



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP)

Clara Guizilim Braga do Valle

O Papel do Sell Side no Bom Desempenho da Sociedade Impulsionado pelo Earn-Out e o Impacto das Cláusulas de Governança Impostas pelo Buy Side nas operações de M&A

São Paulo

2023

Clara Guizilim Braga do Valle

O Papel do Sell Side no Bom Desempenho da Sociedade Impulsionado pelo Earn-Out e o Impacto das Cláusulas de Governança Impostas pelo Buy Side nas operações de M&A

Dissertação apresentada à Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como parte dos requisitos para conclusão do curso de graduação em Direito sob a orientação do prof., Dr. Fábio Ulhoa Coelho.

São Paulo

2023

Sistemas de Bibliotecas da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo -
Ficha Catalográfica com dados fornecidos pelo autor

do Valle, Clara Guizilim Braga

O Papel do Sell Side no Bom Desempenho da Sociedade Impulsionado pelo Earn-Out e o Impacto das Cláusulas de Governança Impostas pelo Buy Side nas operações de M&A / Clara Guizilim Braga do Valle. -- São Paulo: [s.n.], 2023.

50p ; 15 cm.

Orientador: Fábio Ulhoa Coelho.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) -- Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Graduação em Direito, 2023.

1. Earn-out. 2. contratos de compra e venda em operações de fusões e aquisição. 3. cláusulas de governança . 4. conflitos no atingimento das metas. I. Coelho, Fábio Ulhoa. II. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Graduação em Direito. III. Título.

CDD

À comunidade da Pontifícia Universidade Católica
de São Paulo pelo apoio permanente.

AGRADECIMENTOS

Àqueles que tornaram esta jornada acadêmica inesquecível, há palavras que nunca poderão expressar completamente minha gratidão. Primeiro aos meus pais, Haristeu Braga e Débora Guizilim, que desde o início desta árdua caminhada, me apoiaram, incentivaram e desafiaram a me tornar a minha melhor versão. Seus esforços e dedicações intangíveis moldaram minha determinação e ética, mas, acima de tudo, a base de carinho e amor que vocês sempre me proporcionaram é inestimável. Sou quem sou hoje por causa de vocês, e por isso, eu agradeço profundamente. Essa conquista é nossa.

Também desejo expressar minha gratidão a todos os amigos que, de diferentes maneiras, iluminaram minha jornada. Aos antigos amigos que estiveram ao meu lado desde o início, e aos recentes que trouxeram novas perspectivas e risadas para minha vida. Vocês fazem parte da história que culmina neste trabalho. Através das boas e más épocas, vocês me ajudaram a ver a vida de forma mais leve e a manter o equilíbrio em minha jornada pessoal, acadêmica e profissional.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Fábio Ulhoa Coelho por me auxiliar no processo de concretização deste trabalho, bem como a Pontifícia Universidade Católica de São Paulo por fomentar espaços de debate formados pelo corpo estudantil, o qual fez parte da minha formação intelectual e crítica.

Este trabalho é resultado do apoio, amor e amizade que recebi ao longo do tempo, e agradeço a todos vocês por fazerem parte dessa incrível parte da minha vida. Vocês são a razão pela qual estou aqui hoje, e levo comigo as lições e lembranças que compartilhamos em meu coração. Muito obrigado por tudo.

“(...) é isso que a saudade faz, constrói uma memória que nós nos orgulhamos de guardar, como um troféu de vida.” (valter hugo mãe - a máquina de fazer espanhóis, 2010, p. 91).

RESUMO

Trata-se do estudo acerca do mecanismo hábil para aproximar os interesses do vendedor (sell side) aos do comprador (buy side), o Earn- Out, o qual é condicionado a um determinado período que o vendedor estará obrigado a continuar atuando na sociedade com metas a serem atingidas por ele. Pela prática negocial, o mecanismo tem capacidade de superar determinada dificuldade para o fechamento do negócio de operações de fusões e aquisições, tendo em vista parâmetros objetivos de avaliação e subjetivos de percepção do comprador sobre os efeitos da venda na geração de resultados. Nesse sentido, terão de ser abordados a natureza jurídica, a função econômica e social e a aplicabilidade no direito brasileiro, com base na Lei 6.404/76, além das possíveis métricas de incentivo e obrigações recaídas ao vendedor. Em sequência, leva-se a uma análise de como o uso do mecanismo é vinculado ao bom desempenho da sociedade em função do trabalho e esforço do sell side, nos termos acordados durante as negociações dos contratos definitivos da operação. Porém, não há de se falar em obrigações contratuais sem tratar da boa-fé objetiva na elaboração e, posteriormente, em sua execução, em consonância aos artigos do Código Civil. Não obstante, há a submissão a regras de governança impostas pelo comprador que podem impedir de o sell side executar determinadas funções e dificultar o atingimento de metas. A discussão aqui exposta será sobre como um vendedor consegue atuar livremente dentro do *business* para alcançar suas metas, se o comprador possui o controle acionário, bem como maioria dos votos. Mesmo com a sinergia das partes e intenção de melhores esforços para o crescimento da sociedade, recorrentemente essa discussão surge, uma vez que o buy side, sendo acionista controlador, acaba por interferir na gestão do vendedor executivo e dificulta o cumprimento das métricas acordadas. Logo, a ideia é trazer o panorama desse mecanismo condicionado com o impacto da discussão de governança impostas pelo comprador.

Palavras-chave: Earn-out; Contratos de Compra e Venda em Operações de Fusões e Aquisições; Cláusulas de Governança; Conflitos no Atingimento das Metas; Controle Acionário.

ABSTRACT

This is a study on the Earn-Out mechanism, a tool designed to align the interests of the seller (sell side) with those of the buyer (buy side). It is conditional on a period during which the seller is obligated to continue participating in the company and achieving certain targets. The mechanism can overcome certain difficulties in closing mergers and acquisitions deals by considering both objective valuation parameters and the buyer's subjective perception of the sale's impact on results generation. The discussion will cover the legal nature, economic and social function, and applicability in Brazilian law, based on Law 6.404/76, as well as possible incentive metrics and obligations falling to the seller. Furthermore, it analyzes how the use of the mechanism is linked to the company's performance as a result of the sell side's work and effort, as agreed upon during the negotiations of the definitive contracts of the operation. However, one cannot discuss contractual obligations without addressing objective good faith in drafting and later in execution, in line with the articles of the Civil Code. Moreover, the seller may be subject to governance rules imposed by the buyer that could prevent the sell side from performing certain functions and hinder the achievement of targets. The debate presented here will focus on how a seller can operate freely within the business to achieve their goals if the buyer holds the controlling share and the majority of votes. Even with the synergy between the parties and the intention of best efforts for the company's growth, this discussion often arises because the buy side, being the controlling shareholder, may interfere with the executive seller's management and hinder the fulfillment of agreed metrics. Therefore, the idea is to present an overview of this conditioned mechanism with the impact of the governance discussion imposed by the buyer.

Keywords: Earn-out; Share Purchase Agreements in Mergers and Acquisitions Transactions; Governance Provisions; Disputes in Achieving Targets; Ownership Control.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CC Código Civil - Lei nº 10.406 de 10 de Janeiro de 2002
LSA Lei 6.404/76
M&A Mergers & Acquisitions

SUMÁRIO

1. Introdução

As *startups* desempenham um papel vital no avanço da economia, como podemos analisar pelo mapa sobre as *startups* no Brasil em 2023, realizado pela Cortex, referência em Inteligência de Vendas B2B (*Business-to-business*) na América Latina, com apoio da Endeavor¹, somente nos últimos 10 anos foram abertas mais de 7 mil *startups* no Brasil. Muitas das inovações agora consideradas essenciais na vida cotidiana têm suas raízes em concepções de empreendedores que conseguiram criar com êxito modelos de negócios que podem ser escalonáveis, mesmo em meio a cenários de incerteza, buscam agilidade, competitividade e uma cultura própria.

Importante ressaltar, no entanto, que o sucesso infelizmente não é garantido para todas as *startups*. Há diversos fatores que podem inviabilizar certos empreendimentos, tais como ideias que não podem ser concretizadas, mercados hostis, subestimação dos riscos e inexperiência na gestão dos negócios. Assim, cria-se uma margem para fusões e aquisições envolvendo *startups*, à medida que as empresas discutem estratégias para manter as operações e as pessoas chaves envolvidas no negócio, mesmo após uma possível perda do controle acionário da sociedade. Nesse sentido, as operações de fusões e aquisições (M&A) têm desempenhado um papel fundamental na dinâmica empresarial, permitindo a consolidação de negócios, a entrada em novos mercados e a criação de sinergias entre empresas.

