão, geralmente, em desvantagem informacional com relação aos vendedores, uma vez que, ainda que visitem, peçam documentos e questionem o vendedor, existem algumas informações,

¹² COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6a edição. Berkeley Law Books, 2016. Disponível em: <http://scholarship.law.berkeley.edu/books/2>. p. 53

¹³ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6a edição. Berkeley Law Books, 2016. Disponível em: <http://scholarship.law.berkeley.edu/books/2>. p. 43

¹⁴ STIGLITZ, Joseph. E. Information and the Change in the Paradigm in Economic. p. 11. The American Economic Review, Vol. 92, nº 3, junho 2002. pp. 469 e 470

¹⁵ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6a edição. Berkeley Law Books, 2016. Disponível em: <http://scholarship.law.berkeley.edu/books/2>. p. 41 e 42

sobretudo defeitos com relação aos imóveis e à venda, que apenas os vendedores têm total conhecimento. Assim, é possível que os compradores paguem um alto valor por imóveis que possuem defeitos ocultos, não revelados, ou, quando revelados, com menor grau de informação sobre sua gravidade, o que deturpa a eficiência do mercado imobiliário.

A atuação estatal pode, diante deste exemplo, impor aos vendedores de imóveis a obrigação de divulgar defeitos, ainda que ocultos, e sua extensão, a todo e qualquer interessado em adquirir tal imóvel. Caso os vendedores desrespeitem tal regra, podem ser responsabilizados civilmente quando os compradores venham a arcar, posteriormente, com problemas que não foram devidamente informados de antemão e conseqüentemente acabaram desembolsando, pelo imóvel, valor maior do que se tivessem conhecimento de tais problemas.

Por sua vez, no contexto das fusões e aquisições, a assimetria informacional se mostra uma falha ainda mais grave porque, sem acesso completo e integral às informações necessárias, as partes certamente encontrarão dificuldades ao negociar a alienação de tal participação societária podendo, além da responsabilização mencionada acima, desistirem do negócio. Nesse sentido, Daniel Lundenberg e Brice Bostian¹⁶ explicam que, em um cenário ideal, sem falhas de mercado, qualquer um seria plenamente capaz de avaliar com exatidão o valor de seus bens e direitos, assim como apurar as contingências e sua extensão, para realizar a melhor avaliação financeira possível e identificar com precisão o exato valor que deve ser pago em uma aquisição e os riscos inerentes à operação.

Contudo, estamos longe deste mundo ideal em que as informações estariam plenamente disponíveis e o próprio mercado forneceria as ferramentas para precificar de forma exata os objetos dos contratos. Na realidade, as informações são escassas e a obtenção de forma completa e precisa de informações tem um alto custo. Na prática do mercado das fusões e aquisições, busca-se mitigar esta simetria com a obtenção da maior quantidade de informações possíveis no momento da *due diligence*.

¹⁶ LUNDENBERG, Daniel; BOSTIAN, Brice. Accounting for Transaction Costs and Earn-outs in M&A. In Practical Law Company. 2012. p. 3. Disponível em: [https://www.grantthornton.ca/resources/Accounting%20for%20Transaction%20Costs%20and%20Earnouts%20in%20M-A%20\(4-504-4662\).pdf](https://www.grantthornton.ca/resources/Accounting%20for%20Transaction%20Costs%20and%20Earnouts%20in%20M-A%20(4-504-4662).pdf). Acesso em 25 de maio de 2019.

Em suma, a *due diligence* legal, feita pelos assessores legais, consiste no exame de diversos documentos para, exemplificadamente, (i) comprovar os poderes de assinatura; (ii) a existência livre e desimpedida de quaisquer gravames da participação societária que está sendo negociada; (iii) os passivos e pendências regulatórias que podem gerar dispêndios ao comprador no futuro; (iv) questões de *compliance*; (v) contratos relevantes e necessidade de autorização das contrapartes para que não haja rescisão decorrente da operação; dentre outros.

O alto custo referido no parágrafo anterior é tanto de tempo como de dinheiro, já que o comprador irá pagar seus advogados e empresas de auditorias para se debruçarem sobre tais documentos e analisar cada um destes itens, bem como, para o vendedor, além da análise de seus advogados para a indicação dos documentos e informações que serão fornecidas, há o custo com a disponibilização destes documentos, que geralmente é feita por meio de *virtual data rooms*, que são plataformas online com acesso restrito a documentos, como *dropbox*, mas criados especificamente para operações em que haverá troca de dados sigilosos.

Em operações de M&A, na prática, o ideal seria que o vendedor tivesse em mãos todas as informações sobre a empresa que está negociando, o que ocasionalmente, especialmente quando mal assessorado, sequer tem conhecimento de certas questões que serão descobertos apenas na *due diligence* – se não forem se tornar de conhecimento do comprador em uma futura demanda após a concretização da operação – e por isso o vendedor não consegue fornecer informações relevantes para a análise do comprador e, às vezes, não tem interesse em fornecer tudo o que for solicitado para que não haja impacto negativo no preço da transação, ou mesmo muitas vezes não consegue fornecer tais documentos. Há casos, inclusive, em que o vendedor não compreende a necessidade de fornecer, de forma integral e cuidadosa, todas estas informações, já que poderá ser responsabilizado no futuro pela cobrança de indenização por passivos não revelados ou quebra de representações e garantias, por exemplo.

De forma bastante sucinta, Robert L. Brown¹⁷ explica que a *due diligence* se refere ao período *pré-closing* durante o qual comprador e vendedor avaliam um ao outro.”

¹⁷ BROWN, Robert L. *The concise guide to Mergers, Acquisitions and Disinvestitures: Business, Legal, Finance, Accounting, Tax and Process Aspects*. Palgrave Macmillan, 2007, p. 178

Em razão desta questão de assimetria informacional, na teoria, seria de suma importância que o comprador tentasse obter o máximo de informações possíveis para embasar o preço que irá propor pela operação. Contudo, na prática, isso significa um gasto maior, como explicado acima. Assim, muitas vezes não é viável que o comprador tenha a sua disposição quantidade razoável de informações a respeito da empresa-alvo. Como será possível, então, que o negócio seja fechado sem que o comprador tenha garantido o acesso às informações cruciais do objeto da transação e, ainda, de que forma poderá se precaver com relação às informações a que não tiver acesso?

Além das mencionadas falhas de mercado, as vertentes mais modernas das ciências econômicas tem destacado o problema da racionalidade limitada dos indivíduos. Isto porque a economia tradicional assume que, ao fazer escolhas, os indivíduos atuam de forma racional. Contudo, como afirma Richard Posner¹⁸, na prática, diversos estudos já comprovaram que tal premissa não seria real, e que, assim, o comportamento dos indivíduos seria mais complexo e influenciável do que diz a teoria tradicional. Esta se mostrou inadequada, o que deu origem ao desenvolvimento de um novo ramo já bastante popularizado da economia chamado economia comportamental, que explora exatamente a irracionalidade inerente que acomete mesmo os indivíduos considerados mais qualificados.

Nesse sentido, Cooter e Ulen¹⁹ comentam que, seguindo a corrente moderna da macroeconomia, assumem que os tomadores de decisões são racionalmente “*self interested*”. Se trata da chamada teoria da escolha, que tem servido aos profissionais da economia nos últimos 60 ou mais anos com relação à reflexão sobre como as pessoas tomam decisões explicitamente econômicas, mas que tem sido atacada nos últimos 30 anos, sobretudo, empiricamente. Ou seja, os experimentos empíricos tem mostrado que as pessoas não se comportam de forma previsível como a teoria da escolha assume.

Considerando as teses da economia comportamental, na prática, o que ocorre é que se o comprador propuser um preço inicial mais baixo, com retenção de uma parte e pagamento desta parcela apenas caso determinado evento se concretize no futuro, o vendedor estaria menos disposto em aceitar tal oferta do que se o comprador oferecesse um preço inicial maior com

¹⁸ POSNER, Richard. *Economics Analysis of Law*. Aspen Casebook Series. 8a edição, 2011. pp. 20 e 21

¹⁹ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law and Economics*. 6a edição. Berkeley Law Books, 2016. Disponível em: <http://scholarship.law.berkeley.edu/books/2>. p. 50

depósito de parcela em uma *escrow* e compromisso de liberação caso tal evento não ocorra. De uma perspectiva neutra, o mecanismo é exatamente o mesmo, mas na segunda opção é colocado de forma mais positiva para o vendedor, que ficará mais inclinado a aceitar tal oferta.

A mesma lógica se aplica quando, partindo do mesmo exemplo, é possível afirmar que o vendedor estaria mais disposto a aceitar a retenção de parcela do preço em *escrow* se fosse titular da conta no lugar do comprador, ainda que, em ambas as hipóteses, as regras e prazos para liberação fossem os mesmos.

O exemplo mencionado acima também exemplifica outro problema relevante identificado pela econômica comportamental. De acordo com Cass R. Sustein²⁰, os indivíduos em geral são mais avessos ao risco e preferem se comprometer com cenários de mais certeza, ainda que isso implique em menor retorno de seu investimento.

Quando sob o ponto de vista das operações de fusões e aquisições, esta aversão ao risco se mostra de forma ainda mais acentuada. O comprador mais avesso ao risco geralmente tenta descontar o maior valor possível do preço em relação aos riscos identificados, procura garantias que consigam protegê-lo de forma suficiente de riscos que sequer foram identificados e tende ainda a superestimar os passivos da empresa-alvo. Na prática, portanto, esse comprador tenta impor ao vendedor uma variedade de mecanismos de ajuste de preço para se garantir contra quaisquer problemas futuros.

Nesse sentido, a economia comportamental, de acordo com Cass R. Sustein²¹ conseguiu identificar ainda problemas como visão enviesada, otimismo irreal e confiança exagerada capazes de acometer as partes em qualquer negócio. A visão enviesada é bastante comum tanto de se identificar como de encontrar na prática do M&A. O vendedor que tem apego e vínculo emocional com seu negócio, por exemplo, tem viés tendencioso e acaba subestimando fragilidades e pontos críticos de sua empresa, bem como muitas vezes subestima seu potencial, sendo mais exigente com relação ao preço.

²⁰ SUNSTEIN, Cass R. *Behavioral Analysis of Law* (Program in Law & Economics Working Paper No 46, 1997). Disponível em: http://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/79/. pp. 5 a 8. Acesso em 25 de maio de 2019.

²¹ SUNSTEIN, Cass R. *Behavioral Analysis of Law* (Program in Law & Economics Working Paper No 46, 1997). Disponível em: http://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/79/. pp. 9 e 10. Acesso em 25 de maio de 2019

Vale ressaltar que tais considerações acima não se aplicam apenas a partes pessoas físicas, mas inclusive pessoas jurídicas, já que as empresas são controladas por acionistas e administradores, indivíduos que inevitavelmente apresentam problemas acima comentados, ainda que em menor ou maior grau.

Voltando à necessidade de regulação estatal e assumindo ser, portanto, inegável a importância dos mecanismos de ajuste de preço em operações de M&A, é possível entender que, em termos normativos, seria do interesse do Governo normatizar de forma precisa e clara sua utilização, de forma a trazer maior previsibilidade – e segurança jurídica – para as empresas, inclusive as estatais, no que tange à aplicação e os impactos de tais cláusulas nos contratos de compra e venda de participação societária.

Importante ressaltar que a falta de regulamentação específica desses mecanismos de ajuste de preço não é, por si só, necessariamente o problema, uma vez que existem diversos negócios jurídicos, estruturas de transações e contratos atípicos que são bastante utilizados no dia-a-dia societário e no meio empresarial sem qualquer regulamentação em lei e sem que tenha havido ao longo dos anos qualquer invalidação de tais atos por conta disto. Inclusive, o próprio Código Civil, em seu artigo 425²², assegura a validade e legalidade de contratos atípicos, desde que respeitadas as regras gerais de contratos como se verá adiante.

Além disso, o ordenamento jurídico brasileiro prevê que suas empresas tem direito à livre iniciativa e plena liberdade de contratar²³, o que foi reiterado e evidenciado com a publicação da Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019, também chamada de “MP da liberdade econômica”, de forma que a ausência de regulamentação não deveria ser obstáculo para o

²² “Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.”

²³ “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:
(...)

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”.

“Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:
(...)

II - ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”.

emprego dos mecanismos de ajuste que, na realidade, jamais deixaram de ser utilizados no meio empresarial.

Nesse cenário, a falta de regulamentação somada à alta complexidade das cláusulas contratuais em operações de M&A, bem como à jurisprudência ainda incipiente se traduz, inevitavelmente, em um palco de instabilidade e insegurança jurídica na utilização dos mecanismos de ajuste de preço para fins de determinação de seus impactos. As decisões judiciais, que são públicas, são escassas e, quando existem, não resolvem o mérito do conflito, com relação aos mecanismos aqui tratados, já que constituem medidas de urgências ou ações de anulação de sentenças arbitrais, como será melhor detalhado adiante. Isso porque os conflitos oriundos dessas cláusulas são levados à arbitragens que, por sua vez, são confidenciais, de modo que existe atualmente enorme incerteza, o que tornam necessárias as discussões sobre tais métodos de ajuste.

No âmbito fiscal, a partir da redação implementada a partir de 2014²⁴, o artigo 20 do Decreto-Lei nº 1.598/1977 prevê que na aquisição de participação societária o comprador que determinar o custo do investimento a partir do valor patrimonial líquido deverá desdobrar o custo de aquisição em (i) valor de patrimônio líquido no momento da aquisição; (ii) mais ou menos-valia, que significa a diferença entre o valor justo dos ativos líquidos na proporção da participação adquirida; e (iii) ágio por rentabilidade futura, o *goodwill* mencionado acima, que é a diferença entre o custo de aquisição do investimento e a soma dos valores dos itens “i” e “ii”. Além disso, nos termos do parágrafo 5º do referido artigo do Decreto-Lei, é dever do comprador apurar os ativos adquiridos, bem como os passivos que serão assumidos pelos seus valores justos na data da aquisição.

Valor justo, neste aspecto, de acordo com Sérgio de Iudícibus e Eliseu Martins²⁵ e nas normas contábeis brasileiras²⁶, é o valor pelo qual a participação, ação, quota, ativo ou passivo poderia ser transacionado entre partes em uma operação no mercado sem qualquer

²⁴ Com a publicação da Lei nº 12.937/2014.

²⁵ IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. *Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo*. In Revista de Contabilidade e Finanças da USP, nº 44, 2007. pp. 11 e 17. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34220/36952>. Acesso em 01 de junho de 2019.

²⁶ Pronunciamento Técnico CPC 15: “Valor justo é preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração”.

favorecimento, devendo corresponder, em resumo, ao valor de mercado daquela participação que está sendo transacionada.

Em se tratando da aquisição de um investimento, por exemplo, a legislação brasileira permite o registro de tal investimento pelo seu preço de aquisição, sem que este deva ser alterado posteriormente conforme o desempenho da sociedade investida e o regramento tributário, sequer exige a avaliação pelo método da equivalência patrimonial.

Em resumo, este método de equivalência patrimonial – também chamado apenas de MEP – importa na atualização do valor contábil do investimento ao valor correspondente à porcentagem detida pelo investidor no capital social sobre o patrimônio líquido da investida e é de observância obrigatória, nos termos do artigo 248 da Lei das S.A., de forma que todo investimento em sociedade controlada ou coligada deve ser obrigatoriamente avaliado pelo MEP para que o patrimônio líquido da investida seja refletido no balanço patrimonial da investidora.

1.2 - O CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE AÇÕES OU QUOTAS

Antes de pormenorizar o tema, é essencial delimitar os conceitos de incorporação, fusão e cisão previstos nos artigos 227, 228 e 229 da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”). Além das hipóteses típicas da lei, serão também entendidas como integrantes do conceito de M&A as transferências de ações que resultarem em alienação de controle, regidas pelo artigo 254-A, §1º da Lei das S.A., ou mesmo a alienação completa de ações e/ou ativos de uma sociedade. Contudo, para os fins do projeto, serão consideradas tanto operações envolvendo sociedades anônimas como de sociedades limitadas, em que a alienação de parte ou da totalidade de suas quotas também é possível, que serão chamadas de “transações”, “operações” ou “M&A”.

Com efeito, em síntese, as denominadas operações de M&A podem ser entendidas como as transações de concentração empresarial em suas diferentes modalidades, que englobam desde a compra e venda de sociedades, operações ou ativos, como, de outro lado, as operações de reorganização societária propriamente ditas, quais sejam a incorporação, incorporação de ações, cisão e fusão. Esta abordagem é sinteticamente explicada por Paula Andrade e Roberto Coimbra Silva, que lecionam que *“No Brasil, utiliza-se a expressão fusões e aquisições ou*

M&A (mergers and acquisitions) para englobar não somente as operações de aquisição de ações, quotas ou ativos, mas também para tratar das operações de fusões propriamente ditas, incorporações ou cisões.”²⁷

Esta abordagem também tem origem estrangeira, conforme explicam Lamy Filho e Bulhões Pedreira:

Em vários direitos estrangeiros fusão e incorporação são tratadas como um único negócio, com duas modalidades – fusão propriamente dita (corresponde à nossa fusão) e fusão imprópria, ou por absorção (nossa incorporação). A maior parte da doutrina estrangeira adota esse conceito unitário de fusão porque o resultado final dos dois negócios é o mesmo – a unificação de sociedades – e a diversidade de procedimentos e de alguns efeitos não justifica conceituá-los como negócios distintos.²⁸

Inclusive, quanto a este particular, deve-se esclarecer que o predomínio da utilização de termos em inglês na linguagem específica deste tipo de operação é resultado da concentração das operações no eixo Nova Iorque-Londres, sobretudo a partir dos anos 70, quando este mercado se intensificou, e onde o volume de negociações fez com que novas regulações fossem, e ainda sejam, criadas a todo o momento. Tais regulações, que, com o tempo, passaram a ser testadas e reproduzidas em diferentes circunstâncias, e em diferentes países, fizeram com que as cláusulas mais utilizadas e complexas passassem a ser conhecidas por seu nome em inglês, o que agiliza e simplifica as negociações, que, na grande maioria dos casos, envolvem vendedores, compradores ou investidores estrangeiros.