Porém, há impasses acerca da integração de uma *startup* em uma empresa mais consolidada, uma vez que as culturas organizacionais podem ser diferentes, e os processos estabelecidos em empresas maiores podem entrar em conflito com a abordagem mais dinâmica das *startups*. Além disso, as *startups* geralmente possuem equipes pequenas e altamente especializadas, sendo difícil uma empresa maior acompanhar a pessoalidade e *know-how* desenvolvido, o qual agrega valor da empresa, já que uma *startup* tem seu crescimento impulsionado principalmente pela importância de cada desenvolvedor, os quais desempenham um papel crucial na integração bem-sucedida dos negócios.

¹ [online] [Um mapa sobre as startups no Brasil em 2023.](#)

Assim, caso os fundadores e acionistas de uma startup desejem vender sua participação, mas sejam essenciais para o bom desempenho dos negócios da sociedade ou tenham expectativas de crescimento e valorização nos anos seguintes muito maiores que o valor oferecido pelo potencial comprador no momento da oferta, uma das estratégias adotadas nesse contexto é o uso de um mecanismo de pagamento contingente, conhecido como "Earn-Out". Esse mecanismo utilizado por vendedores e compradores em operações de compra e venda de participação societária condiciona uma parte do preço da aquisição ao atingimento de metas e performance, geralmente relacionados ao desempenho da empresa adquirida nos anos seguintes. Uma dessas metas-chave é a permanência dos vendedores na sociedade.

Essa abordagem não apenas incentiva os acionistas vendedores a continuar contribuindo para o sucesso da empresa após a aquisição, mas também alinha seus interesses com os do comprador, balanceando as expectativas de valor da sociedade e criando um incentivo mútuo para que a transição seja bem-sucedida².

Assim, além dos aspectos financeiros e estratégicos envolvidos nessas transações, é essencial considerar o papel dos vendedores no pós-fechamento e a negociação de incentivos que visam garantir um desempenho sólido da sociedade adquirida. Dessa forma, os vendedores têm a possibilidade de colher os benefícios do crescimento e do sucesso da empresa, incentivando-os a permanecer engajados e a contribuir para o seu desenvolvimento.

No entanto, mesmo com essas estratégias de incentivo, as operações de M&A também envolvem a imposição de cláusulas de governança por parte do buy side (compradores), as quais são projetadas para proteger os interesses do adquirente e assegurar a integração adequada da empresa adquirida dentro do grupo corporativo. No entanto, muitas vezes, essas cláusulas podem

² “The parties may disagree on the value of the business because they have different opinions about the projected profit stream. Often the buyer is relying on the seller’s projections of future cash flow in setting the price. The buyer and seller may disagree on the seller’s ability to realize the projected results. A buyer will be willing to pay higher price for greater cash flow if, and only if, the projected cash flow is realized. An earnout permits the buyer to pay a reasonable price plus a premium when and if the cash flow is realized. It also allows the seller to realize the full value of the business if it is as profitable as represented.” REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed. **The Art of M&A: A Merger/Acquisition/Buyout Guide**. 3 ed. New York: McGraw-Hill, 1998, p. 117.

dificultar em parte o papel e os incentivos negociados com os vendedores, criando desafios e potenciais conflitos na implementação e no alcance dos objetivos pós-fechamento.

Nesse contexto, é fundamental realizar uma análise aprofundada do papel do sell side (vendedores) no bom desempenho da sociedade adquirida, considerando os mecanismos de incentivo utilizados e os possíveis impactos das cláusulas de governança impostas pelo buy side. Compreender como esses fatores interagem e impactam as operações de M&A pode fornecer *insights* valiosos para os profissionais envolvidos nessas transações, bem como para acadêmicos e pesquisadores interessados no tema.

Este trabalho busca, portanto, explorar e analisar esses aspectos, examinando as estratégias de incentivo utilizadas pelo sell side e as cláusulas de governança impostas pelo buy side nas operações de M&A. Além disso, o estudo pretende investigar os possíveis desafios e conflitos que podem surgir durante a implementação dessas estratégias, bem como propor alternativas e recomendações para otimizar a relação entre as partes envolvidas e maximizar os resultados dessas operações.

Ao abordar essas questões, espera-se contribuir para o aprimoramento das práticas de M&A, fornecendo uma compreensão mais abrangente dos fatores que influenciam o sucesso dessas transações e a importância de se estabelecer incentivos adequados e cláusulas de governança eficazes para alcançar uma integração bem-sucedida e um desempenho sólido da sociedade adquirida no pós-fechamento.

2. Earn-Out nas operações de M&A

O earn out, também conhecido como cláusula de determinação contingente do preço, está diretamente ligado a uma compra e venda de participação societária de controle, isto é, a um contrato de aquisição ou de cessão de participação social, no qual o sell side vende e o buy side adquire ações de determinada sociedade. Ressalta-se que um dos elementos essenciais do contrato firmado pelas partes será o preço, a ser devidamente negociado nas operações de Mergers & Acquisitions (M&A), devidamente definido por Diane Holt Frankle³.

The term mergers and acquisitions, or M&A, refers generally to a number of different types of transactions, including mergers, asset acquisitions and stock purchases.(...) The mergers and acquisitions ('M&A') process describes the methods and arrangements by which a prospective buyer and seller consummate the purchase and sale of a company. Through this process one party decides to buy and the other decides to sell at an agreed price and on agreed term.

Vale destacar que, nas palavras de Luciano Piva, a *merger* ou *fusion*, nos Estados Unidos, “significa a absorção de uma empresa “menor” por outra “maior”, extinguindo-se ou não a personalidade jurídica da sociedade absorvida”. Já no Brasil teria como “consequência a formação de uma sociedade nova, que sucederá nos direitos e obrigações” das sociedades que se fundirem”. Sendo a similaridade entre os conceitos a função de servir de forma alternativa para evitar uma falência ou uma empresa potencialmente em crise⁴.

Assim, pode-se compreender que as operações de M&A servem de estratégias amplamente utilizadas por empresas para impulsionar seu crescimento, bem como para expandir sua participação de mercado ou criar sinergias. Não obstante, o nível de complexidade no mercado

³ FRANKLE, Diane Holt; LANDSMAN, Stephen A.; GREENE, Jeffrey J. **The Mergers & Acquisitions Handbook: A Practical Guide to Negotiated Transactions**. 1a ed. New York: Browne&Co, 2007, p.01. Em tradução livre: O termo fusões e aquisições, ou M&A, refere-se geralmente a uma série de tipos diferentes de transações, incluindo fusões, aquisições de ativos e compras de ações. O processo de fusões e aquisições ('M&A') descreve os métodos e acordos pelos quais um comprador em potencial e um vendedor efetuam a compra e venda de uma empresa. Através desse processo, uma das partes decide comprar e a outra decide vender a um preço e sob termos acordados."

⁴ PIVA, Luciano Zordan. **O Earn-Out na Compra e Venda de Participações Societárias**. Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito, Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, RS, Porto Alegre, 2018.

brasileiro, aliado à crescente inquietação dos compradores devido à sua exposição ampliada a diversos fatores de riscos, especialmente aqueles relacionados a passivos e contingências não materializadas, tem impulsionado o progresso e a aplicação de abordagens contratuais voltadas para salvaguardar a flutuação de preços tanto durante a conclusão do negócio (closing) como após a realização da transação (pós-transação).⁵

2.1.Preço versus Valor

No que diz respeito a uma cláusula relacionada ao preço, os requisitos fundamentais são estabelecidos na legislação, conforme o artigo 482 do CC, o qual estipula o seguinte: “A compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem no objeto e no preço.”. Em essência, esse artigo requer um acordo mútuo para a determinação do preço, o que significa que o vendedor e o comprador devem chegar a um consenso sobre o valor da participação acionária. Isso implica que, como ponto de partida, é necessário fazer uma estimativa do valor da empresa a ser adquirida.

Vale, assim, destacar a distinção fundamental entre valor e preço, que reside no fato de que o valor é subjetivo e o preço é o arbitrário para ser acordado na negociação, que segundo Benjamin Graham, “*Price is what you pay; value is what you get.*”⁶. Assim, a fim de ilustrar os conceitos, considere um vendedor de barras de ouro que cobra R\$5,00 por barra. Neste caso, o custo dessas barras de ouro é de R\$5,00. Trata-se de uma quantia fictícia decidida pelo vendedor por razões que só ele conhece. No entanto, mesmo que essas barras de ouro custem R\$5,00 cada, elas valem muito mais do que isso.

Isso frequentemente ocorre no mercado de ações. Os exemplos podem não ser tão óbvios quanto barras de ouro a R\$5,00, mas muitas vezes são bastante extremos por si só. Há tantas variáveis que afetam o preço, sejam porque são influenciados por traços humanos, sejam hábitos

⁵ BOTREL, Sergio. **Fusões & aquisições**. 5ª edição de 2017.

⁶ Tradução livre: Preço é o que você paga; valor é o que você recebe.

do mercado. Todos esses fatores podem e frequentemente têm impacto no preço de uma ação, embora raramente tenham um impacto substancial em seu valor.

Segundo Neto⁷, criar valor para uma empresa vai além do simples objetivo de cobrir os custos evidentes relacionados às vendas. Nesse contexto, é essencial salientar que, durante um determinado período, uma empresa pode aumentar seu valor, mesmo que não registre lucro nesse período. O valor de um empreendimento está ligado às expectativas futuras de seu desempenho.

Portanto, o atrativo de investir em uma empresa se baseia em sua capacidade futura de gerar riqueza. Em operações de M&A, a avaliação se concentra nos benefícios econômicos positivos esperados, ou seja, nos valores adicionais que superam o custo do capital. Assim, o valor deve ser determinado com um propósito específico e levar em consideração as perspectivas das partes envolvidas na transação⁸.

Além disso, vale destacar que, uma gestão orientada pelo valor coloca ênfase na sustentabilidade da empresa, sua capacidade de sobrevivência a longo prazo, a habilidade de competir no mercado e gerar riqueza para os acionistas. Como destacado por Neto⁹, essa abordagem é holística e incorpora conceitos e ferramentas de avaliação de diversas áreas.

Tratando de avaliação de empresa, usa-se a terminologia em inglês *Valuation*, que se refere ao valor justo de um ativo, também conhecido como "*fair value*". Isso se traduz como o preço efetivo que um ativo representa, levando em consideração sua capacidade projetada de recompensar o investidor, refletindo as consequências de diversas decisões financeiras e estratégicas relacionadas a oportunidades futuras de crescimento¹⁰.

NETO, A. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. São Paulo: Editora Atlas S.A. 1 a Edição, 2014.

⁸ DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Editora Pearson Prentice Hall, 2a Edição, 480p. 2007.

⁹ NETO, A. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. São Paulo: Editora Atlas S.A. 1 a Edição, 2014.

¹⁰ NETO, A. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. São Paulo: Editora Atlas S.A. 1 a Edição, 2014

Atualmente, a determinação do valor de uma empresa é de importância crucial para orientar decisões financeiras relacionadas a investimentos, financiamentos, distribuição de dividendos, negociações de aquisições, vendas, fusões, divisões, abertura de capital e investimentos em ações.

De acordo com Neto¹¹, os métodos de avaliação geram estimativas do valor econômico da empresa com base em metodologias específicas. Contudo, independentemente do rigor desses critérios de avaliação, o valor obtido é considerado uma estimativa, e não uma avaliação definitiva da empresa, isto é, inquestionável. Isso ocorre porque o processo de precificação depende de premissas presentes em todos os métodos de avaliação e envolve subjetividade, informações disponíveis, influências e expectativas do analista, o que torna o valor sujeito a variações.

Nesse sentido, o uso do earn-out pode ser motivado pela incerteza associada à avaliação de uma empresa, uma vez que permite que as partes em uma transação considerem o desempenho futuro da empresa como parte do contrato de compra e venda de participação societária, mitigando a incerteza. Dessa forma, o pagamento adicional ao vendedor pode estar vinculado ao desempenho real da empresa após a aquisição, garantindo que o valor final seja mais preciso e justo, em vez de depender apenas de estimativas e especulações iniciais. Assim, define Luciano Piva¹²:

Nesses casos, diante da percepção de que o negócio será vantajoso para as partes por razões que não são puramente financeiras – como questões estratégicas, de posicionamento no mercado, etc. -, as partes podem convencionar que parte do preço desejado pelo vendedor (ou algum valor muito próximo daquele número) tenha seu pagamento atrelado à consecução de certas metas a serem verificadas pela própria empresa-alvo, as quais, se atingidas, tornam exigíveis o pagamento da parte contingenciada do preço.

¹¹ NETO, A. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. São Paulo: Editora Atlas S.A. 1 a Edição, 304p. 2014

¹² PIVA, Luciano Zordan. **O Earn-Out na Compra e Venda de Participações Societárias**. Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito, Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, RS, Porto Alegre, 2018.

Portanto, visando a concretização do negócio, as partes tem a faculdade de optar inserir um valor mais conservador, idealizado pelo comprador, para que o preço final a ser pago seja determinado pela realidade social, baseada em metas.

Um exemplo ilustra esse ponto é a compra pela a Sanofi, S.A.da Genzyme Corp, em abril de 2011¹³. Durante as negociações de fusão, as partes tiveram um desacordo fundamental sobre a valoração da Genzyme. A Genzyme havia enfrentado anteriormente várias dificuldades nas fábricas de produção de seus produtos Cerezyme e Fabrazyme. A administração da Genzyme acreditava que havia resolvido esses sérios problemas de produção. No entanto, esses problemas tiveram um impacto significativamente negativo na valoração da empresa. A administração da Genzyme acreditava que o Lemtrada, um medicamento em seu pipeline de desenvolvimento, tinha o potencial de ser extremamente lucrativo para a empresa. Por sua vez, a Sanofi estava menos otimista em relação às perspectivas desses produtos em contribuir para o resultado final da empresa ou que a Genzyme havia superado seus problemas de produção.

Para superar essas diferenças, as partes estruturaram a consideração da fusão neste negócio da seguinte forma: O primeiro componente consistiu em um pagamento em dinheiro de \$74 por ação, a ser pago no fechamento. O segundo componente era um pagamento contingente de até \$14 por ação, a ser pago após o fechamento, mediante o cumprimento pela Genzyme de determinados marcos regulatórios e financeiros. O pagamento contingente neste caso ajudou a resolver as diferenças entre as partes em relação aos problemas de produção e às expectativas de receita para os medicamentos no pipeline da Genzyme. Na medida em que os problemas de produção tivessem sido resolvidos, conforme assegurado pelos gestores da Genzyme ao adquirente, os acionistas da Genzyme receberiam um valor adicional. Na medida em que os medicamentos do pipeline correspondessem às expectativas da administração da Genzyme, tal sucesso seria refletido em um aumento na avaliação posterior do vendedor, conforme demonstrado por um aumento na obrigação de pagamento contingente. Se a Genzyme não cumprisse as expectativas, a Sanofi não seria obrigada a fazer pagamentos adicionais. Ao adiar a determinação final do valor até um ponto no

¹³ Genzyme Corp., Joint Sanofi/Genzyme [onlin] [Video Available: Sanofi-aventis to Acquire Genzyme for \\$74.00 in Cash per Share Plus Contingent Value Right - Feb 16, 2011](#)

futuro, tanto o comprador quanto o vendedor puderam prosseguir com o acordo, apesar das diferenças não resolvidas em relação à valoração.

Portanto, é possível estabelecer o valor acordado pelas partes para concluir a transação, tipicamente apresentando uma fórmula que é empregada na precificação, conferindo, assim, uma característica de determinabilidade ao preço. Durante as negociações, a conversa sobre o preço concentra-se na definição dos elementos que compõem essa fórmula¹⁴.

2.2.Natureza Jurídica

A funcionalidade do earn-out é definida brilhantemente por Judith Martins-Costa¹⁵:

O Earn Out é uma forma de pagamento pelo qual parcela do preço de determinado bem é remetida para o futuro, estando sujeita em sua existência e determinação a certas condições previamente estabelecidas pelas partes contratantes, em regra o cumprimento de metas empresariais e financeiras futuras e predefinidas.

Outro conceito que se assemelha é expresso por Daniel Rodrigues Alves:

(...) trata-se de estipulação no sentido de diferir no tempo o pagamento, pelo comprador, de parte do preço de aquisição pelas quotas ou ações (ou estabelecimento), de titularidade do vendedor, condicionando-o à ocorrência de eventos futuros ou ao atingimento de metas após o fechamento da operação.

Ou seja, é um método de pagamento no qual uma parte do preço de um ativo é adiada para o futuro. Essa parte do pagamento está condicionada à ocorrência de certas condições previamente acordadas pelas partes envolvidas. Geralmente, essas condições estão vinculadas ao cumprimento

¹⁴“Entretanto, é importante que o contrato definitivo disponha expressamente sobre o valor do negócio em moeda corrente, ainda que contemple previsões de ajustes no preço e seja seguido por fórmula, havendo, desta forma, um valor pré-definido como ponto de partida para a definição do preço.” - BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo: Saraiva, 2017.