As operações de M&A, que, conforme se expôs na introdução, abarcarão, nesta pesquisa, tanto os contratos de compra e venda de ações, como os de quotas, participação, *joint venture*, dentre outras formas de reorganização societária, são regidas no ordenamento jurídico brasileiro pelas regras gerais aplicáveis aos contratos de compra e venda, tipificado e regulado pelos artigos 481 a 532 do Código Civil: “*Art. 481. 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.*”

²⁷ CHAVES, Paula Andrade R.; SILVA, Paulo Roberto Coimbra. *Fusões e Aquisições*. Diretrizes Jurídicas dos Negócios e Principais Mercados no Brasil, São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 97

²⁸ LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA. *Direito das companhias* – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1263

Assim, o contrato de compra e venda de uma operação de M&A, também trabalho denominado SPA, do inglês, *Share Purchase Agreement*, possui três elementos essenciais de validade. São elas (i) o objeto da venda, no caso das operações de M&A, as ações, quotas, participação ou ativos que estão sendo alienados; (ii) o preço, ou seja, a contrapartida financeira da transferência dessas ações ou ativos; e (iii) a expressa declaração de convergência das partes, ou simplesmente, o consenso, com relação às condições do negócio, que se caracteriza, dentre outros, pela assinatura por pessoas capazes e pelas testemunhas.

Nas palavras de José Roberto de Castro Neves²⁹:

Seguindo a orientação clássica, a compra e venda se qualifica pela obrigação, assumida por uma das partes, consistente em transferir a propriedade de uma coisa à outra, mediante o recebimento de um preço em dinheiro.

É certo, contudo, que há grande divergência doutrinária com relação à tipicidade do contrato de compra e venda de participação societária, já que, dependendo de eventuais variações em suas disposições, ou caso a contraprestação estipulada não seja em dinheiro – muitas vezes esta é feita por meio de ativos ou ações - o contrato deixa de ser um contrato típico de compra e venda, e se transforma em atípico, como lecionado por Orlando Gomes:

Importantes contratos típicos, como a venda e locação, tornam-se atípicos em consequência da adjunção de uma cláusula que os transforma. Tais são, dentre outros: a venda de controle acionário (...)³⁰

Entretanto, para fins desta Capítulo I, o SPA será abordado como um contrato de compra e venda típico, por possuir seus requisitos essenciais legais de existência e validade, conforme definido pelo art. 481 do Código Civil, quais sejam: objeto, preço e consenso.

²⁹ NEVES, José Roberto de Castro Neves. *Contratos I*. 1 ed. Rio de Janeiro: LMJ Mundo Jurídico, 2016, p. 39

³⁰ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 100.

Importante lembrar, contudo, que, conforme assevera Gabriel S. Brushinelli, a compra e venda de participações societárias, embora seja regida pelo direito dos contratos, “*não pode ser compreendido adequadamente sem a perspectiva societária*”³¹.

Assim, conceituado o SPA, em sua forma padrão, como um contrato de compra e venda típico, passa-se a analisar as sucessivas etapas de sua elaboração.

O início das negociações em uma operação de M&A geralmente ocorre quando uma sociedade ou um grupo de sociedades ou pessoas decide alienar uma sociedade específica (a sociedade-alvo), parte de sua participação nela ou seus ativos. Temos neste momento o primeiro elemento básico do contrato, qual seja, o objeto.

Uma vez definida a vontade do vendedor em alienar o bem, inicia-se a busca por um assessor financeiro, que é geralmente uma instituição financeira, um assessor jurídico (o advogado especializado na área de fusões e aquisições e direito societário) e, por fim, um potencial comprador. Este último geralmente ou já existe no momento em que o vendedor procura seus assessores, ou é definido em um processo competitivo.

No processo competitivo, via de regra, o vendedor abre um procedimento para escolher a oferta que melhor se adequa às suas necessidades. Potenciais compradores enviam minutas de contrato não vinculantes com base nas informações e documentos disponibilizados pelo vendedor. O preço, apesar de um dos pontos mais relevantes que o vendedor considera, não é o único que conta para a escolha do comprador em um processo competitivo. Os mecanismos de ajuste de preço, bem como as declarações e garantias que serão exigidas são também bastante relevantes.

Todos esses fatores representarão papéis essenciais na elaboração do contrato de compra e venda de participação societária, desde a precificação da companhia, com base na análise minuciosa de seus ativos e demonstrações financeiras, até a redação e negociação das cláusulas do contrato.

³¹ 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

Outra particularidade da elaboração de um SPA é o fato de que, ao longo das primeiras tratativas entre as partes, é comum a celebração dos denominados contratos preliminares, que devem regular e definir termos como a confidencialidade das informações que serão obtidas pelo potencial vendedor (os chamados *Non Disclosure Agreements*, ou *NDA*), memorando de entendimentos (*em inglês também “MoU” ou “Head of Agreement”*), e outros contratos similares estipulando, dentre outros termos, prazos para, por exemplo, a apresentação de uma oferta vinculante. Nesta última, mais do que a estrutura da operação, o vendedor procura uma base do preço que o potencial comprador está disposto a pagar pelo *deal* após análise dos documentos e informações da companhia alvo ou do ativo objeto da transação.

Paralelamente, ou após a assinatura de um ou mais dos contratos preliminares mencionados acima, é realizada uma das etapas fundamentais de qualquer operação: a *due diligence*. Consiste ela na análise, inspeção, verificação e levantamento de todos os dados e informações possíveis sobre o vendedor e o objeto da operação, tanto pelos assessores financeiros – que vão buscar determinar um preço ou uma mecânica de ajuste de preço e pagamento para a operação – como pelos assessores jurídicos, que vão verificar todas as exigências impostas pela legislação para a conclusão da operação, dentre elas as licenças ambientais, aprovações societárias, regulatórias, bem como as contingências, alocação fiscal, dentre outros que vão depender do setor do ativo/ sociedade-alvo e do tamanho da operação.

Muito embora o foco de qualquer advogado de M&A seja a redação e negociação do SPA, o resultado da auditoria é a base que ele precisa para definir quais tipos de cláusulas deverão ser inseridas e adotadas no contrato a ser celebrado. As cláusulas de representações e garantias, condições precedentes e indenização, em especial, só tomam forma uma vez que o advogado tem em mãos o relatório da auditoria, por meio do qual toma conhecimento das particularidades do negócio que, eventualmente, exigirão a adoção de um ou outro tipo de mecanismo de ajuste de preço, conforme detalhado no Capítulo II adiante.

Como exemplos do impacto da *due diligence* na escolha das cláusulas que serão adotadas no contrato, imagine-se que em uma eventual auditoria seja identificado um determinado passivo concreto ou esperado em valor demasiadamente expressivo na companhia vendida. Tal circunstância poderia tornar necessária a prestação, pelo vendedor, de representações, garantias e indenização ao comprador muito mais amplas e rígidas do que aquelas que seriam oferecidas

caso a companhia não possuisse um passivo arriscado para o comprador. Da mesma forma, o próprio preço – e o seu eventual ajuste ou mecanismo de pagamento diferido – será alinhado apenas mediante a conclusão do relatório da *due diligence*, em conjunto com o assessor financeiro da parte.

Em seguida, uma vez concluída a negociação dos termos e condições do SPA, o que pode levar um longo período, com inúmeras rodadas de versões preliminares do contrato, ocorre o momento da assinatura, ou *signing*, que representa o fim da negociação do SPA e troca de minutas entre advogados, encerrando-se assim a etapa de elaboração da transação, ou seja, o momento em que ambas as partes chegam a um acordo definitivo sobre os termos em que se dará a aquisição dos ativos objeto do contrato. Todavia, como já se adiantou, o momento da assinatura não necessariamente representa a conclusão da operação, já que geralmente existe um lapso temporal entre a assinatura e o fechamento – esse sim, o término da operação –, momento em que geralmente é feito o pagamento do preço e é realizada a transferência do objeto da operação do vendedor para o comprador.

Neste intervalo de tempo, as partes deverão, mutuamente, buscar concluir as condições precedentes previstas no contrato para que só então, uma vez verificado seu adimplemento, seja realizado o fechamento da transação. É possível, apesar de raro, que *signing* e *closing* ocorram na mesma data, de forma quase simultânea, em que as partes ao mesmo tempo em que assinam o SPA, na sequência já assinam o termo de fechamento e o pagamento e a transferência da participação ou qualquer que seja o objeto da transação ocorra.

A este respeito, exemplo desta peculiaridade de existir um longo intervalo entre o *signing* e o *closing* é a condição precedente, comumente incluída em contratos dessa natureza, de obtenção de aprovação do CADE, agência reguladora do segmento da companhia alienada e da Comissão de Valores Mobiliários, no caso de operações que envolvem companhias abertas, para comprovar a desnecessidade de realização de oferta pública de aquisição - OPA. Operações que envolvem sociedades do setor elétrico, por exemplo, precisam de autorização prévia da ANEEL para alteração de seu controle³², da mesma forma que qualquer operação que possa vir a configurar um monopólio ou oligopólio deverá ser submetida à análise e aprovação do CADE.

³² Art. 5º da Resolução Normativa ANEEL nº 484 de 17 de abril de 2012.

Assim, vê-se que a preparação do SPA ultrapassa em muito a mera aplicação direta de conceitos jurídicos e repetição de cláusulas já consolidadas no mercado³³. É, na realidade, produto de um esforço conjunto não só dos advogados, mas também dos economistas, contadores, diretores, acionistas envolvidos na operação, e até mesmo do Estado, que exige que a operação seja submetida à aprovação de seus órgãos reguladores e autarquias.

1.3 - O PREÇO

O preço é, como se viu, elemento essencial de existência do contrato de compra e venda típico. Todavia, nos contratos de compra e venda de operações M&A, além de fator determinante sob a ótica jurídica de pressuposto de existência, o preço, sob o ponto de vista comercial e negocial, é o elemento que, pela sua própria natureza, demanda mais cuidado, apuração específica e negociação para ser estabelecido. É nada menos que a remuneração, a contraprestação pelo cumprimento do objeto do contrato³⁴.

Além disso, deve ele ser necessariamente pago em dinheiro, já que, se pactuado de outra forma, caracterizaria o contrato como uma permuta. No mesmo sentido, se a contraprestação for inexistente ou irrisória, tratar-se-ia de uma doação e não de compra e venda.

Nos termos do artigo 315³⁵ do Código Civil, o preço deve ser expresso em moeda corrente nacional, em cumprimento ao princípio do nominalismo. Isto não impede que o preço seja estipulado em moeda estrangeira, como ocorre com certa frequência em transações envolvendo partes estrangeiras, desde que haja a necessária conversão em moeda nacional no ato do pagamento³⁶.

Neste ponto, as partes comumente enfrentam uma dificuldade para a estipulação do preço de uma sociedade, sobretudo tratando-se companhias de capital aberto e pulverizado, que

³³ 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

³⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*: volume 3: contratos. rev. e atual. Caitlin Muholland. – 22. ed. – Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 219

³⁵ Art. 315. As dívidas em dinheiro deverão ser pagas no vencimento, em moeda corrente e pelo valor nominal, salvo o disposto nos artigos subsequentes.

³⁶ VENOSA, Sílvio de Salvo. *Código civil interpretado* – 3. ed. – São Paulo: Atlas, 2013, p 465

sofrem variações no seu valor de mercado a todo o tempo, na medida em que o valor de negociação em bolsa de suas ações oscila. A isso se soma o fato de que, em geral, quanto maior e mais complexa a sociedade e a verificação do preço da operação, maior tende a ser o período estabelecido no contrato entre a assinatura e o fechamento da operação, intervalo este em que o valor de mercado de uma companhia aberta, com grande dispersão acionária, pode variar substancialmente, a depender das circunstâncias concretas, exigindo-se assim que tal circunstância seja considerada no momento da elaboração da cláusula de ajuste de preço “*stricto sensu*”, por exemplo.

Para compreender estes casos, o legislador não exige que o preço seja determinado, admitindo-se também que ele seja “determinável”, o que também é comum em contratos de fusões e aquisições. Assim, nessa linha, nos termos dos artigos 485 a 487 do Código Civil, se o preço não for estipulado de imediato pelas partes, deverão elas estabelecer que sua determinação será feita (i) por arbitramento de um terceiro; (ii) de taxa de mercado ou cotação em bolsa; ou (iii) da aplicação de índices e parâmetros objetivos, o que ocorre muitas vezes com a previsão, em contrato, de uma fórmula específica para calcular o preço a ser pago.

Cabe mencionar ainda outros requisitos legais de validade do preço: este deve ser sério, real e justo. Sério significa dizer que não pode o preço ser ínfimo ou irrisório, o que pode descaracterizar a compra e venda e torná-la nula. Além disso, por real se quer dizer que o preço deve ser verdadeiro, o contrário de fictício ou simulado. Em outras palavras, deve corresponder ao valor do objeto da venda, ainda que esta correspondência não seja exata.

Finalmente, o preço é justo quando há equivalência e proporcionalidade entre as obrigações pactuadas pelas partes no contrato, sob pena de anulabilidade, caso verificados algum dos vícios de vontade estabelecidos no regramento civil, ou, ainda, da aplicação do instituto do reequilíbrio econômico do contrato, nos termos do artigo 317³⁷ do Código Civil, caso, entre a assinatura e o fechamento do contrato, ocorra evento imprevisível, que provoque ulterior disparidade entre o valor do preço e sua contraprestação no momento do fechamento.

³⁷ Art. 317. Quando, por motivos imprevisíveis, sobrevier desproporção manifesta entre o valor da prestação devida e o do momento de sua execução, poderá o juiz corrigi-lo, a pedido da parte, de modo que assegure, quanto possível, o valor real da prestação.

Além disso, o artigo 20 do Decreto-Lei nº 1.598/1977, já mencionado no subcapítulo anterior, foi recentemente regulamentado pela Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 1.700/2017 (“IN RFB”), que definiu regras infralegais para a definição do custo de aquisição. Dentre elas, o parágrafo 12º do artigo 178 da IN RFB é de suma importância para nosso estudo, uma vez que, ao estabelecer uma ordem de alocação do preço de aquisição, determina de forma expressa que o custo “*respeitará o disposto na legislação comercial, considerando inclusive contraprestações contingentes, sendo seu tratamento tributário disciplinado no art. 196.*”

Por sua vez, o conceito de contraprestação contingente é definido no artigo 197 da mesma IN RFB como (i) as obrigações assumidas pelo comprador de transferir participações societárias ao vendedor dependendo de evento futuro e incerto; ou (ii) o direito do comprador de reaver parte do preço caso certas condições sejam satisfeitas.

Tal definição encontra respaldo na legislação civil, já que o artigo 106 do Código Civil dispõe que “*A impossibilidade inicial do objeto não invalida o negócio jurídico se for relativa, ou se cessar antes de realizada a condição a que ele estiver subordinado.*”

De acordo com as explanações de Caio Mário da Silva Pereira³⁸, a reciprocidade das obrigações é inerente aos contratos bilaterais, motivo pelo qual a existência de duas partes ou mais em um contrato implica em uma interdependência dentre as obrigações nele dispostas, uma vez que a obrigação que uma parte assume se subordina à assunção de uma outra obrigação pela outra parte. Assim, cada parte condiciona sua própria obrigação à contraprestação da outra, motivo pelo qual o artigo 476³⁹ do Código Civil prevê que uma parte não pode exigir o cumprimento da obrigação da outra sem que tenha cumprido com a sua própria, já que são recíprocas.

Importa destacar que a palavra “contraprestação” é usualmente empregada em diversos contextos nos quais geralmente tem sentido de obrigação de pagar, representando uma obrigação recíproca a outra obrigação assumida pela outra parte.

³⁸ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Volume III. 12ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 65 a 67.

³⁹ “Art. 476. Nos contratos bilaterais, nenhum dos contratantes, antes de cumprida a sua obrigação, pode exigir o implemento da do outro”.

Por sua vez, o termo “contingente” está relacionado a algo incerto, eventual sobre o qual se tem dúvidas. Assim, o conceito legal de contraprestação contingente envolveria uma obrigação de pagar válida, uma vez que já foi assumida, mas incerta, já que seu cumprimento pode não ocorrer.

No contexto da prática societária de fusões e aquisições, a expressão “contraprestação contingente” está relacionada ao preço de aquisição da participação societária da empresa-alvo, sendo que, pela natureza contingente, tem como característica a eventualidade de seu efetivo pagamento. Tal incerteza com relação ao pagamento, contudo, não tira a natureza de preço de aquisição de tal parcela contingente pelo que se extrai do artigo 178, §12^{o40} da IN RFB nº 1.700/2017.