¹⁵MARTINS-COSTA, Judith. **Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordos de Sócios. Pactuação da Parcela variável do Preço Contratual Denominada Earn-Out. Características e função (‘Causa Objetiva’) do Earn Out**. Parecer. Revista de Arbitragem e Mediação, v.1, p. 154.

de metas empresariais e financeiras futuras que foram predefinidas. Em geral, o pagamento é dividido no tempo e na determinação da seguinte maneira: uma parcela é fixa e é feita no momento da conclusão do negócio, enquanto a outra parcela será paga somente se, e na medida em que, os lucros especificados forem efetivamente alcançados durante um período determinado¹⁶.

Deve-se evitar aplicar o conceito convencional de venda direta quando se fala sobre earn-out, já que nesse cenário ocorre uma venda com a transferência de controle, mas o vendedor continua a ser parte ativa do negócio. Durante o período de earn-out, o sell side trabalhará em colaboração com o buy side e deverá manter obrigações de confiança. Isso é essencial para que se alcance o resultado estabelecido no contrato de compra e venda e para que o vendedor receba sua compensação merecida. Os compromissos de confiança, ou fiduciários, que são atribuídos aos administradores e controladores, são estabelecidos pelos artigos 153 a 157 da Lei das Sociedades por Ações.

No entanto, dependendo das especificações da cláusula de earn-out no contrato, a natureza legal desse valor como preço pode estar sujeita a debate. Mariana Monte Alegre Paiva faz uma observação pertinente a esse respeito¹⁷:

Portanto, de forma geral, o earn out pode ser definido como um mecanismo de diferimento do pagamento de preço para um momento posterior a depender de determinado evento. Logo, na sua concepção, o earn out representa preço de aquisição. Mas será que o earn out sempre deveria ser tratado como preço para fins jurídicos? É importante destacar que, na prática, em algumas situações específicas, dependendo da estrutura de pagamento contingente formulada, pode não ser claro o seu tratamento como preço efetivo.

Conforme proposto por Mariana Monte Alegre Paiva, considera-se o earn-out como uma forma de contraprestação contingente, que pode adotar três distintas naturezas jurídicas, de acordo

¹⁶ MARTINS-COSTA, Judith. **A boa fé no Direito Privado**. Critérios para a sua aplicação. 2ª. ed São Paulo: Saraiva, 2018 § 53

¹⁷ PAIVA, Mariana Monte Alegre. **Controvérsias tributárias dos mecanismos contratuais de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições**. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, 2017.

com as intenções das partes e as estipulações presentes no contrato celebrado. Essas naturezas incluem: (i) a categoria de preço; (ii) a contraprestação associada à prestação de serviços (ou remuneração); e (iii) a contraprestação que não está diretamente relacionada ao preço.

Soma-se a isso a definição de Maria Helena Diniz de preço como “*soma em dinheiro que o comprador paga ao vendedor em troca da coisa adquirida*”¹⁸. Note-se, que as características cíveis do preço em um contrato de compra e venda são: (i) valor em dinheiro ou título conversível em moeda; (ii) é pago em troca da aquisição da coisa; e (iii) é o que as partes convencionam ser¹⁹. Se no contrato de compra e venda de participação societária o earn-out atende a essas características fundamentais (assumindo-se que não há qualquer dolo, fraude ou simulação), sua natureza civil será a de preço.

Mariana Monte Alegre Paiva apresenta, em sua obra, um exemplo de cláusula de earn-out de natureza de preço, o qual trata do investimento na rede de farmácias Estrela Galdino pela Brasil Pharma²⁰:

O preço da aquisição acordado pelas Partes é de até R\$ 18.000.000,00 e será pago da seguinte forma: (i) R\$ 11.000.000,00, em moeda corrente nacional, na data da efetiva transferência dos Estabelecimentos; (ii) R\$ 3.000.000,00, em moeda corrente nacional, na data da efetiva transferência dos Estabelecimentos, os quais serão obrigatoriamente utilizados pelos sócios da Estrela Galdino para a aquisição em bolsas de valores, a valor de mercado, de ações ordinárias da Brazil Pharma (‘Ações’). Tais ações não poderão ser negociadas por seus detentores pelo prazo de 12 meses contados da data de fechamento da Transação 2 (lock-up), exceto no caso de Oferta Pública de Aquisição de ações de emissão da Brazil Pharma ou de qualquer outro evento e liquidez que porventura venha a ocorrer neste período; e (iii) a Brazil Pharma obriga-se ainda a pagar, sujeito ao atendimento de determinadas metas estabelecidas entre as partes, o limite global máximo de R\$

¹⁸ DINIZ, Maria Helena. **Dicionário jurídico** – J-P. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 765.

¹⁹ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro 3: contratos e atos unilaterais**. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 227.

²⁰ PAIVA, Mariana Monte Alegre. **Controvérsias tributárias dos mecanismos contratuais de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições**. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, 2017.

4.000.000,00 (earn-out), calculado com base no faturamento mensal médio dos Estabelecimentos nos últimos 3 meses de um período de 12 meses contado da transferência do último Estabelecimento ou da transferência completa das quotas da sociedade detentora dos Estabelecimentos à Brazil Pharma.

Outrossim, o earn-out pode assumir diferentes naturezas legais, dependendo de como o contrato é elaborado, caso não atenda às características que o associariam ao preço de aquisição, então, em vez disso, ele se transformaria em um pagamento futuro, adicional e condicionado, representando essencialmente uma despesa que o comprador incorrerá posteriormente.

No entanto, em algumas situações, o earn-out pode ser considerado como uma forma de remuneração para o ex-acionista da empresa adquirida, especialmente quando há um interesse por parte dos compradores em manter os ex-acionistas envolvidos na gestão da empresa devido ao seu conhecimento de mercado. Embora o termo "remuneração" esteja definido na legislação trabalhista e civil, para fins de um modelo teórico funcional, é mais apropriado interpretá-lo em seu contexto civil, o que implica uma "contraprestação de locação de serviços" ou uma "renda"²¹. Ou seja, o valor pago em troca dos serviços prestados pelo ex-acionista.

Portanto, a classificação do earn-out como contraprestação pelo serviço prestado pelo ex-acionista dependerá das disposições do contrato, desde que haja elementos suficientes para relacionar o valor pago à atividade desempenhada pelo ex-acionista na empresa adquirida. Isso pode envolver diversos fatores, como condicionar o pagamento à gestão da empresa, vincular a rescisão do contrato à perda do direito ao earn-out estabelecer um prazo de aquisição relacionado ao período de gestão e ao recebimento do "earn out," estipular uma remuneração "formal" incompatível com o mercado, ou usar uma metodologia de cálculo do earn-out baseada nas horas dedicadas à gestão.

No entanto, a identificação de um ou mais desses elementos isoladamente não garante automaticamente que o earn-out seja considerado uma contraprestação pelo serviço do ex-acionista. A análise deve ser feita em conjunto com as disposições contratuais relacionadas ao

²¹ DINIZ, Maria Helena. **Dicionário jurídico** – Q-Z. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 150.

preço da transação. Se as partes envolvidas no contrato classificarem o earn-out como preço, respeitando todas as características mencionadas, e não houver indícios de dolo, fraude ou simulação, sua natureza jurídica será predominantemente a de um preço contingente.

Logo, se o contrato fornecer elementos suficientes para considerar que a contraprestação acordada pelo earn-out não é um preço de aquisição, mas sim uma forma de remunerar as atividades futuras do ex-acionista na empresa adquirida, então o earn-out será classificado como uma remuneração.

Finalmente, é possível considerar o earn-out como uma forma de pagamento extra, uma espécie de "prêmio" que não está diretamente associado ao preço ou à remuneração, segundo Mariana Monte Alegre Paiva²²:

O principal argumento para afastar a caracterização do earn out como preço seria de que o seu pagamento não representaria propriamente contraprestação pela aquisição da participação societária, que já foi adquirida e transferida ao comprador no momento do fechamento do negócio. Assim, o earn out não seria custo, mas despesa.

No entanto, só será legalmente considerado um prêmio se (i) não houver elementos no contrato que o identifiquem como preço (ou seja, o valor não é destinado à aquisição da participação societária e as partes não o estipulam como tal); e (ii) não existirem indícios contratuais que estabeleçam uma ligação entre a atividade do ex-acionista e o earn-out.

Portanto, como bem resume o parecer de Paulo Cezar Aragão²³, *“earn-out representa a parcela variável do preço, um acréscimo ao valor fixo, que apenas será devido, se – e somente se – certas metas financeiras forem atingidas em determinado período de tempo após o fechamento da operação. Quando o suporte fático de incidência da cláusula é preenchido, o earn-out assume*

²² PAIVA, Mariana Monte Alegre. **Controvérsias tributárias dos mecanismos contratuais de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições**. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2017.

²³ Organização: Carlos Portugal Gouvêa, Mariana Pargendler e Maurizio Levi-Minzi. **Pareceres Fusões e Aquisições**. Capítulo 13 – Obrigações Vinculadas à Cláusula de Earn-out prevista no contrato. Pág. 345.

a natureza jurídica de preço, surgindo para o comprador a obrigação de pagar esse acréscimo ao preço.”.

2.3.Motivação para uso do earn-out

Atualmente, transações que envolvem fusões e aquisições estão se tornando cada vez mais raras quando se trata de serem precificadas e pagas em uma única parcela à vista. Isso ocorre devido à complexidade inerente à negociação de tais operações, o que tem levado ao aumento da utilização estratégica de cláusulas relacionadas à estruturação do preço por meio de técnicas contratuais específicas. Essas técnicas visam alocar três categorias de riscos²⁴:

Em primeiro lugar, o risco mercadológico, que está relacionado ao anúncio da operação e pode resultar em uma variação significativa no preço dos títulos emitidos pelas empresas envolvidas no processo de negociação.

Em segundo lugar, o risco pré-transação, associado a transações em que o fechamento ocorre após a assinatura do contrato, introduzindo o potencial de eventos que poderiam levar ao não fechamento do negócio ou à alteração do preço. Isso pode incluir situações como a apresentação de uma oferta melhor por parte de terceiros ou a ocorrência de eventos materiais adversos.

Em terceiro lugar, o risco pós-transação, que diz respeito ao recebimento de pagamentos parcelados no futuro pelos vendedores, bem como à responsabilidade dos vendedores por indenizações decorrentes de eventos que ocorreram antes da transação e que sejam de sua responsabilidade.

Além disso, há outras razões para a instituição do earn-out por conta da (i) assimetria de informação para formação do preço; (ii) as diferentes expectativas geradas das partes, onde o vendedor é otimista e o comprador conservador; (iii) alocação de riscos no tempo e limitação de risco; (iv) incentivos assimétricos e divergentes (risco moral); (v) evitar concorrência e desvio de

²⁴ LAJOUX, 1998. In Botrel, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo: Saraiva, 2017.

clientes; (vi) acompanhamento do ativo e passivo; (vii) maximização do valor de venda para o vendedor; (viii) pagamento com os resultados do próprio negócio; (ix) comprometimento do vendedor e aproveitamento da expertise do vendedor; e (x) fidelização de clientes.²⁵

Em relação a assimetria de informação, onde o vendedor detém mais conhecimento sobre a empresa do que o comprador, podendo dificultar a definição de um preço justo. Ao vincular parte do pagamento ao desempenho futuro da empresa, o earn-out serve como uma ponte sobre essa lacuna informativa, permitindo um acordo mais equitativo.

A diferença nas expectativas das partes é outro aspecto que o earn-out visa equilibrar. Enquanto vendedores tendem a ser mais otimistas quanto ao futuro da empresa, compradores podem adotar uma postura mais conservadora. Através do earn-out, é possível criar um preço de venda que reflita uma visão ponderada do futuro, pagando ao vendedor uma quantia adicional caso a empresa atinja metas específicas.

Do ponto de vista do risco, o earn-out é uma maneira eficiente de distribuí-lo ao longo do tempo, protegendo o comprador contra pagamentos excessivos por uma empresa que não atenda às expectativas. Isto também limita a exposição inicial ao risco, criando um cenário mais estável para o comprador avançar com a transação.

O risco moral, um problema onde o vendedor pode ter menos incentivo para zelar pelo sucesso contínuo da empresa, é atenuado pelo earn-out. Ao fazer com que parte da compensação do vendedor dependa do desempenho pós-venda, há um incentivo claro para manter os interesses alinhados com os do comprador.

²⁵ O Comitê de M&A e Reestruturação de Empresas da CAMARB em parceria com o escritório Manassero Campello Advogados, realizou uma mesa de debates com o tema "**Liquidação de danos em disputas sobre earn-out frustrado**". Como debatedores: Bruno Xavier, sócio da KPMG; Gabriel Buschinelli, professor do Insper, Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP; Maria do Céu Marques Rosado, sócia de Marques Rosado, Toledo Cesar e Carmona Advogados; Mauro Stacchini Jr., sócio diretor de Actual Contabilidade e Perícias, e Renata Steiner, árbitra independente, parecerista, e professora de Direito Civil da Escola de Direito da FGV-SP.

No que tange à competição pós-venda e à retenção de clientes, o earn-out pode funcionar como uma salvaguarda, inibindo o vendedor de iniciar um negócio concorrente ou de desviar clientes existentes. Isso protege o comprador de perdas potenciais que poderiam advir de tais ações.

Outro elemento é a monitorização do ativo e passivo que o earn-out facilita, permitindo que o comprador ajuste os pagamentos de acordo com o verdadeiro desempenho dos ativos e passivos adquiridos, assegurando que não haja surpresas desagradáveis no futuro.

Para o vendedor, o earn-out pode significar a maximização do valor de venda, com pagamentos adicionais se a empresa prosperar, garantindo que o potencial não realizado no momento da venda seja adequadamente compensado.

Adicionalmente, a estrutura de earn-out muitas vezes permite que o pagamento seja feito com base no sucesso contínuo do próprio negócio, o que pode ser mais viável financeiramente para o comprador, que não precisará dispor de capital extra para os pagamentos futuros.

Ademais, o comprometimento do vendedor e a utilização de sua expertise são cruciais para o sucesso contínuo da empresa. O earn-out pode assegurar que o vendedor permaneça engajado e contribua positivamente após a transação, o que é especialmente valioso em empresas onde o conhecimento e as relações pessoais são ativos chave.

Por fim, a fidelização de clientes é um aspecto fundamental que o earn-out ajuda a reforçar. Manter o vendedor envolvido pode assegurar aos clientes uma sensação de continuidade e confiança, o que é essencial para a manutenção e expansão da base de clientes no período pós-aquisição.

Portanto, *earn-out* visa estabelecer um consenso entre vendedor e comprador sobre o valor da empresa em negociação, introduzindo critérios objetivos e dados concretos que refletem a performance atual do negócio, vide Luciano Zordan Piva²⁶:

Nesse sentido, o *earn-out* funciona como uma espécie de incentivo para as partes continuarem ou até mesmo concluir a negociação, pois ambas sabem que podem ganhar ainda mais do que aquilo que foi pactuado inicialmente, seja pela majoração do preço de venda das participações societárias, seja pelo melhor desempenho da empresa e consequentemente distribuição dos resultados aos novos titulares.

Em certa medida, as partes não abrem mão de suas divergências na avaliação das condições objetivas e materiais para que determinados resultados sejam alcançados. Uma parte é pessimista e outra é otimista a respeito de tal resultado. Entretanto, através do *earn-out*, conseguem obter um consenso sobre quais são as condições *objetivas* e materialmente satisfatórias que justificam a satisfação ou realização das expectativas da parte contrária.

Esta metodologia é essencial em acordos de fusões e aquisições, onde o preço de ativos ou participações societárias é frequentemente um ponto de discórdia. Devido à disparidade no acesso à informação histórica e projeções de rentabilidade, bem como a divergências quanto a potenciais contingências e prejuízos, as partes envolvidas tendem a ter visões distintas sobre o valor real dos ativos e sobre os riscos associados.²⁷

²⁶ PIVA, Luciano Zordan. **O Earn-Out na Compra e Venda de Participações Societárias**. Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito, Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, RS, Porto Alegre, 2018

²⁷ O comprador geralmente adota uma postura mais cautelosa em relação às avaliações de risco, enquanto o vendedor, por estar mais envolvido e acostumado com os negócios da empresa, tende a ser mais confiante e menos inibido pelas incertezas: “Contingent earnout provisions typically arise in the context of merger negotiations when buyer and seller find themselves at a fundamental disagreement with respect to valuation of the seller. Fundamentally, these disagreements resolve around different views of the uncertain post-signing prospects of the seller. Such prospects may be technical or commercial in nature. Or, they may simply relate to future states of the world that are simply unknowable by either party. With respect to these uncertainties, the seller is typically more optimistic than the acquirer. This may be because the seller has private information about the seller’s future prospects that it cannot credibly convey to the buyer, or it may simply be because the buyer and seller just have very different expectations about future states of the world. This divergence in views about the seller’s future results in differences in the question of valuation of the seller that if left unaddressed can prevent parties from reaching agreement. The earnout provision is a contractual

É importante enfatizar que o earn-out é um instrumento viável principalmente em operações onde a avaliação do objeto de negócio é intrinsecamente complexa e o valor não está diretamente atrelado ao ativo em si, mas sim à sua capacidade de gerar lucros ou resultados futuros. Isso se dá porque o verdadeiro valor de tais negócios se revela através do sucesso e dos resultados efetivamente alcançados. Comumente, essa estrutura de preço contingente é empregada em transações de menor porte, envolvendo pequenas e médias empresas, justamente porque essas entidades apresentam uma maior sensibilidade aos riscos associados à avaliação empresarial - o valor presente do negócio. A razão para isso reside no fato de que empresas menores tendem a ter uma performance menos estável e um histórico financeiro menos robusto, o que impede o vendedor de transmitir ao comprador uma confiança plena baseada somente nos registros contábeis existentes, especialmente quando se considera a presença significativa de ativos intangíveis que podem influenciar as expectativas quanto ao desempenho futuro da empresa.²⁸

O earn-out, portanto, desempenha um papel crítico em harmonizar essas percepções divergentes, permitindo uma avaliação mais equilibrada dos ativos, levando em conta tanto os riscos quanto as expectativas de retorno. Ao fazer isso, ele não só alinha os interesses em torno de um valor negociado mais precisamente, mas também promove uma divisão mais justa dos benefícios futuros do negócio.