Apesar de se tratar de regramento tributário, essencial na análise da operação para apuração de obrigações fiscais dela decorrentes, como não há regramento específico para os institutos utilizados nos contratos de fusões e aquisições, é ferramenta bastante relevante para o estudo que se pretende no presente trabalho.

Nesse sentido, a mesma IN RFB nº 1.700/2017, em seu artigo 197, dispõe sobre contraprestação contingente e menciona como exemplos, ainda que sem mencionar os nomes aqui utilizados, no item ‘a’, o mecanismo de *earn out*, descrito como “*obrigações contratuais assumidas pelo adquirente de transferir ativos adicionais ou participações societárias adicionais aos ex-proprietários da adquirida, subordinadas a evento futuro e incerto*” e, no item ‘b’, o mecanismo de *holdback*, como “*direito de o adquirente reaver parte da contraprestação previamente transferida ou paga, caso determinadas condições sejam satisfeitas.*” Assim, esses dois mecanismos, enquanto contraprestações contingentes, de acordo com as normas infralegais, geralmente tem natureza de preço de aquisição.

Contudo, este enquadramento como preço de aquisição não é regra, visto que o artigo 196 da mesma Instrução Normativa, em seu parágrafo 1º, determina que os efeitos tributários a serem conferidos aos mecanismos de ajuste de preço independem “*da denominação dada à*

⁴⁰ Art. 178, § 12. A composição do custo de aquisição a que se refere o caput respeitará o disposto na legislação comercial, considerando inclusive contraprestações contingentes, sendo o seu tratamento tributário disciplinado no art. 196.

operação ou da forma contábil adotada pelas partes envolvidas”, o que demonstra que, apesar do tratamento, via de regra, como preço, cada cláusula deve ser avaliada conforme a sua natureza jurídica específica, independentemente de qualquer denominação formal.

Para finalizar a análise de regramento tributário, vale mencionar também os artigos 116, II, e 117 do Código Tributário Nacional⁴¹ que determinam que, para fins de incidência tributária, o fato gerador é verificado (i) no implemento da condição suspensiva; ou (ii) da prática do ato ou da celebração do negócio vinculado à condição resolutiva.

Por sua vez, os conceitos de condição suspensiva e resolutiva podem ser extraídos do Direito Civil. De acordo com os artigos 121 a 128 do Código Civil, a condição suspensiva ocorre quando o negócio jurídico depende de fato ou evento futuro para obter eficácia (artigo 125⁴²), sem acarretar em qualquer implicação jurídica para as partes caso esse fato ou evento não se concretize, enquanto no caso de condição resolutiva o negócio jurídico é válido e eficaz desde a assinatura do contrato, contudo, caso evento ou fato futuro se implemente, o negócio será desfeito e os deveres e obrigações previstos no instrumento serão extintos (artigos 127 e 128⁴³).

⁴¹ “Art. 116. Salvo disposição de lei em contrário, considera-se ocorrido o fato gerador e existentes os seus efeitos:

I - tratando-se de situação de fato, desde o momento em que o se verificarem as circunstâncias materiais necessárias a que produza os efeitos que normalmente lhe são próprios;

II - tratando-se de situação jurídica, desde o momento em que esteja definitivamente constituída, nos termos de direito aplicável.

Parágrafo único. A autoridade administrativa poderá desconsiderar atos ou negócios jurídicos praticados com a finalidade de dissimular a ocorrência do fato gerador do tributo ou a natureza dos elementos constitutivos da obrigação tributária, observados os procedimentos a serem estabelecidos em lei ordinária.

Art. 117. Para os efeitos do inciso II do artigo anterior e salvo disposição de lei em contrário, os atos ou negócios jurídicos condicionais reputam-se perfeitos e acabados:

I - sendo suspensiva a condição, desde o momento de seu implemento;

II - sendo resolutória a condição, desde o momento da prática do ato ou da celebração do negócio”.

⁴² “Art. 125. Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa”.

⁴³ Art. 127. Se for resolutiva a condição, enquanto esta se não realizar, vigorará o negócio jurídico, podendo exercer-se desde a conclusão deste o direito por ele estabelecido.

Art. 128. Sobrevindo a condição resolutiva, extingue-se, para todos os efeitos, o direito a que ela se opõe; mas, se aposta a um negócio de execução continuada ou periódica, a sua realização, salvo disposição em contrário, não tem eficácia quanto aos atos já praticados, desde que compatíveis com a natureza da condição pendente e conforme aos ditames de boa-fé”.

Para Caio Mário da Silva Pereira⁴⁴, quando um negócio jurídico tem sua eficácia sujeita a determinada condição suspensiva, todas as obrigações que seriam assumidas no momento de sua celebração estão suspensas e o que existe é apenas uma expectativa de direito. Contudo, apesar de não haver eficácia das obrigações, as partes formaram uma relação jurídica a partir do negócio jurídico que passa a existir, ainda que suspensa sua eficácia. Por sua vez, quando a eficácia está condicionada a uma condição resolutiva, o autor salienta que o direito já está constituído e que o negócio jurídico é plenamente eficaz desde sua assinatura, sendo as obrigações avençadas exequíveis, sendo que tal direito pode ser extinto apenas se concretizada a condição resolutiva.

Ainda sobre as condições resolutivas e suspensivas, Sílvio de Salvo Venosa⁴⁵ afirma que a condição resolutiva é, na realidade, uma previsão legal que permite às partes não executar o contrato. Assim, uma vez verificada a condição resolutiva, as partes voltam ao *status quo ante*, desfazendo os efeitos que o contrato produziu até o momento.

⁴⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Volume I. 22ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 564 e 567.

⁴⁵ VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos*. 12ª edição. São Paulo: Atlas, 2012. p. 497.

1.4 - O VALUATION

Com efeito, já se expôs que as operações de M&A envolvem profissionais de diversas áreas. Enquanto o operador do direito é o responsável pela negociação e elaboração da redação do SPA, a definição do preço fica a cargo do assessor financeiro, geralmente uma equipe de *investment banking* de bancos ou instituições financeiras que auxiliam cada parte. São eles os responsáveis pela coordenação geral da operação, pela compilação e, sempre que possível, precificação dos diferentes elementos contratuais ou potencial risco decorrente da operação.

Por esta razão, cumpre esclarecer, logo no início deste subcapítulo, que bancos de investimento se diferenciam dos bancos de varejo – aquele em que pessoas físicas movimentam salários, pagamentos do dia-a-dia, dentre outros – porque concentra profissionais voltados para análises de carteiras de investimento. Dentre outros setores, nos quais encontram-se, por exemplo, analistas e gestores de fundos de investimentos, existe a equipe que assessora as partes em um M&A.

Muitas vezes esses assessores são os responsáveis pela iniciativa de uma das partes em realizar a transação, já que sugerem, como forma de reorganização societária ou por necessidade de capitalização da sociedade, que seja realizada uma alienação ou oferta de ações. Da mesma forma, assessores financeiros de potenciais compradores podem sugerir a seus clientes que adquiram ou incorporem ações para atingir um melhor resultado financeiro ou como forma de expansão e crescimento da companhia ou seu *market share*.

Tais assessores são imprescindíveis para a determinação do preço a ser fixado no contrato. Todavia, quanto a este particular, não se deve confundir o preço por ação que será definido em contrato, relacionado à operação em si – que muitas vezes é abatido dos custos com advogados, taxas para requerimentos perante autarquias e órgãos reguladores, bem como a alocação de riscos e investimentos futuros na companhia que será adquirida ou investida – e o valor de mercado da companhia, ativo ou ações.

Isso porque enquanto o preço pago pela ação de uma companhia negociada na Bolsa de Valores é determinado pelo fluxo natural de oferta e demanda, o preço da operação de M&A é resultado da convergência de interesses do vendedor e comprador, resultado este muito influenciado pelo quanto seus advogados conseguem negociar termos e condições mais

favoráveis no SPA para que o vendedor receba o maior valor possível e que o comprador ofereça um valor justo, mas com o menor risco possível de prejuízos futuros.

Assim, a estrutura de uma operação pode variar em razão de diversas visões ou expectativas que comprador e vendedor possuem sobre o estágio de desenvolvimento e riscos do negócio, comumente relacionados a potencial de crescimento, necessidade de liquidez de cada parte e diferentes estratégias de gestão e modelo de negócios. Por isto, muitas vezes as partes iniciam as negociações com uma estrutura para a operação em mente e terminam com outra. Na maioria das vezes isto ocorre para facilitar ou maximizar os resultados das partes do ponto de vista financeiro.

Para melhor explicar como o preço da operação é determinado, deve-se retornar à discussão sobre a *due diligence*, momento em que os assessores financeiros também analisam os documentos disponibilizados, por meio dos quais poderão fazer o *valuation* da companhia e determinar um preço base e formas de pagamento possíveis para satisfazer as necessidades de seus clientes.

Com efeito, o *valuation* é o processo de atribuição de valor a uma empresa ou a um ativo, que deve servir aos fins da mensuração de sua performance sob a perspectiva não apenas de seus investidores, mas de todos acionistas. É, portanto, peça fundamental no contexto de fusões e aquisições, sobretudo durante a negociação entre comprador e vendedor sobre os termos e condições específicas que irão para a redação do contrato. Ainda que haja muita controvérsia acerca do conceito exato do termo *valuation*, para fins desta pesquisa trataremos como processo por meio do qual é atribuído preço justo a determinado ativo.

Importante esclarecer, conforme assevera Aswath Damodaran⁴⁶, professor de finanças na Universidade de Nova Iorque e um dos maiores nomes da análise de empresas, que a atividade de avaliação não visa a definição de um valor real do ativo, quer seja no âmbito da negociação de um M&A, ou mesmo como ferramenta para tomada de decisão individual de investimento. A atividade de avaliação sempre será influenciada por diferentes vieses, sobretudo em razão da qualidade e quantidade de informações fornecidas ou acessadas pelos analistas responsáveis e

⁴⁶ DAMODARAM, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd edition. Wiley: 2012

de suas experiências prévias. Ainda que no papel sejam fórmulas matemáticas, possuem, sempre, relevante grau de subjetividade.

A avaliação de uma empresa, por exemplo, pode determinar que será levado em conta o preço de mercado, informações fornecidas por seu Conselho de Administração e relatórios de auditores independentes. Assim, nestas circunstâncias, para este *valuatio*, percepções do mercado, da própria administração e de terceiros, todas já influenciadas por seus próprios vieses, serão usadas como base no momento da atribuição, pelo avaliador, do valor da empresa. Tem-se assim que tal qual a divulgação da metodologia e dos motivos para sua escolha também, é de suma importância, sobretudo para os destinatários do resultado da avaliação, que sejam conhecidas e compreendidas as premissas levadas em consideração neste *valuation*.

Para Damodaran⁴⁷, de maneira geral, os métodos de *valuation* podem ser divididos entre avaliação relativa, avaliação de direitos contingentes e avaliação por fluxo de caixa descontado. Isso, no direito brasileiro, corresponderia às metodologias tipicamente adotadas em operações domésticas ou às quais se aplica o direito brasileiro, (a) análise de múltiplos de empresas negociadas em mercados líquidos, como a relação de valor de mercado em bolsa com vendas e lucros; (b) análise de múltiplos de transações anteriores de empresas similares às do cliente e setor da operação; e (c) análise de fluxo de caixa projetado, descontado ao valor presente.

Pode-se afirmar, nesse sentido, que a avaliação relativa é aquela que trabalha com índices comparáveis, como por exemplo, fluxos de caixa, múltiplos de mercado ou múltiplos de operações comparáveis, comparando a performance de determinada empresa em face da média do mercado. Os economistas que defendem a utilização deste método posicionam-se em favor da sua efetividade e factibilidade, características possíveis de serem alcançadas pelo fato de que as companhias comparáveis partilham das mesmas características financeiras, de mercado e dos direcionadores de desempenho. Por outro lado, aqueles que a criticam apontam a simplicidade do método como seu ponto fraco.

Adotando esta metodologia, o analista primeiro deverá selecionar um universo de empresas comparáveis e buscar informações financeiras de tais empresas que tenham sido julgadas relevantes para seus respectivos *valuations*. Na sequência, serão aplicadas as

⁴⁷ DAMODARAM, Aswath. *Applied Corporate Finance: A User's Manual*. Second Edition, 2004, p. 715

principais estatísticas, métricas, índices e múltiplos de mercado. Serão calculados, nesse momento, índices de capitalização de mercado, valor da firma e valor patrimonial, bem como os principais itens da demonstração de resultados, tais como o EBITDA (sigla para o termo em inglês *Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*) e o lucro líquido.

A partir da determinação dos pontos acima mencionados, são avaliados múltiplos e métricas de mensuração de rentabilidade, crescimento, retorno e razões de endividamento. Por fim, são analisados os indicadores financeiros a serem considerados na avaliação das empresas comparáveis – o chamado *benchmarking* – que determinará a força relativa da empresa a ser avaliada em relação ao universo de empresas comparáveis.

O método de fluxo de caixa descontado, por sua vez, é uma avaliação que busca identificar o valor presente do ativo com base na projeção de seu fluxo de caixa descontado⁴⁸. O uso desta metodologia se fundamenta na teoria de que o valor de uma empresa depende dos benefícios futuros que ela irá produzir, descontados para um valor presente, por meio da utilização de uma taxa de desconto definida a determinado grau de risco e leva em consideração, geralmente, os próximos 5 anos da companhia.

A literatura americana afirma que esta metodologia pode ser feita utilizando duas abordagens diversas de fluxo de caixa: uma avaliando o valor para o acionista, por meio do *Free Cash Flow to Equity*, enquanto a outra avaliaria a empresa como um todo (*Free Cash Flow to Firm*). Esta segunda é a mais usual quando se trata de operações de M&A.

O método que analisa o valor contábil é também utilizado para *valuation* em conjunto com outra metodologia, uma vez que, no mercado, e especialmente no mercado de fusões e aquisições, este método tem menor relevância com relação aos demais acima citados. Nesse sentido, o valor contábil leva em consideração o valor pelo qual o patrimônio está reconhecido nas demonstrações financeiras da companhia, que deverá apontar todos os aspectos materialmente relevantes, como a posição financeira, resultado das operações e os fluxos de caixa da empresa, com referência a uma data e um período de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos.

⁴⁸ ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. Wiley, 2009, p. 109

Por fim, vale mencionar o valor de mercado, método que, como o valor contábil, pode compor o *valuation* – acompanhado de outro método – em que o valor da empresa é obtido a partir da soma dos valores de mercado de seus títulos, ou seja, pelo somatório do valor de cada ação que compõe seu capital social, no caso de companhias de capital aberto, por exemplo.

Assim, é nítido que, além de coordenar os demais profissionais envolvidos na operação, bem como a campanha de *marketing*, ou mesmo indicar uma operação para seus clientes, o assessor financeiro é fundamental para a negociação do valor que será atribuído ao objeto da operação⁴⁹. E, mais que isto, de que forma será feito o pagamento.

Muitas vezes, por vontade de uma das partes ou para que o resultado do *valuation* possa garantir o valor mais justo possível, são pactuados também posteriores ajustes de preço. Ou seja, uma previsão de que o preço que constará do SPA quando da sua assinatura poderá sofrer alterações para mais ou para menos, a depender dos resultados obtidos nas datas de referência do *valuation* ou da ocorrência de certos fatos ou atos que podem ocorrer no futuro.

Assim, o assessor financeiro, muito embora não seja o redator do SPA, tem influência direta e substancial no conteúdo da redação final e na inserção – ou não – de determinadas cláusulas, dentre as quais usualmente estão os mecanismos de ajuste de preço e de conta garantia (*escrow account*), que podem prever que o preço será determinável – e não determinado – ou que o pagamento será diferido em vez de pago de uma vez só.

1.5 – PREÇO DO CONTRATO E PREÇO DA EMPRESA

A precificação é, em termos genéricos, o processo de determinação do preço de determinado produto que está sendo oferecido. No caso das operações de M&A, tal produto é a empresa objeto da transação. Veja-se que não se trata, ainda, do preço que vai constar do contrato, conforme exposto anteriormente, mas do valor atribuído à sociedade cuja participação, a totalidade ou parte das ações ou mesmo bens, ainda que tangíveis ou intangíveis, esteja sendo negociada.

⁴⁹ ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. Wiley, 2009, p. 251

É importante fazer esta distinção entre o valor da empresa e o preço do contrato. O primeiro serve de base para o segundo, mas eles não se confundem e – quase – nunca são o mesmo.

Enquanto o *valuation* trata única e exclusivamente do valor do produto objeto da operação, calculado de forma bastante específica, com fórmulas matemáticas e com base nas análises contábeis, provisões de crescimento, dentre outros fatores levados em consideração pelo assessor financeiro, o preço do contrato, partindo deste valor da empresa, é pensado em conjunto com os assessores legais, com base no resultado da *due diligence* e na redação das cláusulas.

Utilizando como exemplo alguns dos mecanismos de ajuste de preço, caso, por exemplo, a *due diligence* revele uma eventual contingência expressiva, em razão de um eventual processo judicial com probabilidade de perda de algumas cifras, as partes irão negociar de que forma esta possibilidade de perda será alocada na transação: se dentro do contrato, na forma de uma cláusula de indenização bastante robusta, por exemplo, ou se diretamente como desconto no preço.