2.4. Métricas

term that can help bridge these differences. It does so by creating a post-closing contingent payment obligation that becomes effective in the event the seller meets certain targets or exceeds predetermined thresholds with respect to revenue, profitability, market acceptance, technical achievements, or regulatory approvals.”. BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and Acquisitions**. 3 ed. New York: Foundation Press, 2012.

²⁸ “Geralmente utilizadas em operações de aquisição nas quais as partes têm opiniões diversas sobre o valor justo da companhia-alvo e sua performance futura, as cláusulas de “earn out” são particularmente comuns nos casos de empresas com alto potencial de crescimento, das quais se espera uma melhora substancial no desempenho financeiro pós-aquisição.”. FREIRE, José Luiz de Sales. **Cláusulas de “earn out” em aquisições**. Disponível em <https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/>

A disposição earn out nas negociações de M&A estabelece um preço ajustável, baseado em uma fórmula de precificação que torna o preço futuro determinável, ao invés de fixo. Durante as discussões, o foco se volta para a definição dos critérios desta fórmula.²⁹

Os métodos de avaliação empregados nessas negociações são projetados para refletir a rentabilidade futura esperada da empresa. Comumente, o preço é particionado em pagamentos que estão sujeitos ao desempenho futuro da empresa, seguindo a fórmula de precificação previamente acordada. Esses pagamentos condicionais criam um caminho para resolver disputas sobre as expectativas de rentabilidade futura, com o comprador geralmente em uma posição mais segura, pois os pagamentos subsequentes são atrelados à realização efetiva de certos resultados financeiros, estratégicos ou operacionais.

Para efetivar tal arranjo, o earn out determina que parte do preço na venda de uma empresa dependerá do alcance de metas específicas. Isso implica na definição de um "modus operandi" que abrange os critérios de gestão, os requisitos de governança estabelecidos pelo comprador, as responsabilidades do vendedor na empresa adquirida, e os fatores que não afetarão a determinação do preço das parcelas futuras. Além disso, é comum prever a intervenção de uma empresa especializada para calcular essas parcelas variáveis em caso de desacordo sobre os valores, baseando-se nos parâmetros estabelecidos no contrato.³⁰

Quanto aos indicadores de desempenho utilizados para avaliar a empresa no período acordado, os mais frequentes são o faturamento, o EBITDA (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) e o lucro líquido. A seleção desses indicadores varia significativamente dependendo da natureza da transação e da estrutura operacional em questão. Em cenários onde as partes estabelecem uma relação societária, há geralmente um maior alinhamento de interesses, que

²⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo: Saraiva, 2017.

³⁰ PIVA, Luciano Zordan. **O Earn-Out na Compra e Venda de Participações Societárias**. Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito, Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, RS, Porto Alegre, 2018

pode ser consolidado em um acordo de acionistas contendo normas e premissas vinculativas para a gestão e governança da empresa.³¹

Outrossim, é importante ressaltar a importância de estabelecer no contrato de aquisição quem ficará encarregado de executar os cálculos e determinar o valor do earn-out, de acordo com as métricas e critérios acordados. Conforme a legislação civil em vigor, é proibido, sob risco de invalidade do contrato, que a definição do preço seja deixada ao critério exclusivo de uma das partes envolvidas. Além disso, essa regra também se estende ao preço contingente. Portanto, segundo o direito brasileiro, não se pode conceder no contrato de venda de participações societárias (ou de um estabelecimento) o poder para que somente o comprador ou o vendedor tenha a prerrogativa de fixar unilateralmente o valor final do earn-out.³²

Mesmo quando um contrato delinea claramente todos os conceitos, métricas e critérios para o cálculo do earn-out, é comum que tanto o comprador quanto o vendedor optem por realizar suas próprias avaliações, o que pode resultar em diferentes interpretações e visões, culminando em discrepâncias nos valores finais calculados. A probabilidade de desacordos e disputas entre as partes tende a aumentar à medida que a cláusula de earn-out contém maiores níveis de subjetividade e incertezas, o que pode, por sua vez, representar um risco para o êxito da própria transação.

³¹ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo: Saraiva, 2017.

³² 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**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2016.

3. Conflitos na execução do earn-out

Os conflitos na execução do earn-out frequentemente surgem devido à forma como a empresa adquirida é gerida no período após a transação, e ao grau de suporte que o vendedor fornece para alcançar os objetivos do earn-out. Existem diversas ações, seja de maneira consciente ou inconsciente, lícita ou ilícita, que as partes podem realizar após o fechamento da transação que podem influenciar o alcance do preço contingente, seja para reduzir ou aumentar o valor do earn-out, que podem ser prejudiciais ao negócio ou ao seu desempenho futuro.³³

Um ponto de tensão significativo ocorre quando o vendedor não tem participação na administração da empresa após a venda, especialmente se a empresa é incorporada pelo comprador ou uma entidade do mesmo grupo econômico. O vendedor pode lutar para manter as práticas de gestão anteriores, visando evitar mudanças significativas na operação diária da empresa que possam impactar negativamente o earn-out. Em contrapartida, o comprador pode buscar minimizar a interferência do vendedor na administração e nas decisões estratégicas, visando proteger seus próprios interesses.

Nesse sentido, explica Piva as hipóteses para o não atingimento de metas por parte dos vendedores³⁴:

(...) o não atingimento das metas pode ter sido frustrado por alguma conduta imputada ao comprador. Nesses casos, a uma série de argumentos sustentados pelos vendedores relacionados principalmente a (i) falta de poder de gestão suficiente aos vendedores; (ii) alteração abrupta e inesperadas na gestão com relação a produtos vinculados ao *earn-out*, e à (iii) inexistência de esforços razoáveis do comprador para o atingimento das metas condicionadas ao *earn-out*.

³³ 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**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2016.

³⁴ PIVA, Luciano Zordan. **O Earn-Out na Compra e Venda de Participações Societárias**. Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito, Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, RS, Porto Alegre, 2018.

Este impasse exige um esforço significativo em negociações, discussões e, muitas vezes, concessões mútuas para alcançar um equilíbrio ou uma situação que não favoreça desproporcionalmente uma das partes. Para facilitar o alcance desse equilíbrio e reduzir o risco de conflitos, as partes podem adotar medidas proativas, como estabelecer termos claros e específicos no contrato, envolver terceiros imparciais na avaliação dos resultados e definir mecanismos de governança e monitoramento adequados para a gestão da empresa durante o período do earn-out.

3.1. Acionista controlador e o abuso de poder

O acionista controlador, na estrutura de uma corporação, é aquele que detém uma quantidade significativa de ações, garantindo-lhe poderes de influência sobre as decisões estratégicas e a nomeação dos administradores. Este poder, embora legal e parte integrante do sistema capitalista que premia o investimento, carrega consigo uma série de responsabilidades. A posição do controlador é delicada e fundamental, visto que ele deve equilibrar seus interesses com os da companhia e de outros acionistas, agindo sempre com lealdade e boa-fé em prol do desenvolvimento e da prosperidade empresarial.

Nesse sentido, o poder de controle, segundo Lamy e Bulhões³⁵, “*é o poder supremo da estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador - titular da maioria pré-constituída de votos da assembleia geral*”.

Além disso, Fábio Ulhoa Coelho³⁶ escreve que “*A lei, contudo reconhecendo a importância de acionistas dos mais variados perfis para o pleno desenvolvimento da empresa, e preocupada com equilíbrio das relações de poder no interior da companhia, imputa o controlador responsabilidade por danos causados com abuso de poder (art. 117).*”

Vale ressaltar, que parágrafo único do art. 116 da LSA, por sua vez, impõe uma série de deveres ao controlador, quer se foder seja atribuído com finalidade de fazer companhia realizar o

³⁵ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. V.1, p.824.

³⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 312 -313.

seu objetivo e cumprir a sua função social, sendo este um fator que limita o poder do acionista controlador, ele não pode ser utilizado para orientar a companhia em uma direção distinta daquela prevista em seu objeto social que é a exploração econômica de determinada atividade visando ao lucro.³⁷

No entanto, o abuso de poder por parte do acionista controlador representa um desafio persistente no direito societário. Esse abuso ocorre quando o controlador, aproveitando-se de sua posição privilegiada, toma decisões que favorecem seus interesses particulares em detrimento dos interesses da companhia ou dos demais acionistas, especialmente os minoritários. Exemplos comuns incluem a manipulação de dividendos, transferência de ativos a preços injustos e a realização de operações que beneficiam outras empresas do grupo econômico do controlador.

A legislação societária oferece mecanismos para mitigar e combater tais abusos, reconhecendo que um controle eficaz não deve ser apenas punitivo, mas também preventivo. Por exemplo, a LSA prevê que os acionistas minoritários podem solicitar a convocação de assembleias, propor ações de responsabilidade contra administradores e, em casos de abusos que afetem seus direitos, buscar reparação judicial. Essas medidas visam não somente a proteção dos minoritários, mas também a preservação da própria integridade do mercado de capitais.

A governança corporativa desempenha um papel crucial neste cenário, sendo uma ferramenta essencial para prevenir o abuso de poder. Estruturas como conselhos de administração com membros independentes, auditorias externas e comitês de governança são exemplos de práticas que aumentam a transparência e a prestação de contas, limitando as oportunidades para o abuso de poder. A existência de regras claras e de mecanismos de controle e fiscalização internos são fundamentais para que a gestão da empresa reflita os interesses de todos os acionistas.

Contudo, o earn-out pode potencialmente se tornar um vetor para o abuso de poder. No cenário em que o comprador assume o controle da sociedade, existem oportunidades para que ele possa manipular os resultados financeiros a fim de reduzir o valor do earn-out a ser pago. Esta

³⁷ CUNHA, Lucas Marsili. **Formas de Coibir o Abuso do Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

manipulação poderia materializar-se através de uma série de ações estratégicas que artificialmente diminuem o pagamento do earn-out, prejudicando os interesses do vendedor e violando os princípios de uma transição equitativa.

Para salvaguardar contra tais riscos, as cláusulas de governança impostas pelo lado buy side são vitais. Elas devem ser meticulosamente delineadas para assegurar a transparência operacional e financeira pós-aquisição. Estas cláusulas regulamentam o cálculo e a apuração do earn-out, estabelecem a regularidade e os padrões dos relatórios financeiros, e impõem mecanismos de fiscalização que previnem a manipulação de resultados.

Assim, a eficácia do earn-out em fomentar o desempenho vantajoso de uma sociedade após a aquisição depende substancialmente da integridade dos agentes e de uma governança corporativa sólida. O desafio reside em manter um equilíbrio adequado entre os incentivos providos pelo earn-out e os controles implementados para prevenir práticas abusivas, garantindo assim que as intenções originais desta ferramenta financeira sejam preservadas e que os benefícios sejam mutualmente alcançados.

Por fim, o equilíbrio entre poder e responsabilidade é essencial para a sustentabilidade das corporações. O acionista controlador deve atuar com prudência e diligência, sempre sob o escrutínio das leis e das melhores práticas de governança. A conscientização sobre os direitos e deveres associados ao controle acionário é um passo importante na construção de um ambiente corporativo mais justo e eficiente.

3.2.Boa-fé objetiva

É importante ressaltar os diversos papéis que a boa-fé objetiva desempenha no âmbito das relações contratuais. Inicialmente, destaca-se sua função complementar, atuando como uma norma de comportamento compulsório para os envolvidos no contrato. Esta função gera obrigações secundárias que garantem o cumprimento efetivo das obrigações principais e a realização completa dos interesses contratados, conforme estabelecido no artigo 422 do CC.

Adicionalmente, a boa-fé objetiva atua como um critério hermenêutico para a interpretação dos atos jurídicos, como estipulado no artigo 113 do CC. Este dispositivo legal orienta que a interpretação dos negócios jurídicos deve se dar em conformidade com a boa-fé e os costumes locais onde foram estabelecidos.

Por último, a boa-fé objetiva delimita a maneira como os direitos subjetivos devem ser exercidos, visando prevenir abusos. O artigo 187 do CC claramente define que constitui ato ilícito o exercício de um direito que ultrapassa os limites impostos pelo seu propósito econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

Entre essas funções, merece especial atenção a função complementar. Decorrente do princípio da boa-fé objetiva, emerge a expectativa de que as partes cumpram não apenas as obrigações principais estipuladas, mas também deveres secundários intrínsecos ao contrato. Entre eles estão os deveres de lealdade, cooperação, informação, segurança, confidencialidade e cuidado, que sustentam a integridade e a eficácia das relações contratuais.

Nesse sentido, de acordo com Alves³⁸:

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

Assim, o princípio da boa-fé objetiva, consagrado pelo artigo 422 do Código Civil, desempenha um papel crucial na manutenção de condutas apropriadas e esperadas em transações comerciais. Esse princípio atua como um balizador de comportamentos, coibindo ações que desviem do padrão de retidão e colaboração mútua considerado aceitável no meio negocial. No

³⁸ 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.** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2016.

âmbito dos contratos, especialmente aqueles que envolvem complexas operações de M&A, a boa-fé objetiva exige que as partes ajam de maneira leal e cooperativa para atingir os objetivos estabelecidos pelo acordo.

Por exemplo, pode surgir no contrato uma cláusula que dispense o comprador da obrigação de colaborar com o vendedor para o alcance das metas que condicionam o pagamento de uma remuneração adicional, como o earn-out. Aqui, a interseção com o direito norte-americano é evidente, notadamente em relação ao conceito de "*fair dealing*" e à expectativa de conduta pautada pela boa-fé entre as partes envolvidas.

No direito societário brasileiro, deve-se ainda considerar o artigo 159, §6º, da Lei das Sociedades Anônimas, que traz uma norma similar à "*business judgment rule*" do direito americano. Essa regra protege as decisões empresariais tomadas por administradores que agem de boa-fé e no melhor interesse da companhia, mesmo que, posteriormente, essas decisões se revelem desfavoráveis.

Adicionalmente, na interpretação das cláusulas contratuais, os usos e costumes do setor, assim como as práticas habituais entre as partes, têm um papel preponderante. Tanto juízes quanto árbitros devem levar em consideração esses elementos ao interpretar contratos, conforme estipula o artigo 113, II, do Código Civil. Isso significa que, dependendo da atividade comercial em questão, será avaliado se a conduta do comprador estava alinhada com as expectativas razoáveis estabelecidas pela prática do mercado.

Portanto, a boa-fé objetiva, juntamente com a prática e os costumes comerciais, forma um conjunto de princípios e regras que orientam a interpretação e o cumprimento dos contratos no direito brasileiro. A harmonização desses fatores é essencial para assegurar a justiça nas relações contratuais e a integridade das operações comerciais, protegendo as expectativas legítimas e promovendo a equidade entre as partes.³⁹

³⁹ Organização: Carlos Portugal Gouvêa, Mariana Pargendler e Maurizio Levi-Minzi. **Pareceres Fusões e Aquisições**. Capítulo 13 – Obrigações Vinculadas à Cláusula de Earn-out prevista no contrato. Pág. 345.

3.3. Impacto das cláusulas de governança no desempenho da sociedade

Uma parte substancial das controvérsias e conflitos relacionados ao earn-out está relacionada à forma como a empresa adquirida é gerenciada durante o período do preço contingente, bem como ao grau de apoio fornecido pelo vendedor para alcançar o earn-out.

Como já mencionado anteriormente, após o fechamento de uma transação que inclui uma cláusula de earn-out, é comum que as partes tomem medidas (sejam elas lícitas ou ilícitas, intencionais ou não) que possam prejudicar o alcance do preço contingente ou até mesmo reduzir seu valor, ou, em alguns casos, tomem medidas para aumentar o valor do earn-out, mesmo que isso possa prejudicar o negócio ou seu desempenho futuro. As complicações se tornam ainda mais complexas quando o vendedor não tem envolvimento na gestão da empresa adquirida, especialmente se esta for incorporada pelo comprador ou por outra empresa de seu grupo econômico.