Esta diferença entre o valor da empresa e o preço que será ser disposto no contrato explicita a importância que cada cláusula, palavra ou vírgula possui na negociação de um SPA. Não são raras as vezes em que o valor da empresa é inicialmente apurado em um determinado valor e, por conta de problemas de passivos revelados na *due diligence* relacionados a *compliance*, quantidade considerável de processos judiciais, arbitrais ou mesmo administrativos com grande potencial de sucumbência, existência de inquérito em curso no qual a sociedade é investigada, dentre outras contingências, o preço da empresa acaba sendo drasticamente reduzido.

Por óbvio, diante de situações como estas, muitas vezes os compradores acabam desistindo da aquisição ou, do contrário, diante de um cenário tão imprevisível de possíveis perdas, o próprio vendedor pode vir a desistir da operação. Este é outro momento em que a experiência dos advogados que assessoram as partes é crucial para que sejam criados mecanismos que não onerem demais alguma das partes, tornando o negócio viável.

CAPÍTULO II – OS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO

Se engana aquele que pensa que o esforço dos assessores legais em viabilizar a operação é motivado exclusivamente pela expectativa de recebimento de seus honorários. Muito ao contrário, o negócio é, dependendo das condições do vendedor e do comprador, muitas vezes essencial para a sobrevivência da empresa ou do grupo econômico do qual ela faz parte. Conseqüentemente, a conclusão da operação pode ser determinante para a manutenção do emprego de milhares de pessoas – como no caso de uma companhia que é vendida pelos seus sócios, que não possuem meios de arcar com suas despesas - ou para o crescimento, aumento *do market share* ou manutenção das atividades do comprador.

O interesse além do financeiro e o valor humano empregados nas operações de M&A é muito bem exposto na introdução da dissertação de mestrado de Luciano Piva⁵⁰:

Para Allan Klein, diretor financeiro da companhia aberta *Brajdas Corp.*, a aquisição da *Cypress Eletronics*, uma empresa de distribuição de componentes eletrônicos, era uma operação importante e estratégica para diversificar o portfólio da companhia. Para Ed Kramar e seus sócios, empresários 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.

Diante do exposto, não restam dúvidas, mesmo aos mais leigos, que não só a escolha de um mecanismo, como o momento de sugerir e especialmente a redação de uma cláusula de ajuste de preço é parte fundamental de um M&A.

Em breve síntese, os mecanismos de ajuste de preço aqui tratados buscam adequar o preço de aquisição de determinado ativo – principalmente ações - no intervalo entre a assinatura do contrato de compra e venda de ações ou quotas (o denominado *signing*) e o fechamento da operação (*closing*). Este intervalo, como será adiante exposto em capítulo específico, corresponde ao prazo pactuado pelas partes para a conclusão da operação, durante o qual será verificado o cumprimento das condições precedentes para seu fechamento, como, por exemplo,

⁵⁰ PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na Compra e Venda de Participações Societárias*. Dissertação apresentada para obtenção de grau de mestre em Direito pelo programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2018. Disponível em <https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/185100/001079529.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em 15 de janeiro de 2019.

a submissão da operação à aprovação prévia pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE, bem como das respectivas agências reguladoras de cada setor, e, ainda, a averiguação da veracidade das declarações e garantias prestadas por cada parte do contrato, dentre outras aprovações e medidas que devem ser verificadas para a conclusão da operação pretendida, variando caso a caso.

O racional das cláusulas de tem origem no fato de que a precificação de uma companhia - ou seja, a definição do preço de venda no momento da assinatura do contrato - é feita com base na avaliação de sua condição financeira em uma determinada data específica, a “data-base”, geralmente anterior àquela em que as partes assinam o contrato de compra e venda. Contudo, o *closing* pode ocorrer muitos meses após a referida data. Neste ínterim, podem ocorrer diversos eventos que afetem o valor da avaliação da companhia anteriormente verificado. Por isso, é essencial que exista um mecanismo que assegure às partes que qualquer fato ou ato ocorrido no período entre a assinatura e o fechamento da operação, que de alguma forma afete o valor do preço de venda seja apurado e devidamente compensado, aumentado ou reduzindo – ou seja, ajustando – o preço ao final da operação, conforme o caso.

Nesse sentido, os mecanismos de ajuste de preço são, na realidade, remédios para as partes, e, não por outro motivo, demandam maior atenção em operações de M&A, já que, a depender do caso concreto, e do tempo que as partes levarão para atender a todas as condições precedentes, os fatos ocorridos entre a assinatura e o fechamento podem implicar em uma modificação substancial no preço final, e, conseqüentemente, na quantia que será paga pelo comprador.

Esta circunstância que, em última análise, impacta diretamente no preço que a parte vendedora receberá pelas ações da companhia, por sua própria natureza tem o condão de, muito comumente, originar litígios entre as partes, os quais, por sua vez, tendem a ser dirimidos por meio da arbitragem.

Assim, justamente em razão de seu impacto no preço final da operação, e o seu potencial altamente litigioso⁵¹, as cláusulas de ajuste de preço são algumas das disposições contratuais

⁵¹ 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)

cuja elaboração gera maior discussão entre as partes e seus assessores, tanto jurídicos como financeiros. Por este motivo, são também algumas das principais causas de conflitos após o fechamento de operações. Estes conflitos, que podem sair da mesa de negociação para eventuais procedimentos arbitrais ou judiciais, poderão, inclusive, implicar na completa reavaliação da companhia adquirida, razão pela qual é absolutamente imperioso o estudo e a adequada elaboração do dispositivo contratual.

Sobre caráter contencioso dos mecanismos de ajuste de preço, E. Miller⁵², falando sobre o *earn out*, que pode ser aplicado aos demais métodos, defende que:

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.

Com efeito, as cláusulas, termos e condições inseridas nos contratos de *M&A* são, evidentemente, produto de muito tempo de trabalho dos assessores e negociação entre as partes. Assim, é comum que as cláusulas cuja redação melhor atenda às demandas de cada parte envolvida em determinada transação, após análise de sua razoabilidade e adequação, acabem sendo reproduzidas em outras operações, criando verdadeiros modelos de redação que servem de base para operações similares, assemelhando-se a uma “jurisprudência” negocial do que seriam as melhores práticas e termos para operações de cada setor.

Importante lembrar, ainda, que estas cláusulas “modelo” não são construções meramente jurídicas, já que as operações de fusões e aquisições envolvem – e por isto é um mercado tão atraente – outras especialidades e interesses, como os acionistas, executivos, banqueiros, auditores, contadores, reguladores, advogados e, não menos importante, do próprio Poder Público. Não à toa, no Brasil, são comumente utilizados dispositivos que condicionam a aprovação final do contrato e o seu fechamento ao aval das autoridades públicas, a exemplo das agências reguladoras, do CADE e da CVM.

Na prática, podem ser utilizadas cláusulas para implementar mecanismos contratuais de forma isolada ou, como ocorre na maioria das vezes, de forma conjunta, utilizadas

⁵² MILLER, E. *Mergers and Acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008, p. 112.

simultaneamente em uma operação. Assim, é comum que o mesmo contrato de compra e venda de ações preveja retenção de uma parcela do preço para fins de garantia, o *holdback*, e que o pagamento de outra parcela do preço seja condicionado a determinadas metas estipuladas pelas partes, em que consiste o *earn out*. Não há qualquer regra quanto à possibilidade de utilização de um ou mais mecanismos, que decorre única e exclusivamente da vontade das partes e, por óbvio, das estratégias adotadas pelos assessores legais para resguardar seus clientes.

Com relação ao mecanismo chamado de ajuste de preço, que não se confunde com os demais mencionados acima, que podem ser denominados genericamente como “mecanismos de ajuste”, já que, na prática, acabam também por afetar o preço final do negócio. Tal diferença entre a cláusula de ajuste de preço e estes mecanismos de ajustes será pormenorizada mais adiante. Para fins do presente trabalho, todos estes mecanismos serão tratados em conjunto como ajuste de preço.

A grande questão com relação aos mecanismos de ajuste de preço, que são inegavelmente utilizados de forma intensa na prática societária, é que, por serem naturalmente complexos, tais mecanismos contratuais não necessariamente tem uma natureza jurídica definida, de modo que a identificação desta natureza pode variar conforme as particularidades de cada caso, o que gera conflitos entre as partes e/ou questionamentos para a empresa majoritariamente de ordens fiscal, civil e societária.

São relativamente escassos os precedentes jurisprudenciais brasileiros e inclusive no exterior que cuidam de mecanismos como o *earn out*, *hold back*, ajustes de preço etc., de forma que ainda há muito espaço para discutir os impactos decorrentes da utilização dessas cláusulas.

2.1 – *EARN OUT*

Apesar de expressão derivada do inglês que, a princípio, não permite uma indicação óbvia de seu significado, a lógica do *earn out* não é complicada de se explicar. Consiste na definição, pelas partes, de que o pagamento de uma parcela do preço ficará condicionado ao cumprimento de determinado requisito ou evento futuro, como a obtenção de uma licença de operação específica para permitir o prosseguimento dos negócios ou a uma meta financeira que deverá ser alcançada pela sociedade-alvo.

O *earn out* consiste, portanto, de acordo com Daniel Rodrigues Alves⁵³, em uma espécie de previsão de pagamento diferido de uma parcela do preço de aquisição, que vai ser efetuado após a data da transação, mediante alcance de metas ou condições estipuladas pelas partes, conforme o caso.

João Pedro Barroso Nascimento⁵⁴, renomado advogado sócio de banca especializada em direito empresarial explica ainda que as cláusulas de *earn out* são utilizadas para determinar o desdobramento do preço de aquisição de uma participação societária específica, sendo empregadas com frequência quando as partes discordam sobre qual seria o “valor justo” para o objeto da operação. O *earn out* estabelece um preço pré-definido e prevê parcelas vincendas vinculadas ao desempenho da sociedade e ao atingimento de determinadas metas. Assim, tem-se que o preço de aquisição está diretamente atrelado ao desempenho da sociedade-alvo, sendo comum que o lucro líquido ou o EBITDA da sociedade sejam parâmetros para determinação do preço. Para o advogado, contudo, em algumas situações, o *earn out* se comporta como pagamento de parcela adicional e não como preço global da transação.

Anshul Sehgal⁵⁵, corretor do Goldman Sachs desde 2012 e pesquisador da Universidade do Estado de Illinois, chama a atenção para a função de tal cláusula, que serve como verdadeira mediadora de conflitos entre as partes no que diz respeito às de diferenças na análise financeira da sociedade-alvo, permitindo que alcancem um consenso que viabilize a conclusão da operação. Para o corretor, o *earn out* é uma previsão contratual que cria uma obrigação de pagamento contingente sobre o adquirente. Tal contingência será paga ao vendedor quando do atingimento de certas metas financeiras ou não financeiras durante o período pós-*closing*. Do ponto de vista das partes, o *earn out* seria um mecanismo contratual capaz de superar diferenças significantes no *valuation* da sociedade-alvo que podem surgir durante as negociações e impedir que as partes cheguem a um acordo.

⁵³ ALVES, Daniel Rodrigues. *Determinabilidade, negociação e elaboração das cláusulas de preço contingente (earn-out) nas operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento e análise de conflitos à luz do princípio da boa-fé objetiva*. 17.10.2016. 87 folhas. Orientadora Lie Uema do Carmo. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. Disponível em: http://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/daniel_rodrigues_alves.pdf. p. 11.

⁵⁴ NASCIMENTO, João Pedro Barroso. In *Direito Societário Avançado*. FGV, 2015. Disponível em: http://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/direito_societario_avancado_2015-1.pdf. Acesso 15 de março de 2019.

⁵⁵ SEHGAL, Anshul. In *The concept of Earnout in Merger and Acquisition Transactions*. Amity Law School, New Delhi. 2014. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2365020. p. 1. Acesso em 01 de junho de 2019.

No mesmo sentido, Michael E. S. Frankel utiliza os conceitos da racionalidade limitada e comportamento enviesado discutidos no Capítulo I, para demonstrar que a cláusula de *earn out* opera como uma ponte para que as partes cheguem no meio do caminho, em um consenso, ao permitir que estas de alguma forma consigam acordar em meio a um conflito, alinhando expectativas divergentes que tem origem no comportamento irracional de cada indivíduo, que faz com que o comprador seja mais pessimista e o vendedor tenda a superestimar a avaliação da participação societária que está alienando e vice-e-versa. Assim, o *earn out* facilita a superação destas diferenças.

Em seu livro, Michael E. S. Frankel⁵⁶ explica que, por sua natureza, compradores tendem a ser pessimistas e os vendedores tendem a ser otimistas com relação à performance futura. Cada parte tem uma predisposição de projetar a performance de modo a afetar o preço. O vendedor recebe mais quando há projeção de um grande crescimento e o comprador paga menos quando a projeção é mais fraca.

Contudo, além desses vieses, outros elementos estão em jogo. Um vendedor está julgando a si mesmo quando projeta a performance de sua empresa. Teria ele construído um negócio bem-sucedido? Caso não ocorra a venda, ele poderia manter suas obrigações e planos? Assim, as projeções do vendedor são julgamentos sobre sua própria gestão e visão. O comprador, por outro lado, geralmente considera os cenários mais desfavoráveis já que está entrando em território desconhecido não apenas com relação a eventos futuros, mas também aos efeitos de adquirir um novo negócio com novos produtos e clientes.

Em face ao desconhecido, o comprador é naturalmente cético às projeções otimistas. Estas diferentes e a importância crucial da performance futura no *valuation* do negócio tende a criar relevante lacuna sobre o valor implícito entre comprador e vendedor. Nessas situações, a estruturação de um pagamento contingente pode criar uma ponte entre comprador e vendedor.

⁵⁶ FRANKEL, Michael E. S. *Mergers and Acquisitions Basics*. The Key Steps of Acquisitions Divestitures and Investments. Wiley, 2005, pp. 227 e 288.

Ainda com relação aos conceitos da economia comportamental do capítulo anterior, Anshul Sehgal⁵⁷ retoma o problema de assimetria de informações para ressaltar que o *earn out* também se presta a mitigar tal assimetria. Diante, por exemplo, da dificuldade de o vendedor fornecer todas as informações e documentos necessários à plena satisfação e convencimento do comprador, bem como sua avaliação financeira, no lugar de simplesmente tornar o negócio inviável, as partes podem condicionar o pagamento de uma parcela do preço à superação da assimetria informacional no futuro.

Dessa forma, diante de diferenças na avaliação das empresas-alvo inerentes do negócio, por conta da racionalidade limitada bem como, muitas vezes, da assimetria informacional, há divergência entre as partes com relação ao pagamento do preço de aquisição, que muitas vezes é contornada com a aplicação do *earn out*, que permite um melhor manuseio do risco, permitindo o pagamento de um valor inicial e que, diminuídos estes riscos, uma parcela adicional seja acrescida, além da hipótese condicionamento do pagamento de uma parte do preço a um requisito ou evento futuro.

Diante disso, o *earn out* pode ser descrito como um mecanismo que difere o pagamento do preço de aquisição para que seja pago posteriormente mediante alcance de determinadas metas ou o cumprimento de certos requisitos a serem determinados pelas partes, a depender do objeto do conflito que gerou a necessidade de utilização de tal mecanismo. Sob este viés, o *earn out* seria considerado como tendo natureza jurídica de preço de aquisição.

Todavia, nem sempre o *earn out* deverá ser tratado juridicamente como preço de aquisição, já que em alguns casos práticos, a depender da estrutura estabelecida, da vontade das partes e especialmente da redação do contrato de compra e venda de ações, tal mecanismo não configure um pagamento contingente. É comum que, especialmente quando as partes e seus assessores não estejam tão familiarizados – e aqui se mostra mais uma vez necessário o presente trabalho – com a cláusula de *earn out*, este seja tratado como um pagamento adicional qualquer.

⁵⁷ SEHGAL, Anshul. *In The concept of Earnout in Merger and Acquisition Transactions*. Amity Law School, New Delhi. 2014. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2365020. p. 1. Acesso em 01 de junho de 2019, p. 4.

Volvendo à questão das falhas econômicas, como a visão enviesada e a racionalidade limitada, a maneira com que o *earn out* é proposto impacta substancialmente na percepção das partes sobre o mecanismo. Por exemplo, o vendedor é mais inclinado a aceitar o *earn out* se entender que este comporá o preço de aquisição, ainda que tenha risco de eventualmente não o receber, do que se for um pagamento adicional. Isto porque tratado como preço e não adição, o vendedor entende que o preço de aquisição é maior, já que enxerga que a meta imposta para receber a parcela em contingência depende apenas dele e/ou da administração da sociedade-alvo. Do contrário, o pagamento adicional estaria menos em seu controle.

Exemplo da abordagem do *earn out* como parte do preço de aquisição é o da operação por meio da qual a Fosun Investimentos adquiriu participação societária detida pelo Banco Indusval na Guide Investimentos, descrita em trecho do fato relevante divulgado pelo banco em 26 de fevereiro de 2018⁵⁸:

O Banco Indusval receberá o Preço Total em três parcelas diferentes da seguinte forma: (i) a primeira parcela, no montante de R\$ 12.000.000,00, será depositada em até aproximadamente 20 (vinte) dias a contar desta data; (ii) a segunda parcela, no montante de R\$ 158.000.000,00, será paga na data do fechamento da Operação; e (iii) a terceira parcela, no valor de R\$ 120.000.000,00, sujeita aos resultados financeiros da Guide nos exercícios fiscais de 2018 e 2019 (earn-out), que serão pagos após a determinação de tais resultados financeiros. O Acordo contém disposições de indenização geralmente adotadas neste tipo de transação.

Na aquisição da ACC Brasil Indústria e Comércio de Computadores pela Positivo, de acordo com o fato relevante divulgado pela companhia em 2 de janeiro de 2019⁵⁹, o *earn out*, mais do que considerado preço, foi o que compôs totalmente o preço de aquisição:

Nos termos do Contrato, o preço de aquisição foi totalmente estruturado na forma de Earn Out, com desembolso de valores pela Positivo Bahia correspondentes a até 50% do Lucro Antes do Imposto de Renda/CSLL da Accept apurado anualmente entre 2019 e 2013, com valor agregado limitado a R\$ 51 milhões, atualizado monetariamente.

⁵⁸ Disponível em: <https://www.bip.b.br/ri/documentos/4788-20180226-Fato-Relevante-Contrato-Definitivo.pdf>. Acesso em 25 de abril de 2019.

⁵⁹ Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivosExibe.asp?site=&protocolo=658846>. Acesso em 25 de março de 2019.

Por outro lado, no caso da venda, pela Itaúsa, da Elekeiroz S.A. ao fundo de investimento Kilimanjaro Brasil Partners⁶⁰, percebe-se pela redação das cláusulas transcritas abaixo que o *earn out* foi tratado como um pagamento adicional devido ao vendedor mediante ocorrência de determinados eventos:

2.1.2. Preço de Compra. O preço de compra das Ações será de R\$ 28.946.123,84 (vinte e oito milhões, novecentos e quarenta e seis mil, cento e vinte e três reais e oitenta e quatro centavos) (equivalente a R\$ 160.000.000,00), que é o valor da empresa (*enterprise value*) atribuído à Sociedade, *menos* R\$ 130.000.000,00 (cento e trinta milhões de reais), que é o Endividamento Líquido Base, *multiplicado* pelo percentual de participação societária detida pela Vendedora na Sociedade na Data de Fechamento), equivalente a 0,95283 (zero vírgula nove cinco dois oito três centavos) por Ação, valor este a ser corrigido monetariamente pela Taxa SELIC a partir da data do presente instrumento até a Data de Fechamento (“Preço de Compra Base”), que estará sujeito ao mecanismo de ajuste previsto no Capítulo 5, à eventual apuração de Superveniências Ativas **e será acrescido do Earn-Out definido no Capítulo 6** (“Preço de Compra Final”).

(...)

6.1. **Em adição ao Preço de Compra Base**, conforme ajustado pelo Ajuste ao Preço de Compra estabelecido no Capítulo 5, a Vendedora terá direito de receber da Compradora valores adicionais, sem limitação de prazo em relação à data de celebração deste Contrato, à vista e/ou em parcelas (conforme o evento que der origem ao pagamento), em decorrência dos eventos indicados nos itens abaixo, os quais podem ser cumulativos (todos os eventos abaixo conjuntamente denominados “Earn-out”).

O mesmo tratamento pode ser percebido na alienação do complexo eólico Alto Sertão III pela Renova Energia S.A., subsidiária da Light, à AES Tietê Energia⁶¹:

A Operação compreende a alienação do complexo eólico Alto Sertão III, subdividido em Fase A, com capacidade instalada de 438MW, por R\$ 350 milhões, e Fase B, com 305 MW a serem instalados, por R\$ 90 milhões, além de uma opção de compra de até 1,1 GW de projetos eólicos em desenvolvimento por até R\$ 76 milhões. **A Operação ainda está sujeita a um eventual acréscimo de valor sob a forma de earn-out, caso o desempenho dos ventos da Fase A exceda a referência assumida na negociação.**

No contrato celebrado entre a Thannus Participações e a Abrilpar Participações e Família Civita⁶², o *earn out* previsto estava atrelado apenas ao atingimento de uma meta do EBITDA:

⁶⁰ Disponível em: http://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2018-04437/20180807_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es.pdf. Acesso em 25 de março de 2019.

⁶¹ Disponível em: http://ri.light.com.br/ptb/7699/678445.04.09%20Fato%20Relevante%20Renova_Assinatura%20SPA%20VF.pdf. Acesso em 25 de março de 2019.

⁶² Disponível em: <https://br.advn.com/noticias/BOV/2015/artigo/65405545>. Acesso em 25 de março de 2019.

Conforme divulgado em Fato Relevante de 04 de junho de 2014, naquela data, a Thunnus Participações S.A. ("Thunnus") celebrou, na qualidade de compradora, com a Abrilpar Participações Ltda. e Família Civita ("Bloco Abrilpar"), na qualidade de vendedores, um Contrato de Compra e Venda de Ações ("Contrato"), tendo como objeto 32.880.263 ações ordinárias e 19.142.468 ações preferenciais da Companhia ("Ações Alienadas"). O Contrato previa um valor de R\$ 11,67 por ação, a ser pago a vista, em moeda corrente nacional e, ainda, um "earn out" que seria pago ao Bloco Abrilpar no valor adicional de até R\$1,33 por Ação Alienada, caso a Companhia atingisse determinados valores de EBITDA acumulados nos períodos de 2015 e 2016.

Diante dessas diferentes abordagens e redações das cláusulas de *earn out*, vê-se que é possível tratar o mecanismo de formas diferentes, o que impacta não apenas no *deal* em si, mas também em questões fiscais, por exemplo. Seria possível, para fins tributários, enquadrar o *earn out* sempre como preço de aquisição e não de pagamento adicional? Isto porque o caráter de preço ou pagamento adicional impacta nos deveres tributários tanto do vendedor, como do comprador, já que, se considerado despesa operacional, é possível que seja deduzido da base do IRPJ do comprador, enquanto o vendedor poderia ter tal parcela enquadrada como ganho de capital. Ainda, se o vendedor permanecer na administração da sociedade-alvo mesmo após o fechamento, tal valor deveria ser tratado como remuneração ou indenização?

Estes são alguns exemplos das questões que envolvem o entendimento da cláusula de *earn out* e seus impactos na operação. Assim, apesar de ser parte do preço *lato sensu*, este mecanismo pode ser enquadrado de diferentes formas e ser utilizado com distintas funções, que volvem à questão de sua natureza jurídica.

2.2 – *HOLDBACK E ESCROW ACCOUNT*

Tanto o *holdback* como a *escrow* se diferenciam do *earn out* uma vez que, no lugar de prever no contrato de fusões e aquisições que será feito pagamento apenas mediante o cumprimento de certos requisitos ou atingimento de determinadas metas, estes mecanismos tem uma lógica um pouco distinta: nestes casos, comprador e vendedor entram em acordo com relação ao preço, mas o comprador, diante dos riscos e problemas identificados – muitas vezes os mesmos que o levam a optar pelo *earn out* – prefere se resguardar e opta por reter uma parte do preço de aquisição por um período e o liberar, no todo ou em parte, mediante o atingimento de certos requisitos ou de determinadas datas. Funciona como uma garantia fornecida, via de regra, ao comprador.

É muito comum, por exemplo, que sejam retidos valores em função da existência de litígios – materializados ou não – que possam acarretar em um dispêndio futuro de caixa, como processos trabalhistas, arbitragens e processos administrativos tributários e ambientais. Nesses casos, os processos identificados na *due diligence* como possíveis de gerar uma perda, resultam em um cálculo de contingência e são retidos, sendo liberados a cada trânsito em julgado ou a cada aniversário da data de fechamento, por exemplo.

Assim sendo, o vendedor, diante de sua racionalidade limitada, acredita que será vencedor nos litígios existentes, enquanto o comprador, ainda que conte com a opinião de seus advogados de que certos casos têm pouca chance de perda, é mais avesso ao risco e prefere agir com cuidado. Além disso, é comum que os assessores tanto do comprador como do vendedor tenham análises diferentes sobre a classificação de risco de perda das demandas identificadas na auditoria.

Diante desses conflitos, é comum que as partes concordem em separar parte do preço de aquisição para o caso de o comprador precisar arcar com eventual perda que diz respeito à gestão anterior da sociedade-alvo. Na hipótese de algum dos litígios terminar de forma bem-sucedida, o valor a ele atribuído para fins de retenção é liberado ao vendedor. Caso contrário, é liberado ao comprador. Geralmente, quando se tem muitas ações trabalhistas, por exemplo, as partes acordam na liberação de valores a cada aniversário de fechamento, com envio de notificações e troca de planilhas com a relação dos casos encerrados. Quando se trata de menos procedimentos, como uma arbitragem que com possibilidade de perda de montante muito alto, por exemplo, a liberação pode ficar condicionada à decisão definitiva.

Nesse sentido, de acordo com João Pedro Barroso Nascimento⁶³, o *holdback* é, via de regra, empregado para segurar uma parcela do preço durante um período de tempo, que pode variar entre o prazo decadencial ou prescricional, por exemplo, no caso de contingências não materializadas, ou a ocorrência de evento específico, como o trânsito em julgado de um processo:

esse tipo de cláusula é frequente quando os valores discutidos na operação de M&A são elevados e envolvem “superveniências passivas”. Deve haver a previsão de pagamento em conta-caução na qual os valores do preço de compra ficarão retidos até

⁶³ NASCIMENTO, João Pedro Barroso. In *Direito Societário Avançado*. FGV, 2015. Disponível em: http://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/direito_societario_avancado_2015-1.pdf. Acesso 15 de março de 2019, p. 224.

a ocorrência de determinado evento, normalmente o decurso de algum prazo e/ou solução de alguma pendência. Em relação à conta-caução, é recomendável o estabelecimento de regras quanto à sua movimentação. Por exemplo: somente pela instituição financeira autorizada por ambas as partes.

Uma vez que há consenso com relação ao *holdback*, o comprador pode fazer a retenção de duas formas: ou, de fato, reter consigo o valor, ou utilizar uma conta *escrow* para resguardar o montante controverso, o que é mais confortável para o vendedor na medida em que o valor não fica nem com um nem com outro, mas nesta conta-garantia com instruções para que a instituição financeira libere apenas mediante solicitação das partes, por exemplo.

Com relação à *escrow account*, Giacomo Paro e Rodrigo de Madureira Pará Diniz⁶⁴ apontam que o valor retido geralmente é depositado em uma conta cuja titularidade pode ser do comprador ou do vendedor ou ambos, e, à medida em que os eventos ocorrem de forma favorável ou que as contingências caducam ou prescrevem, os recursos são liberados. Ao final, o restante – ou até mesmo a totalidade, caso nenhum evento ou prejuízo se verifique – será liberado e efetivamente disponibilizado ao vendedor.

Em decisão⁶⁵ sobre a incidência de imposto de renda, na qual se refere ao mecanismo também como “conta de caução de ajuste”, o Conselho Administrativo de Recursos Fiscais - CARF utiliza definição do Banco Central do Brasil para explicar que a *escrow* é uma “*conta especial instituída pelas partes junto a uma terceira entidade, mediante contrato destinada a acolher depósitos a serem efetuados pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de determinados requisitos*”.

O CARF, na referida decisão, explica ainda que:

as partes do contrato subordinam os pagamentos futuros à ocorrência de eventos incertos ou não quantificáveis à época da aquisição, os quais de certa forma, podem concretizar-se no futuro. O adquirente, dessa forma, protege-se, pois, os pagamentos futuros ficam subordinados ao desfecho de determinadas condições.

⁶⁴ PARO, Giacomo; DINIZ, Madureira Pará. In *As implicações das cláusulas de ajustes de preços e das contas escrow na tributação pelo Imposto de Renda*. In Revista Tributária e de Finanças Públicas, volume 23, n° 121, Março/Abril de 2015. p. 145.

⁶⁵ CARF, processo n° 19515.720697/2011-28, Acórdão n° 2202-002.859, Marco Aurélio de Oliveira Barbosa, 2ª Câmara/ 2ª Turma Ordinária, Segunda Sessão de Julgamento de 5 de novembro de 2014.

Assim, observa-se que há duas opções de retenção do preço: o que pode se chamar de retenção pura, em que consiste o *holdback*, e a conta-garantia ou *escrow*, em que o valor não é pago ao vendedor tampouco fica com o comprador, mas é depositado em uma conta com intermédio da instituição financeira. Contudo, assim como todos os mecanismos de ajuste citados no presente trabalho, elas não se excluem, podendo ser utilizadas simultaneamente.

Na aquisição de participação societária detida pelo Banco Indusval na Guide Investimentos pela Fosun, tem-se exemplo de cláusula de retenção que utiliza a *escrow*⁶⁶ como garantia de possível obrigação de indenização:

Dessa forma, nesta data, o Banco Indusval transferiu à Fosun 195.115 ações ordinárias e 39.404 ações preferenciais de emissão da Guide Investimentos S.A. – Corretora de Valores (“Guide”), as quais representam 69,14% do capital social total da Guide, por um valor de até R\$287.900.000,00, conforme descrito abaixo: (i) o valor de R\$155.900.000,00 foi pago ao Banco Indusval nesta data; (ii) o valor de R\$12.000.000,00 foi depositado em um conta controlada (escrow account) para garantir eventual pagamento de indenização que venha a ser devido pelo Banco Indusval à Fosun; e (iii) o valor de até R\$120.000.000,00 será pago ao Banco Indusval, a depender dos resultados financeiros da Guide nos exercícios fiscais de 2018 e 2019 (earn-out).

No mesmo sentido, o fato relevante⁶⁷ divulgado pela Kroton e Somos Educação com relação à assinatura de contrato vinculante para a compra do controle da Somos, faz referência a uma conta garantia (*escrow*) à qual uma parte do preço de aquisição será destinada:

3. Preço

O preço por ação é de R\$ 23,75, totalizando R\$ 4.566.542.127,50 (“Preço”), dos quais R\$ 4.116.542.127,50 serão pagos à vista na data do fechamento e o restante será mantido em conta vinculada, para garantir o pagamento de determinadas obrigações de indenização assumidas pelos Vendedores no Contrato.

Se o fechamento da Operação não ocorrer até 23 de outubro de 2018, o Preço passará a ser corrigido segundo a variação do CDI a partir de 24 de outubro de 2018 até o fechamento da Operação.

Já na compra da Jade Therapeutics pela EyeGate Pharmaceuticals⁶⁸, o *holdback* foi utilizado em conjunto com o ajuste de preço “propriamente dito”:

⁶⁶ Disponível em: <https://www.bip.b.br/ri/documentos/5884-FR-Versao-Closing.pdf> Acesso em 25 de abril de 2019.

⁶⁷ Disponível em: <http://luzdigi.dnadigital.mobi/uploads/11107/SOMOS.pdf>. Acesso em 20 de maio de 2019.

⁶⁸ Disponível em https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1372514/000114420416086425/v433595_ex2-1.htm. Acesso em 20 de maio de 2019.

Section 2.02 Purchase Price. The aggregate purchase price payable by Buyer to Sellers for the Shares shall consist of: (a) an aggregate of 765,728 shares of Buyer's common stock, par value \$0.01 per share ("Buyer Shares"), which consists of (i) 689,157 Buyer Shares to be delivered to Sellers on the Closing Date (the "Closing Date Buyer Shares") and (ii) an additional 76,571 Buyer Shares (the "Holdback Shares") to be withheld by Buyer on the Closing Date, which shall be issued to Sellers on the first Business Day following the eighteen (18) month anniversary of the Closing Date (the "Holdback Release Date") in accordance with and subject to the conditions of Section 2.06, and (b) the Milestone Payment (collectively, and subject to adjustment pursuant to Section 2.05 hereof, the "Purchase Price"). It is the understanding of the Parties that the Purchase Price is based on repayment by Buyer, on Sellers' behalf, of up to \$300,000 of Funded Current Liabilities pursuant to Section 2.04(a)(iii). The Purchase Price receivable by each Seller is set forth on Exhibit A-1 hereto.

Diante do exposto, muito embora na prática sejam ligeiramente distintos, tanto o *holdback* como a *escrow* se tratam de mecanismos que retêm uma parte do preço de aquisição, que buscam solucionar de forma similar as questões originadas das falhas de mercado – assimetria de informação, aversão ao risco e visão enviesada – que acometem as partes em uma operação de M&A.

A minuta de Contrato de Compra e Venda de Ações anexa ao Edital nº 001/2017 para venda do Metrô de São Paulo⁶⁹ pelo Estado de São Paulo, Companhia do Metropolitano de São Paulo, Dersa Desenvolvimento Rodoviário, dentre outros, prevê de forma bastante clara um *holdback* cuja liberação está condicionada a créditos oriundos de processos judiciais:

1.4. Ajuste do Preço de Compra por Superveniência Ativa. Os Compradores pagarão aos Alienantes, a título de ajuste do Preço de Compra, de acordo com o percentual de participação de cada Alienante no capital social da CESP na Data de Fechamento, o valor correspondente a 40,557% de quaisquer créditos que venham a ser recebidos pela CESP a título de indenização pelo término das concessões de Três Irmãos, e de Ilha Solteira e Jupiá, no âmbito dos processos n. 0045939-32.2014.4.01.3400 e 0060187-66.2015.4.01.3400 em curso perante a 17ª e a 14ª Varas Federais do Distrito Federal, respectivamente ("Processos Judiciais"), que superem, individualmente, o montante incontroverso especificado para cada uma das concessões vencidas da CESP, constantes dos atos normativos emanados do Poder Concedente conforme tabela abaixo, os quais serão devidamente atualizados nos termos das respectivas portarias ("Valores Incontroversos").

2.3 – AJUSTE DE PREÇO

⁶⁹ Disponível em

<https://portal.fazenda.sp.gov.br/Noticias/Documents/Contrato%20de%20compra%20e%20Venda%20de%20A%C3%A7%C3%B5es%20-%20CESP.pdf>. Acesso em 20 de maio de 2019

Antes de passar ao exame desta cláusula, é importante explicar que, apesar de todos os mecanismos tratados no presente trabalho serem considerados ajustes de preço, já que, cada um ao seu modo, acarretam no aumento ou redução do preço de aquisição, o mecanismo que se analisa nesta sub cláusula é o que pode ser chamado também de “ajuste de preço propriamente dito” ou “estrito senso”.

Na teoria, o ajuste de preço “estrito senso” não se confunde com os demais mecanismos tratados acima. Contudo, a depender da redação, prazo e da combinação destes, na prática, o ajuste de preço “lato senso” envolve também os demais mecanismos como *earn out* e *holdback*. A cláusula de ajuste de preço tampouco se confunde com a contrapartida entre comprador e vendedor em decorrência dos valores devidos entre eles e a redução decorrente dos mecanismos de ajuste entre si.

O mecanismo de ajuste de preço em seu sentido estrito, que será chamado também como cláusula de ajuste de preço fins deste subcapítulo, é uma variação do preço de aquisição em um período determinado entre as partes com base na situação financeira da sociedade-alvo.

Este ajuste está diretamente relacionado ao desempenho da empresa no intervalo entre o *signing* e o *closing* da operação de M&A. Isto porque, com a assinatura do SPA e a divulgação da alteração do controle ou de parte dele, da companhia objeto da transação, é esperado que não apenas o mercado de forma geral, como os acionistas, investidores e sobretudo funcionários e administradores mudem seu comportamento, o que impacta diretamente no *valuation* da empresa objeto da operação, como falamos acima.

Como forma de evitar um “*gun jumping*”⁷⁰, após a assinatura do SPA, o usual é que os administradores – tanto os membros do conselho de administração como a diretoria – permaneçam em seus cargos pelo menos até o fechamento. Contudo, ainda que haja algum tipo de acordo e que tais membros sejam mantidos - pelo menos por um período determinado - em seus cargos após o *closing*, a mera entrada de um novo controlador ou “dono” da sociedade, que traz consigo nova cultura, metas e forma de condução dos negócios, é o suficiente para estimular ou

⁷⁰ De acordo com o Guia para Análise da Consumação Prévia de Atos de Concentração Econômico do Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE, “*gun jumping*” é a consumação prévia de atos de concentração econômica, o que engloba (i) troca de informações entre os agentes econômicos envolvidos em um determinado ato de concentração, (ii) definição de cláusulas contratuais que regem a relação entre agentes econômicos e (iii) atividades das partes antes e durante a implementação do ato de concentração.

desestimular o afinco de tais membros – e também dos demais funcionários – neste período de transição.

Assim, a cláusula de ajuste de preço busca não apenas garantir que o preço do contrato seja correspondente ao valor da companhia no momento da efetiva transferência das ações, controle ou bens, mas também visa manter os funcionários e administradores empenhados em buscar o melhor resultado possível para que nesta segunda precificação seja verificado o maior valor possível para a empresa.

É também comum que o comprador não consiga realizar integralmente a *due diligence* que considera necessária e/ou satisfatória para prosseguir com a transação antes da assinatura do contrato, deixando a conclusão da auditoria como requisito para o fechamento. Nesses casos, este período entre a assinatura e o fechamento seria destinado à finalização da *due diligence*.

Além disso, como bem mencionado na Introdução, apesar de, em raras vezes a data da assinatura e do fechamento da operação coincidirem, via de regra existe um intervalo que pode variar de poucos meses a mais de um ano. Esse lapso temporal pode ter como origem diversos pressupostos, sendo o mais comum a necessidade de efetivar as condições precedentes definidas no contrato – como por exemplo aprovações regulatórias, do CADE, obtenção de licenças operacionais, dentre outros – bem como para realização de outras obrigações que tenham sido acordadas pelas partes, como desligamento de funcionários, negociação de financiamentos, aprovações societárias etc.

Ainda sobre as condições precedentes, é importante ressaltar que sua verificação é imprescindível, na medida em que muitas vezes estão atreladas à resolução do contrato. Caso alguma das condições não se verifique, é garantido ao comprador que desista do negócio e rescinda o SPA. Exemplo bastante expressivo sobre esta possibilidade foi a rejeição, pelo CADE, do pedido para que a Somos adquirisse a Estácio⁷¹, que depois veio a ser reformada. Como esta era uma condição precedente para o prosseguimento da operação, o insucesso de obtenção da aprovação poderia ter resultado na rescisão justificada do contrato.

⁷¹ Disponível em: <http://www.cade.gov.br/noticias/aquisicao-da-estacio-pela-kroton-e-vetada-pelo-cade>. Acesso em 27 de novembro de 2018.

A partir da Lei nº 12.529 de 2011, o ordenamento brasileiro passou a regulamentar a estrutura de defesa da concorrência, com finalidade principal de compatibilizar normas antitruste com o desenvolvimento econômico do país, com foco especial nas operações consideradas atos de concentração, onde se enquadram algumas operações de fusões e aquisições. Assim, qualquer operação relevante deve ter como condição precedente o pedido de anuência do CADE.

É também bastante comum que, apesar de não ter obtido uma resposta dos órgãos reguladores ou do CADE, por exemplo, o tempo limite para que esta condição fosse sanada seja ultrapassado. Este período para a conclusão da operação – ou seja, para que, após a assinatura, as partes fechem a transação – é chamado de *long stop date* e também implica na rescisão justificada do contrato pela falta de efetivação de todas as condições precedentes. Vale ressaltar que, apesar de estabelecido um prazo, as partes podem, para que a operação seja fechada, acordar em renunciar a alguma das condições estipuladas no contrato, dependendo do caso – aprovações regulatórias, por exemplo, não poderiam ser renunciadas, já que são impostas por lei.

Por estas razões, é comum que as partes assinem o contrato em uma data mas posterguem o fechamento da operação (o *closing*), momento em que ocorre a transferência definitiva das ações, quotas ou ativos da sociedade-alvo para o comprador, para momento posterior.

Para equilibrar o valor da empresa-alvo apurado no momento da assinatura do contrato e do fechamento da operação, geralmente as partes definem uma data base para o *valuation* e uma segunda data para que seja feita uma segunda análise financeira. Assim, é possível apurar se neste intervalo houve impacto relevante na situação financeira da empresa.

O mecanismo de ajuste de preço geralmente parte de um preço base que será adiante ajustado de acordo com determinados parâmetros financeiros avençados entre as partes, como fluxo de caixa, endividamento líquido, capital de giro etc., como descreve Adam Tsao⁷².

⁷² TSAO, Adam. In: *Pricing Mechanisms in Mergers and Acquisitions: Thinking Inside the Box*. University of Pennsylvania Journal of Business Law. Vol. 18:4. p. 1236.

Existe, ainda, dentre as opções de redação da cláusula de ajuste de preço e escolha de um fator financeiro para ser levado em consideração quando da análise do desempenho econômico – capital de giro, dívida líquida etc. – o chamado *locked box*. Utilizado com mais frequência na Europa⁷³, sobretudo na Inglaterra, tal mecanismo é, na realidade, uma ausência de ajuste, que vem crescendo justamente como alternativa às cláusulas de ajuste de preço que acabam por levar as operações ao judiciário ou tribunais arbitrais. O *locked box* prevê que o preço será fixado de acordo com as demonstrações financeiras de uma data base, sujeito a ajuste por qualquer “vazamento” não autorizado para o vendedor e partes relacionadas, como distribuição de dividendos, resgate de ações, redução de capital e pagamento de bônus, por exemplo, sendo certo que as partes podem acordar em abrir exceções à regra do *locked box*, para permitir alguns destes “vazamentos”.

Um exemplo do *locked box* pode ser encontrado no contrato por meio da qual a Integral Investments B.V., sociedade holandesa, vendeu à Cosan S.A. Indústria e Comércio ações da Comgás⁷⁴:

- | | |
|---|--|
| 5 | BG undertakes to the Purchaser that if, during the period from the Locked Box Date until the Closing Date, any Leakage other than Permitted Leakage has occurred or will occur, then BG shall within 5 Business Days of written demand by the Purchaser, pay to the Purchaser an amount in cash (in the same currency as the Leakage) equal to the amount of such Leakage. |
| 5 | BG shall notify the Purchaser promptly upon becoming aware of any matter, fact or circumstance which is or could reasonably be expected to constitute Leakage. |
| 5 | Neither BG nor the BG Guarantor shall be liable for any claim for breach of or in respect of this clause 5 unless BG receives written notice of such claim prior to the date that is 9 months after the Closing Date. |

A cláusula de ajuste de preço tenta mitigar, portanto, este risco com relação ao desempenho financeiro da sociedade-alvo, e indica que o preço pode ser reduzido ou majorado a depender do *valuation* e da confirmação de certas informações financeiras.

⁷³ De acordo com o Latham & Watkins 2016 European Private M&A Market Study, que analisou mais de 170 operações entre julho de 2014 e junho de 2016, em torno de 46% dos SPAs europeus continham mecanismo de *locked box* e 33% continham algum mecanismo de ajuste de preço.

⁷⁴ Disponível em <https://www.lawinsider.com/contracts/5SomOmCcfZ1JbsL1oqgZN1/cosan-ltd/0/2013-07-31>. Acesso em 20 de maio de 2019.

Deve-se atentar, ainda, para o fato de que, de forma geral, após a assinatura do contrato de compra e venda de ações, o comprador já teria direito de controlar a companhia, o que é feito pela administração da mesma, mas, contudo, os administradores e funcionários do vendedor ainda estão na gestão e/ou em cargos estratégicos, para que seja feita verdadeira transição que será concluída com o fechamento. Nesse contexto, a cláusula de ajuste de preço tem a função de manter tais administradores/funcionários do vendedor motivados e empenhados e defender os interesses do comprador, que, por sua vez, já terá assumido os riscos da empresa-alvo, ao passo que também protege o vendedor que continua gerindo os negócios.

Diante de todas as possibilidades, funções e motivações para a utilização da cláusula de ajuste de preço “estrito senso”, percebe-se todas tem como denominador comum o objetivo de alinhar as expectativas – muitas vezes diferentes – do comprador e vendedor com relação à avaliação e desempenho financeiro da sociedade e conciliar seus interesses no contexto do risco decorrente do lapso temporal após a assinatura necessário para a conclusão das condições precedentes e demais trâmites para o fechamento da transação.

A cláusula de ajuste de preço, apesar de peça fundamental em muitas negociações, não é regra em um SPA. Como já demonstrado anteriormente, há vezes em que o preço é pago de uma vez, em uma única parcela, ou em parcelas em valores já definidos (*earn out*). Outras vezes o preço é pago parcialmente de uma maneira e o montante remanescente é retido pelo comprador (*holdback*) ou é depositado para uma conta garantia (*escrow*), em que o valor depositado será utilizado para cobrir eventuais condenações em processos em curso quando da assinatura do SPA. E há, ainda, casos em que o preço é pago em duas ou mais parcelas, estando as últimas condicionadas a um ajuste, como tratado neste subcapítulo.

2.4 – INDENIZAÇÃO

Embora não seja considerada, em um primeiro momento, como mecanismo de ajuste, a cláusula de indenização tem impacto direto no preço, já que mitiga o risco existente para o comprador de que eventuais passivos e contingências, identificadas ou não, que possam impactar negativamente a situação financeira da sociedade. Se aproxima bastante do *earn out* e do *holdback*, na medida em que tem como principal função a redução na assimetria informacional das informações obtidas na *due diligence*, especialmente quando esta não for

concluída antes da assinatura, além, é claro, das falhas de expectativas divergente e aversão ao risco.

Contudo, ao invés de o comprador reter o valor que a sociedade poderá ter que desembolsar no futuro caso, por exemplo, não seja bem sucedida em processos judiciais, o que ocorre nos métodos de retenção (*escrow* e *holback*), a cláusula de indenização prevê que, mediante a concretização de qualquer perda, o vendedor deverá indenizar o comprador e/ou a sociedade.

Existem diversas formas de prever esta indenização. As cláusulas podem ser mais genéricas, abrangendo, por exemplo, que o vendedor deverá indenizar no caso de quebra de qualquer declaração e garantia dada com relação a si mesmo e/ou à empresa-alvo, o que envolve, dentre outros pontos, questões ambientais, trabalhistas, fiscais e litígios. As declarações e garantias funcionam, de acordo com João Pedro Barroso Nascimento⁷⁵, como uma “fotografia” da sociedade-alvo no momento da assinatura – ou do fechamento, ou outra data base estipulada pelas partes – que o vendedor apresenta ao comprador.

Como se percebe, as declarações e garantias servem justamente para minimizar a questão da assimetria informacional, já que, ainda que o comprador consiga concluir a diligência da sociedade-alvo a tempo da assinatura do contrato, é mais seguro que receba do vendedor uma declaração de que todos os fatos ali listados são completos, corretos e verdadeiros. Como bem resume Ronald J. Gilson⁷⁶, o vendedor comprova a veracidade das informações que forneceu por meio de suas representações e garantias e por concordar em indenizar o comprador caso as informações se tornem inverídicas, ou seja, se alguma violação às declarações e garantias ocorrer.

Levando em conta que, mesmo quando a *due diligence* dos documentos disponibilizados é concluída de forma satisfatória, muitas das informações do comprador não são disponibilizadas. Além disso, há elevados custos para a obtenção e avaliação desses dados no

⁷⁵ NASCIMENTO, João Pedro Barroso. In *Direito Societário Avançado*. FGV, 2015. Disponível em: http://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/direito_societario_avancado_2015-1.pdf. Acesso 15 de março de 2019, p. 196.

⁷⁶ GILSON, Ronald J. *Value Creation Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*. Yale Journal, 1984. Disponível em https://www.jstor.org/stable/796226?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em 26 de março de 2019, p. 282.

período necessário para a assinatura do SPA, é quase que uma praxe que o comprador requeira uma cláusula bastante robusta de declarações do vendedor.

A cláusula de declarações e garantias, inclusive, é quase sempre a maior e mais longa do contrato de compra e venda de participação societária, conforme corrobora Gilson⁷⁷, o que, na prática, evita que o comprador dispenda tempo e recursos em demasia com a busca por informações que, como se disse, muitas vezes não são completamente disponibilizadas. As declarações e garantias, portanto, acabam conferindo maior agilidade na celebração do contrato uma vez que, ao invés de comprovar e analisar, por exemplo, se todas as obrigações trabalhistas foram cumpridas a tempo pelo vendedor, o comprador pode simplesmente aceitar as declarações do vendedor sobre estas questões.

Nas lições de Dinir da Rocha e Marcelo Nunes⁷⁸:

Em termos práticos, a declaração e a garantia estão diretamente ligados à cláusula de indenização. Ou seja, a violação de alguma declaração e de alguma garantia levará diretamente ao acionamento da cláusula de indenização, devendo o infrator indenizar a parte adimplente.

Salienta-se que as declarações e garantias prestadas pelo vendedor devem abranger, dentre outras disposições, a regularidade da constituição, a inexistência de impedimentos legais e contratuais, a obtenção e validade das autorizações regulatórias necessárias, a regularidade das demonstrações financeiras, a inexistência de passivos relevantes não registrados, a regularidade de questões tributárias, trabalhistas, ambientais, previdenciárias e de propriedade intelectual e industrial (ou, em caso de alguma irregularidade, que essa ressalva conste expressamente de algum anexo ao contrato de compra e venda), a propriedade de ativos tangíveis e intangíveis, a existência e validade de licenças, registros e autorizações, a existência e validade de cobertura de seguros, a regularidade dos recebíveis e a regularidade das transações com partes relacionadas, além de outras declarações que vierem a ser necessárias de acordo com a atividade exercida pela empresa e a estrutura da operação.

De forma sintética, Marcelo Shima Luize⁷⁹ explica que “*as declarações e garantias são geralmente a base para a fixação de indenização na hipótese de se revelarem, após o fechamento da transação, incorretas ou imprecisas.*”

⁷⁷ GILSON, Ronald J. *Value Creation Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*. Yale Journal, 1984. Disponível em https://www.jstor.org/stable/796226?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em 26 de março de 2019, p. 269.

⁷⁸ ROCHA, Dinir Salvador Rios da; NUNES, Marcelo Galiciano. *Term Sheet e Contrato de Compra e Venda de Ações ou Quotas*. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coordenadores). *Direito Societário: fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 98.

⁷⁹ LUIZE, Marcelo Shima. *Cláusulas de Indenização e Resolução Contratual em Operações de Fusão e Aquisição: Necessidade ou Mera Reprodução do Modelo Anglo-Saxão?* In *Estudos Aplicados de Direito Empresarial*, coordenação de Ana Cristina Kleindienst, 2016, p. 149

Retomando as lições da teoria geral dos contratos, é oportuno ressaltar que a presunção de veracidade do conteúdo da cláusula de declarações e garantias, que oferece maior segurança ao comprador, se funda no princípio boa-fé objetiva⁸⁰ para assumir como verdadeiras as declarações e garantias prestadas pelo vendedor e vice-versa⁸¹.

Apesar das declarações feitas, ao vendedor é assegurado, por óbvio, excetuar alguns itens de cada uma das suas declarações e garantias, o que é feito especialmente com relação aos passivos decorrentes de processos judiciais, administrativos e procedimentos arbitrais em desenvolvimento identificados na *due diligence*, o que, a depender do caso, pode ser contingenciado na forma de uma *escrow*, *holdback* ou simplesmente previsto como indenização.

Tais exceções podem, também, se o comprador já houver reduzido o preço por conta dos passivos identificados, ser consideradas como exclusões ao dever de indenizar do vendedor. Por óbvio, existem também redações de cláusulas de indenização bastante detalhadas, que pormenorizam quais passivos deverão ser indenizados quando materializados ou não.

O contrato por meio do qual a PGI Polímeros adquiriu a Companhia Providência Indústria e Comércio⁸² é contém exemplo de cláusula de indenização bastante abrangente, incluindo previsão de indenização para quebra de declarações e garantias e para certas contingências tributárias:

9.1. Indenização das Partes Indenizadas da Compradora. A Vendedora deverá indenizar, defender e eximir a Compradora, suas Afiliadas (incluindo a Sociedade e as Subsidiárias após o Fechamento) e seus respectivos diretores, conselheiros, representantes, sucessores e cessionários (cada, uma “Parte Indenizada da Compradora”) de e contra todas e quaisquer perdas, danos, prejuízos, custos e despesas (incluindo custos e honorários advocatícios razoáveis) (conjuntamente, “Prejuízos”, e individualmente, “Prejuízo”) efetivamente sofridos, incorridos ou desembolsados por qualquer Parte Indenizada da Compradora como resultado de:

(i) qualquer violação de quaisquer declarações e garantias feitas nos termos da

⁸⁰ Código Civil, Art. 113: “Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.”

⁸¹ 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

⁸² Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2015/20150630/9741.pdf>. Acesso em 25 de março de 2019.

Cláusula 8.1 ou subcláusulas, observado que eventuais qualificadores de materialidade, relevância e conhecimento contidos em tal Cláusula não serão considerados para fins de definição sobre se um determinado Prejuízo é Indenizável nos termos deste Contrato; (...)

Assim como é de praxe nos mecanismos de retenção – *holdback* e *escrow* – mencionados anteriormente, é também comum que seja pactuada uma data ou período limite para a cláusula de indenização, que sobreviverá, via de regra, até o fim do prazo legal para contingências não identificadas ou divulgadas ou até o trânsito em julgado ou decisão final em relação a procedimentos judiciais, administrativos ou arbitrais em curso. Além disso, as partes podem delimitar os valores mínimos e máximos (*cap*) de indenização que serão devidas no âmbito do contrato, bem como podem também estabelecer um valor mínimo total (*basket*)⁸³, para evitar o acionamento do mecanismo de forma reiterada. Ou seja, a parte indenizada deverá requerer indenização apenas uma vez alcançado um determinado valor, de forma isolada ou conjunta.

Contudo, como, no caso da indenização, o valor previsto para ser desembolsado pela sociedade-alvo e/ou pelo adquirente não foi retido de qualquer forma e existe o risco de o alienante não ter, posteriormente, recursos para cumprir com suas obrigações de indenizar, é comum que os SPAs prevejam também, além da indenização, certas garantias ao comprador, como penhor ou alienação fiduciária de quotas ou ações do próprio comprador, dentre outras formas de assegurar o recebimento dos valores.

Nesse sentido, muitas vezes apenas a previsão de mecanismo de retenção – *holdback* ou *escrow* – supre a necessidade de uma garantia por parte do comprador. Assim, no dia-a-dia negocial, é bastante frequente que as partes acordem em destinar uma parcela do preço de aquisição para o pagamento de possíveis indenizações que deverão ser pagas no futuro pelo vendedor. Este valor, portanto, é retido pelo comprador ou depositado em uma *escrow*, o que foi utilizado, por exemplo, pela Kroton na compra da Somos Educação. O Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças⁸⁴ previu, de forma bastante clara, que o valor retido em *escrow* serviria para garantir o pagamento de eventuais obrigações de indenização assumidas pela Somos Educação:

⁸³ TAVARES, Daniella; FERREIRA, Caio. *A Limitação de Responsabilidade em Contratos de M&A regidos pela lei brasileira*. Junho de 2015. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/pt/noticias/imprensa/a-limitacao-de-responsabilidade-em-contratos-de-m-a-regidos-pela-lei-brasileira>. Acesso em 19 de janeiro de 2019.

⁸⁴ Disponível em <http://ri.somoseducacao.com.br/Download.aspx?Arquivo=uxEjo83e+mxeHp3JtpFgrw==>. Acesso em 25 de março de 2019.

3. Preço

O preço por ação é de R\$ 23,75, totalizando R\$ 4.566.542.127,50 (“Preço”), dos quais R\$ 4.116.542.127,50 serão pagos à vista na data do fechamento e o restante será mantido em conta vinculada, para garantir o pagamento de determinadas obrigações de indenização assumidas pelos Vendedores no Contrato.

Como se percebe, a retenção pode ser utilizada com duas finalidades: como garantia de eventual ajuste negativo no preço de aquisição para garantir eventual obrigação de indenizar do vendedor. Apesar de cumprirem diferentes funções, na prática ambas funcionam como um *holdback*, com a função essencial de mitigar os riscos do comprador.

Apesar de não carecer de grande explanação para que seja entendido, o que torna o mecanismo da indenização de simples compreensão, na prática, é uma das cláusulas mais complexas, já que existe uma gama de questões específicas com relação ao pagamento de indenizações no tocante a operações de M&A que devem ser discutidos, como (i) se o valor da indenização será igual à efetiva perda; (ii) se o conceito estabelecido no contrato para perda ou dano é compatível com a previsão legal; (iii) em especial considerando os honorários advocatícios e custas judiciais, qual a melhor forma para calcular o valor exato do prejuízo arcado pela parte a ser indenizada; (iv) de que forma o vendedor também pode ter garantido o seu direito de receber indenização; (v) de quem será a responsabilidade de indenizar quando o fato gerador da perda for anterior até mesmo da gestão do vendedor, que tenha adquirido a sociedade-alvo de um terceiro, dentre outros.

O Código Civil prevê, em seu artigo 402⁸⁵, que a indenização serve para reparar ou compensar os danos sofridos por outrem, o que abrange “*além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar*”. Dessa forma, de acordo com a melhor doutrina⁸⁶, o dano é pressuposto para que surja o dever de indenizar, já que a indenização somente existe para reparar o dano causado. Isto porque a intenção é voltar ao *status quo ante* da ocorrência do fato danoso.

Vê-se que, em especial com relação ao mecanismo da indenização, sua natureza jurídica está intrinsecamente relacionada com os conceitos de dano que, por sua vez, também depende

⁸⁵ Art. 402. Salvo as exceções expressamente previstas em lei, as perdas e danos devidas ao credor abrangem, além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar.

⁸⁶ CAVALIERI FILHO, Sergio. Programa de Responsabilidade Civil. São Paulo: Editora Atlas, 2012, p. 19

da compreensão da responsabilidade civil. Nesse sentido, cumpre explicar que a responsabilidade pode decorrer de obrigação contratual ou extracontratual, já que o dever de indenizar pode ter origem tanto em um contrato, como o SPA, como da violação da lei, com a prática de ato ilícito, por exemplo.

Dessa forma, é possível concluir que o dano é pressuposto da responsabilidade civil, tanto contratual como extracontratual e, portanto, do próprio dever de indenizar.

Enquanto o chamado dano extrapatrimonial ou moral, que diz respeito aos prejuízos à moral, imagem etc., não tem relevância para o presente trabalho, o conceito de dano patrimonial se mostra fundamental, já que representam justamente os prejuízos materiais, que causam redução no patrimônio do indivíduo afetado. Assim, de acordo com os artigos 402, já mencionado e 403⁸⁷ do Código Civil, a obrigação de indenizar poderia decorrer não apenas do que a parte indenizada “efetivamente perdeu”, mas também dos danos emergentes, que podem abranger ainda lucros cessantes, o que a parte “deixou de lucrar”⁸⁸.

Considerando o instituto da responsabilidade civil, portanto, a indenização, nos termos do artigo 944 do Código Civil, “*mede-se pela extensão do dano*”, e a indenização, tanto por prejuízos efetivamente incorridos, como por danos emergentes ou danos cessantes, não tem natureza punitiva, já que o ordenamento brasileiro permite que danos materiais tenham apenas natureza compensatória⁸⁹.

⁸⁷ Art. 403. Ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual.

⁸⁸ GAGLIANO, Pablo Stolze. *Novo curso de direito civil*, volume 3: responsabilidade civil. 10. ed., rev., atual. e ampl. – São Paulo: Saraiva, 2012, p. 92

⁸⁹ TEPEDINO, Gustavo, BARBOZA, Heloisa e BODIN DE MORAES, Maria Celina (coord). *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição*, v. II, 2. ed. – Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 865

CAPÍTULO III – ESTUDO DE CASOS

3.1 – A ARBITRAGEM E O SIGILO NA ANÁLISE DE CASOS CONCRETOS

Vale destacar, antes de passar ao exame de alguns casos concretos de litígios envolvendo os métodos de ajuste de preço aqui tratados, que, no país, são quase inexistentes os casos disponíveis ao público sobre tal tema. Os processos judiciais e administrativos perante a CVM – sem submissão ao sigilo – existentes se tratam apenas de decisões sobre ações de nulidade de sentença arbitral e medidas cautelares e outras de urgência que antecedem os procedimentos arbitrais conforme permitido pelo artigo 22-A da Lei Brasileira de Arbitragem⁹⁰, sem qualquer análise sobre o mérito dos conflitos e, portanto, das cláusulas de *earn out*, *holdback*, *escrow*, ajuste de preço e indenização⁹¹.

Assim, o estudo de casos ora proposto se debruçará, principalmente, sobre procedimentos arbitrais, em curso ou já encerrados, noticiados por veículos especializados, e cujas peças se obteve acesso mediante pesquisa junto aos escritórios de advocacia atuantes nas respectivas disputas.

Contudo, considerando que a maioria dos procedimentos arbitrais a seguir tratados são sigilosos, ocultar-se-á o nome das partes envolvidas, sem prejuízo da descrição do contexto e peculiaridades da disputa, bem como da redação das cláusulas discutidas em cada arbitragem tratada, salvo nos casos já encerrados ou cuja controvérsia foi amplamente noticiada.

⁹⁰ Art. 22-A. Antes de instituída a arbitragem, as partes poderão recorrer ao Poder Judiciário para a concessão de medida cautelar ou de urgência

Parágrafo único. Cessa a eficácia da medida cautelar ou de urgência se a parte interessada não requerer a instituição da arbitragem no prazo de 30 (trinta) dias, contado da data de efetivação da respectiva decisão

Art. 22-B. Instituída a arbitragem, caberá aos árbitros manter, modificar ou revogar a medida cautelar ou de urgência concedida pelo Poder Judiciário

Parágrafo único. Estando já instituída a arbitragem, a medida cautelar ou de urgência será requerida diretamente aos árbitros.

⁹¹ Como exemplo, indica-se a leitura dos seguintes exemplos: (i) TJ-SP – AC: 11386175520168160100, Relator Claudio Godoy, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 13.05.2019, publicação em 15.05.2019; (ii) TJ-SP – AI: 20053931320168260000, Relator Hamid Bdine, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 18.06.2016, publicação em 19.05.2016 e Memorando nº 113/2016-CVM/SER/GER-1 disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171003/0449_SRE.pdf. Acesso em 20 de maio de 2019.

3.2 – ALGUNS CASOS MAIS INTERESSANTES

(i) Caso 1: *Arbitragem CCI – compra e venda de ações de emissão de companhia brasileira por sociedade estrangeira. Disputa envolvendo cláusulas de holdback e indenização.*

O primeiro caso a ser tratado neste capítulo diz respeito a procedimento arbitral instaurado perante a Corte de Arbitragem da Câmara de Comércio Internacional (CCI), referente a uma disputa oriunda de um contrato de compra e venda de ações de emissão de uma companhia fechada brasileira (“Companhia S”), atuante na área de educação, por uma sociedade estrangeira (“Companhia P”).

No caso em questão, em novembro de 2012 foi celebrado o denominado Contrato de Cessão de Quotas (“Contrato”) entre a Companhia P, o veículo de investimentos dos sócios de um grande conglomerado da área de educação privada com sede fora do Brasil, e quatro acionistas da Companhia S, uma sociedade brasileira, também atuante na área de educação (“Vendedores”).

Os Vendedores eram titulares, cada um, de um percentual de participação distinto, compondo, em conjunto, a maioria do capital social e, portanto, o grupo controlador da Companhia S.

A Companhia P, por sua vez, possuía o interesse em adquirir o controle da Companhia S, e já havia comprado as ações detidas pelos demais acionistas da companhia, de modo que, no momento da celebração do Contrato, o quadro societário da Companhia S era composto pelos Vendedores, titulares de mais da metade do capital social, e a Companhia P, como acionista minoritária.

Assim, foi celebrado o Contrato, por meio do qual a Companhia P comprou a maioria das ações detidas pelos Vendedores, consolidando uma participação total de 80% na Companhia S, permanecendo os Vendedores com a participação remanescente de 20%. O fechamento do Contrato se deu em fevereiro de 2013, após a realização de nova *due diligence* pelos assessores financeiros da Companhia P.

Considerando que, até a data da operação, o controle e a administração da Companhia S era exercida pelo grupo dos Vendedores, pactuou-se no Contrato que os Vendedores seriam responsáveis por indenizar os Compradores por todas as perdas decorrentes de passivos não revelados até a data de fechamento. Para tanto, foram firmadas cláusulas no Contrato que permitiam que, caso fossem identificados pelos Compradores, após o fechamento, passivos não revelados pelos Vendedores, poderiam eles reter parte do preço de pagamento pelas ações para garantir eventuais perdas decorrentes dos passivos não revelados.

Assim, conforme as cláusulas pactuadas, quando os eventuais passivos não revelados se transformassem em efetivas perdas, poderiam os Compradores compensá-las e descontá-las do valor previamente retido, realizando assim, a sua própria indenização.

Trata-se, como se vê, de um mecanismo contratual que utiliza, em conjunto, dois mecanismos de ajuste de preço associados entre si: o *holdback* e a indenização, permitindo ao Comprador reter parte das parcelas do preço de pagamento para garantir eventuais perdas decorrentes de passivos não revelados, e, posteriormente, quando da efetivação da perda, compensá-la do valor retido.

Muito embora se tratem de, como exposto, cláusulas comumente adotadas em contratos de M&A, o mecanismo de *holdback* e indenização deu origem a um conflito entre as partes, quando, após a identificação de passivos não revelados pelos Compradores, e a realização de sucessivas retenções e compensações das parcelas do preço de pagamento pelas ações, os Vendedores instauraram arbitragem, perante a Corte de Arbitragem da CCI, buscando a anulação do Contrato por lesão (art. 157 do Código Civil), e alegando serem leoninos, e, portanto, nulos, os aludidos mecanismos de ajuste de preço.

Cumprir destacar que a alegação de nulidade do contrato, em razão de lesão, no caso em comento, baseou-se em dois fundamentos principais: a manifesta inexperiência dos Vendedores, e a grave desproporção superveniente entre as obrigações pactuadas.

Nesse sentido, arguiram os Vendedores que, por serem manifestamente inexperientes nos meandros das operações de M&A, não teriam sido assessorados por advogados próprios, mas sim pelos mesmos advogados dos Compradores, responsáveis pela elaboração e redação

do Contrato, em razão de uma relação de amizade e confiança mantida entre as partes desde antes da celebração do negócio.

Além disso, segundo narram os Vendedores, em razão dos descontos e compensações realizadas pelos Compradores, os Vendedores acabaram por receber um preço por ação substancialmente inferior ao que fora pactuado, configurando-se, assim, uma grave e manifesta desproporção entre as prestações do Contrato.

Muito embora o tribunal arbitral do caso em questão, em razão da celebração de acordo entre as partes para encerramento da disputa, não tenha tido a oportunidade de decidir, em caráter definitivo, se a suposta desproporção superveniente entre as obrigações ocasionada pelo mecanismo contratual de *holdback* e indenização seria suficiente para tornar lesivo o Contrato, é inequívoco que o conflito em questão é um exemplo prático da miríade de litígios circunstanciais que podem surgir a partir da aplicação destas cláusulas, denotando, por si só, não só o seu potencial litigioso mas, principalmente, a importância dos assessores jurídicos e financeiros das partes envolvidas em uma operação de M&A como mitigadores destes riscos, conforme descrito no capítulo inicial deste trabalho.

(ii) *Caso 2: Arbitragem CCI - Aquisição de companhia brasileira por companhia europeia – cláusula de escrow.*

O segundo caso a ser tratado neste trabalho diz respeito à disputa surgida a partir de transação por meio da qual uma companhia brasileira (Companhia Z), do setor de telefonia, foi adquirida e incorporada por um grupo estrangeiro do mesmo setor.

A operação em questão foi estruturada de modo que a Companhia Z foi incorporada pela Companhia Y, subsidiária brasileira do grupo estrangeiro do setor de telefonia. O pagamento pelos compradores pelas ações da Companhia Z se deu mediante a entrega de ações de emissão da Companhia Y, de modo que os controladores de Z se tornaram acionistas minoritários de Y, que, por sua vez, passou a controlar Z.

A operação tinha como premissa fundamental que os antigos controladores da Companhia Z, os então vendedores, garantiriam a indenização de quaisquer perdas sofridas pela Companhia Y em razão de passivos da Companhia Z anteriores ao fechamento.

Considerando que o pagamento pelas ações de Z se deu com ações de Y – ou seja, os controladores de Z trocaram ações de Z por ações de Y, tornando-se acionistas minoritários da sociedade compradora – pactuou-se que, como garantia da indenização de eventuais perdas oriundas de passivos da Companhia Z, os vendedores entregariam em alienação fiduciária aos compradores parte das ações da Companhia Y que receberam como pagamento.

Ou seja, em vez de reter parte do preço de pagamento, como garantia da indenização por passivos da companhia incorporada, as partes firmaram um negócio jurídico de alienação fiduciária, entregando parte do preço de pagamento – as ações da Companhia Y – de volta aos compradores. Essas ações foram posteriormente colocadas sob custódia de uma das principais instituições financeiras de varejo do Brasil, em conta *escrow*.

Assim, conforme o contrato, na medida em que se materializassem perdas pela Companhia Y, em razão do passivo da Companhia Z, os compradores, controladores de Y, poderiam indenizar as partes mediante a execução e venda das ações alienadas fiduciariamente.

A disputa em comento surgiu então entre as partes quando, após a identificação pela Companhia Y de perdas oriundas do passivo da Companhia Z, os vendedores buscaram executar e vender as ações de Y que lhes foram entregues em alienação fiduciária. Em contrapartida, os vendedores ingressaram com medida de urgência junto ao poder judiciário visando suspender a execução das ações dadas em garantia, a qual foi deferida, impedindo-se a execução das ações até o encerramento da arbitragem na qual se discutiam os prejuízos sofridos pela Companhia Z em razão do passivo da Companhia Y.

Paralelamente, discutiu-se, na aludida arbitragem, instaurada perante a Corte de Arbitragem da Câmara de Comércio Internacional (CCI) se os vendedores - que, em razão da incorporação, tornaram-se acionistas minoritários da Companhia Y - poderiam utilizar as ações de Y alienadas fiduciariamente para exercer direito de voto nas deliberações em assembleia da Companhia Y, nos termos do artigo 113 da Lei das Sociedades Anônimas. O contrato de alienação fiduciária, por sua vez, estabelecia, ao contrário do artigo 113 da Lei das Sociedades Anônimas, que o direito de voto sobre as ações alienadas fiduciariamente seria exercido pelo credor fiduciário, ou seja, pelos compradores, controladores de Y, e não pelos vendedores, devedores fiduciários.

Ao fim da arbitragem, o tribunal arbitral condenou os vendedores a indenizarem os compradores pelos passivos comprovados, permitindo aos compradores que executassem as ações alienadas fiduciariamente, custodiadas junto à instituição financeira, em valor equivalente ao das perdas sofridas, liberando em favor dos vendedores as ações remanescentes. Ao mesmo tempo, decidiu o tribunal arbitral que, conquanto os vendedores, nos termos do contrato, estivessem impedidos de exercer o direito de voto das ações alienadas fiduciariamente, tal fato não constituiria óbice para que eles exercessem, em relação àquelas ações, os demais direitos conferidos pela Lei das Sociedades Anônimas, como o de fiscalização, ajuizamento das ações sociais dos artigos 159 e 246 do mesmo diploma etc.

Trata-se, como se vê, de controvérsia que não só revela a complexidade dos litígios que podem surgir a partir da entrega de ações em alienação fiduciária como garantia de eventuais perdas sofridas pelo comprador em uma operação de M&A, mas que, sobretudo, denota a importância da correta regulação, em contrato, das obrigações surgidas e das relações jurídicas decorrentes da constituição da *escrow* que receberá as ações ou o dinheiro destinados à garantia das eventuais perdas.

Nesse sentido, apenas a título ilustrativo, caso as partes não tivessem pactuado que o direito de voto referente às ações alienadas fiduciariamente seria exercido pelo credor fiduciário, e não pelo devedor, aplicar-se-ia, no silêncio, o artigo 113 *caput* e parágrafo único da Lei das Sociedades Anônimas, invertendo por completo a dinâmica visada pelas partes, e permitindo que o vendedor as utilizasse para votar em deliberações assembleares da Companhia Y, situação essa que, por certo, ocasionaria uma série de consequências imprevisíveis, prejudicando, assim, toda a segurança e previsibilidade almejada com a celebração de um contrato de M&A.

(iii) *Caso 3: Arbitragem CAM-CCBC. Aquisição de companhia brasileira do setor farmacêutico por companhia estrangeira. Cláusula de earn out.*

O terceiro caso a ser tratado neste trabalho diz respeito à cláusula de *earn out*, incluída em contrato de compra e venda de ações de uma sociedade farmacêutica brasileira por uma companhia estrangeira.

A peculiaridade desse caso específico se dá em razão de os vendedores, que, além de controladores, eram os diretores da companhia há diversos anos, diretamente envolvidos em sua gestão, permaneceram vinculados ao negócio, mesmo após a operação, na qualidade de principais executivos da companhia, cargo esse cujo exercício por eles era garantido pelo próprio contrato de compra e venda de ações.

Em contrapartida à garantia do cargo aos vendedores, pactuou-se no contrato cláusula de *earn out*, por meio do qual a maior parte do preço de compra da companhia seria paga de forma contingente, mediante o atingimento, pela companhia, sob gestão dos vendedores, de determinadas metas comerciais estabelecidas pelos compradores. Isso se deu pois, no caso concreto, os compradores eram investidores estrangeiros, com interesse em adquirir o grupo farmacêutico sediado no Brasil, mas que, contudo, não dominavam as peculiaridades do mercado brasileiro, levando-os a ter o interesse de manter a gestão da companhia com os vendedores, que tinham a *expertise* e o *know-how* de sua operação e do mercado.

Assim, de modo a alinhar os interesses dos vendedores, enquanto gestores da companhia, com o dos compradores, e incentivar o êxito de sua gestão, pactuou-se que o pagamento do valor de *earn out*, caso a companhia, sob direção dos vendedores, atingisse as metas comerciais pactuadas no contrato. Por outro lado, a aceitação pelos vendedores de receber a maior parte do preço somente após o atingimento das metas objetivadas pelos compradores servia para demonstrar a confiança dos vendedores na sociedade vendida, e no seu êxito de sua gestão.

Contudo, após o fechamento da operação, os compradores optaram por tomar as rédeas do negócio e esvaziar as competências dos cargos de direção ocupados pelos vendedores, alijando-os do poder diretivo da companhia.

Enquanto os compradores alegavam que tal medida se deu em razão de não concordarem com determinados atos de gestão dos vendedores, que alegadamente estariam causando prejuízos à companhia, tornando necessária a adequação a um padrão mais alto de governança corporativa, os vendedores, por sua vez, alegavam que tal medida se deu justamente para evitar o atingimento, pela gestão dos vendedores, das metas comerciais pactuadas no contrato, e, conseqüentemente, frustrar o pagamento do valor de *earn out*, que correspondia à parte substancial do preço de venda das ações da companhia.

A arbitragem em questão, que ainda se encontra em curso perante a Câmara de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá, apesar de ainda não ter chegado a uma decisão definitiva acerca do pagamento do *earn out*, por si só, demonstra um exemplo da sutileza da redação e das possíveis consequências do emprego de tal mecanismo na operação, bem como de que forma é possível que, apesar de servir como conciliador de riscos para as partes no momento da negociação do contrato, o *earn out* possui diversas facetas e possibilidades que resultam, em momento posterior, diversos questionamentos.

CONCLUSÃO

O crescimento das operações de fusões e aquisições no Brasil mostram um cenário favorável não apenas para o implemento dos mecanismos de ajuste de preço, mas também da relevância de sua melhor compreensão de forma a refletir em contratos de compra e venda mais robustos e em menos litígios deles decorrentes.

Os mecanismos de ajuste de preço, como se viu, possuem diversas finalidades. São, contudo, um caminho para que as partes alinhem seus interesses e, especialmente, consigam definir o preço e sua forma de pagamento. Além disso, garantem maior racional econômico e incentivo para que os benefícios das partes sejam maximizados, o que dificilmente ocorreria sem que recorressem a algum – ou mais de um – mecanismo de ajuste.

Por outro lado, diante da complexidade, falta de regulamentação e diversas possibilidades de interpretação e aplicação, são também inúmeras as possibilidades de que tais cláusulas resultem em conflitos após o fechamento – ou mesmo a assinatura – dos contratos de fusões e aquisições. A experiência norte-americana e, ainda que mais recente, a brasileira também, mostram que ainda é muito alto a quantidade de casos que resultaram em litígios e arbitragens relacionados aos mecanismos aqui estudados.

O presente trabalho não teve como finalidade esgotar o estudo das diversas cláusulas para implementação do ajuste de preço e seus efeitos na prática jurídica, mesmo porque seria tarefa impossível. O foco deste estudo foi demonstrar que não basta que o profissional do direito conheça os mecanismos e utilizem um modelo de cláusula aparentemente mais robusto ou bem escrito.

O êxito da operação, sobretudo dos mecanismos de ajuste e das finalidades a que se destinam dependem não apenas de vasto conhecimento, como também da compreensão do contrato como um todo e o impacto que a redação da cláusula tem nas demais cláusulas do contrato, bem como em toda a estrutura da operação. Lamentavelmente, a prática na área de fusões e aquisições, bem como o número de litígios mostram que são poucos os profissionais – bem como empresários e demais assessores – que, no Brasil, possuem tais conhecimentos.

O bom funcionamento dos mecanismos de ajuste estudados no presente trabalho também depende da capacidade de análise e compreensão acurada do caso concreto pelos assessores, bem como de todas as minúcias que dão origem aos conflitos negociais, das participações e ativos envolvidos, das partes e seus interesses e finalidades, assim como do setor do negócio e das condições econômicas das partes, da sociedade-alvo e até mesmo do país.

Por esta razão, o presente trabalho pretendeu demonstrar que não existe um roteiro ou modelo pronto para o êxito da operação, muito menos uma redação padrão ou enquadramento único das cláusulas de *earn out*, *holdback*, *escrow*, ajuste de preço e indenização. Assim, não há uma fórmula que garanta o sucesso da operação ou a efetividade das finalidades às quais se destinam os mecanismos de ajuste de preço e, sequer, de impedir que surjam litígios entre as partes por conta deles.

Almeja-se que a presente pesquisa proporcione uma redução na reprodução de cláusulas dos contratos de compra e venda de uma operação para a outra, em especial das cláusulas de implementação de ajuste de preço, que, como se demonstrou, são complexas e sensíveis, bem como da importação de conceitos estrangeiros para o ordenamento jurídico brasileiro muitas vezes feito de forma banal. Ao contrário, o que se pretende é que os conceitos, nuances e efeitos aqui demonstrados possam auxiliar tanto assessores como partes a verificar as condições, motivações e implicações de cada uma das cláusulas estudadas, com vistas a assegurar a maximização de seus efeitos e o atingimento dos interesses das partes.

É certo que este trabalho de forma alguma esgota ou busca apontar uma verdade absoluta com relação aos métodos de ajuste de preço aqui tratados, que deverão ser analisados caso a caso, já que sua aplicabilidade pode variar conforme o tamanho da operação, o grau de qualificação das partes e seus assessores, bem como o quanto estão aptos ou inclinados a gastar com os custos necessários para executar o negócio.

Nada obstante, o objetivo é apresentar ao leitor – desde o mais leigo ao mais sofisticado – os principais obstáculos, riscos, potenciais conflitos e melhores práticas quando da escolha por utilizar um dos métodos de ajuste de preço em um contrato de compra e venda em uma operação de fusão e aquisição regido pela lei brasileira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AAVA, Ott. *Risk allocation mechanisms in merger and acquisition agreements*. Edilex Edita Publishing, Helskin Law Review 2010/2, p. 31-59

ALVES, Daniel Rodrigues. *Determinabilidade, negociação e elaboração das cláusulas de preço contingente (earn-out) nas operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento e análise de conflitos à luz do princípio da boa-fé objetiva*. 17.10.2016. 87 folhas. Orientadora Lie Uema do Carmo. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. Disponível em: http://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/daniel_rodrigues_alves.pdf

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

BROWN, Robert L. *The concise guide to Mergers, Acquisitions and Disvestitures: Business, Legal, Finance, Accounting, Tax and Process Aspects*. Palgrave Macmillan, 2007

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. *Fusões, Aquisições e Takeovers: Um Levantamento Teórico dos Motivos, Hipóteses testáveis e evidências empíricas*. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 17-39, abril/junho de 2003.

CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Editora Altas, 2012

CHAVES, Paula Andrade R.; SILVA, Paulo Roberto Coimbra. *Fusões e Aquisições*. Diretrizes Jurídicas dos Negócios e Principais Mercados no Brasil, São Paulo: Quartier Latin, 2012

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law and Economics*. 6a edição. Berkeley Law Books, 2016. Disponível em: <http://scholarship.law.berkeley.edu/books/2>

DAMODARAM, Aswath. *Applied Corporate Finance: A User's Manual*. Second Edition, 2004

DAMODARAM, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Wiley, 2012

FRANKEL, Michael E. S. *Mergers and Acquisitions Basics*. The Key Steps of Acquisitions Divestitures and Investments. Wiley, 2005

FORGIONI, Paula. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. 2a ed. São Paulo: RT, 2011

GAGLIANO, Pablo Stolze. *Novo curso de direito civil*, volume 3: responsabilidade civil. 10. ed., rev., atual. e ampl. – São Paulo: Saraiva, 2012

GILSON, Ronald J. *Value Creation Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*. Yale Journal, 1984. Disponível em https://www.jstor.org/stable/796226?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em 26 de março de 2019.

GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2007

HILL, Claire; QUINN, Brian JM; SOLOMON, Steven Davidoff. *Mergers and Acquisitions Law, Theory and Practice*. West Academic Publishing: 2017 Supplement

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. *Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo*. In Revista de Contabilidade e Finanças da USP, nº 44, 2007. pp. 11 e 17. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34220/36952>

LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA. *Direito das companhias* – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017

LUIZE, Marcelo Shima. *Cláusulas de Indenização e Resolução Contratual em Operações de Fusão e Aquisição: Necessidade ou Mera Reprodução do Modelo Anglo-Saxão?* In Estudos Aplicados de Direito Empresarial, coordenação de Ana Cristina Kleindienst, 2016

LUNDENBERG, Daniel; BOSTIAN, Brice. *Accounting for Transaction Costs and Earn-outs in M&A*. In Practical Law Company. 2012. p. 3. Disponível em: [https://www.grantthornton.ca/resources/Accounting%20for%20Transaction%20Costs%20and%20Earnouts%20in%20M-A%20\(4-504-4662\).pdf](https://www.grantthornton.ca/resources/Accounting%20for%20Transaction%20Costs%20and%20Earnouts%20in%20M-A%20(4-504-4662).pdf)

MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: empresa e atuação empresarial*, volume 1/ Gladston Mamede. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2008.

MILLER, E. *Mergers and Acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso. *In: Direito Societário Avançado*. FGV, 2015.

Disponível em:

http://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/direito_societario_avancado_2015-1.pdf.

NEVES, José Roberto de Castro Neves. *Contratos I*. 1 ed. Rio de Janeiro: LMJ Mundo Jurídico, 2016

PARO, Giacomo; DINIZ, Madureira Pará. *As implicações das cláusulas de ajustes de preços e das contas escrow na tributação pelo Imposto de Renda*. In: Revista Tributária e de Finanças Públicas, volume 23, nº 121, Março/Abril de 2015

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Volume I. 22ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 564 e 567

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Volume III. 12ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2006

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Volume III: contratos. rev. e atual. Caitlin Muholland. – 22. ed. – Rio de Janeiro: Forense, 2018

PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na Compra e Venda de Participações Societárias*. Dissertação apresentada para obtenção de grau de mestre em Direito pelo programa de Pós-

Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2018. Disponível em <https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/185100/001079529.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

POSNER, Richard. *Economics Analysis of Law*. Aspen Casebook Series. 8a edição, 2011

ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions*. Wiley, 2009

SEHGAL, Anshul. In: *The concept of Earnout in Merger and Acquisition Transactions*. Amity Law School, New Delhi. 2014. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2365020

STIGLIZ, Joseph. E. *Information and the Change in the Paradigm in Economic*. p. 11. The American Economic Review, Vol. 92, nº 3, 2002

SUNSTEIN, Cass R. *Behavioral Analysis of Law* (Program in Law & Economics Working Paper No 46, 1997). Disponível em: http://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/79/

TAVARES, Daniella; FERREIRA, Caio. *A Limitação de Responsabilidade em Contratos de M&A regidos pela Lei Brasileira*. Publicado em 07 de junho de 2015, disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/pt/noticias/imprensa/a-limitacao-de-responsabilidade-em-contratos-de-m-a-regidos-pela-lei-brasileira>, acesso em 06.09.2017 às 18:27.

TEPEDINO, Gustavo, BARBOZA, Heloisa e BODIN DE MORAES, Maria Celina (coord). *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição*, v. II, 2. ed. – Rio de Janeiro: Renovar, 2012

TSAO, Adam. In: *Pricing Mechanisms in Mergers and Acquisitions: Thinking Inside the Box*. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*. Vol. 18:4

VENOSA, Sílvio de Salvo. *Código civil interpretado* – 3. ed. – São Paulo: Atlas, 2013

VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos*. 12ª edição. São Paulo: Atlas, 2012

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

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.