O vendedor terá o desafio de assegurar que a gestão do negócio permaneça consistente com as práticas anteriores, de modo que o comprador não implemente mudanças substanciais na empresa-alvo e em suas operações cotidianas. Por outro lado, o comprador tentará usar sua posição na negociação para garantir o menor nível de intervenção do vendedor na administração da empresa e nas decisões relacionadas ao seu futuro.

Isso cria um verdadeiro impasse de difícil resolução entre comprador e vendedor, exigindo um esforço significativo em discussões e, por vezes, concessões mútuas para alcançar um equilíbrio ou uma situação que não beneficie em grande parte apenas uma das partes. A seguir, destacaremos algumas medidas que podem facilitar a busca desse equilíbrio e minimizar o potencial de conflitos entre as partes contratantes.

3.4. Propostas para minimizar o impacto das cláusulas de governança

Embora menos aconselhável quando desprovido de detalhes mais específicos, o compromisso de apoio pode ser estabelecido de forma geral no contrato, por meio de cláusulas

como "o comprador fará o melhor esforço para promover o desenvolvimento da empresa adquirida e a realização do earn-out pelo vendedor" ou "o comprador se compromete a não adotar ações que prejudiquem ou impeçam o alcance do preço contingente pelo vendedor".

Também é possível que, durante as negociações, as partes acordem expressamente que o comprador não tomará medidas que prejudiquem o alcance do preço contingente, mas que também não terá a obrigação de fornecer um suporte específico ao negócio adquirido ou ao vendedor.

Ainda, conforme Piva, uma recomendação é a revisão dos números, vide a seguir⁴⁰:

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

Portanto, é possível determinar que tanto o comprador quanto o vendedor compartilhem a tarefa de calcular o valor do earn-out, ou que somente uma das partes assuma a responsabilidade por esse cálculo. Na situação onde um único lado é encarregado dessa avaliação, o contrato deve estabelecer que, se houver discordância da outra parte, um terceiro independente será chamado para realizar a determinação do valor.

Sérgio Botrel destaca outras medidas relevantes quanto ao tema: *“esse dilema costuma ser dirimido com a fixação de um ‘plano de ação’, em que as partes convencionam os critérios de*

⁴⁰ 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**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2016.

*gestão e as atribuições do vendedor (que muito frequentemente permanece no negócio na condição de administrador – seja como membro do Conselho de Administração, seja mesmo como Diretor estatutário) na empresa adquirida pelo comprador, assim como os atos e eventos que não terão o condão de interferir na apuração das parcelas vincendas. O aumento de despesas com a profissionalização da empresa adquirida, para que se atenda às exigências de governança da compradora, por exemplo, poderá representar grande impacto nos resultados futuros. As partes podem, nesses casos, convencionar um limite de impacto da performance decorrente dessas novas despesas, assim como é de grande importância previsão de procedimento a ser adotado em caso de operações societárias que possam alterar substancialmente não só os resultados da empresa, mas a sua própria estrutura (v.g., incorporação, cisão etc.)”.*⁴¹⁴²⁴³

Além disso, importante enfatizar a necessidade de um mecanismo que garanta ao vendedor o acesso ao pagamento do valor adicional estipulado no contrato. Considerando que o pagamento do earn-out é frequentemente programado para um momento significativamente posterior à formalização do contrato, normalmente entre dois a três anos, o vendedor pode enfrentar uma situação de falta de liquidez, seja por circunstâncias naturais ou manipuladas.

Nesse sentido, é prudente a implementação de uma disposição contratual que assegure que o montante adicional esteja já reservado em uma conta de garantia, conhecida como *Escrow account*. Esta medida atua como um mecanismo de segurança para o vendedor, que poderá confiar na disponibilidade dos fundos na conta estabelecida em uma instituição financeira acordada por ambas as partes. Além disso, deve-se prever que, caso os eventos previstos como condicionantes

⁴¹ 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.** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2016.

⁴² BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições.** 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 246.

⁴³ “As an acquirer structuring earn-out deals, it is important to agree with the vendor the operational issues which will affect the success of the deal. These may include changes which alter costs eg a qualified finance director or an agreement on the minimum level of directors salaries as well as the maximum level. Issues surrounding non-competition with other group subsidiaries have to be discussed and documented. If business opportunities are to be pursued overseas it may be relevant to agree separate budgets outside of the earn-out deal to encourage vendor management to pursue growth strategies. Administration issues such as budgets and monthly account preparations should be agreed between the parties as accepted requirements of the acquirer.”. SMITH, Ian. **Financial Techniques for Business Acquisitions and Disposals.** Thorogood, 1998, p. 54.

para o pagamento do valor adicional ocorram, o vendedor tenha o direito de reivindicar a liberação dos valores retidos na conta de garantia.

Como enfatizado neste trabalho, no caso de earn-out, as melhores práticas recomendam um nível máximo de detalhamento em relação às situações, proteções e medidas relacionadas à estipulação, apuração, cálculo e pagamento do preço contingente. O tempo e os custos dedicados à negociação da cláusula de earn-out geralmente são significativamente menores do que os gastos com disputas legais ou arbitrais entre as partes decorrentes de desacordos relacionados ao preço contingente.

Logo, é crucial enfatizar a relevância de uma redação contratual detalhada que evite ambiguidades e minimize conflitos futuros. Cláusulas claras e precisas, junto a um mecanismo de revisão independente dos cálculos e uma conta de garantia para assegurar o pagamento do vendedor, são práticas recomendáveis. Estas medidas não apenas facilitam a administração pós-aquisição e mantêm a integridade das metas acordadas, mas também oferecem proteção financeira ao vendedor, evidenciando o planejamento estratégico como uma ferramenta para reduzir disputas e garantir o sucesso contínuo da transação.

4. Conclusão

Nas transações de compra e venda de empresas, o M&As, o elemento central da conciliação entre as partes é o valor atribuído à empresa-alvo, ou seja, o preço estipulado no contrato de aquisição das participações societárias. Nesse contexto, embora haja diversas estratégias disponíveis para alinhar os interesses tanto do vendedor quanto do comprador, o earn-out parece se destacar como o mecanismo mais eficaz, já que aproxima as partes em torno de um objetivo comum: assegurar a precisão das afirmações feitas pelo vendedor sobre o desempenho da empresa-alvo, em troca de um pagamento adicional ao preço acordado. Isso permite ao comprador concluir a transação sem desembolsar mais recursos do que inicialmente desejado ou mesmo do que seria financeiramente possível.

Isto é, a cláusula de earn-out atende a uma necessidade crucial em um dos segmentos mais produtivos do âmbito societário. Ela funciona como um mecanismo eficiente para abordar uma das principais questões em contratos de participação societária: a indefinição do preço de compra. Considerando que, frequentemente, no mercado dinâmico de aquisições societárias, as partes não têm todas as condições necessárias para estabelecer imediatamente um preço fixo, recorre-se a um método de adiamento da determinação do valor. Isso é feito para esclarecer a incerteza presente e facilitar a concretização do negócio desejado por ambas as partes.

Observa-se, assim, a complexidade e a importância das transações de compra e venda de empresas, com ênfase particular no mecanismo de earn-out, ferramenta para alinhar os interesses de compradores e vendedores, possibilitando uma avaliação mais equitativa do valor da empresa com base em seu desempenho futuro. Para os compradores, o earn-out proporciona a flexibilidade de pagar um preço inicial mais baixo, ajustando o pagamento final conforme o sucesso da empresa adquirida. Para os vendedores, oferece a chance de receber pagamentos adicionais caso a empresa exceda as metas de desempenho estabelecidas.

Contudo, apesar das vantagens, o earn-out não está livre de desafios e riscos. Problemas como divergências sobre as metas de desempenho e a gestão da empresa após a venda podem levar a conflitos. Nesse contexto, a importância de uma governança corporativa eficaz e de contratos

claros e bem definidos é fundamental para mitigar esses riscos. Uma governança eficiente assegura que as expectativas e objetivos de ambas as partes estejam alinhados, minimizando possibilidades de mal-entendidos e litígios.

É essencial, portanto, adotar boas práticas nas negociações de earn-out, incluindo a transparência total e a definição clara de objetivos e métricas. Tais práticas não só facilitam o processo de negociação, mas também promovem um relacionamento de confiança e cooperação entre as partes. Além disso, a solução possível consiste em propiciar mecanismos contratuais transparentes e consistentes, dotados de “garantias”, no sentido de prever controles para que os riscos acima apontados não se realizem.

Olhando para o futuro, percebe-se que o earn-out continuará sendo um elemento valioso nas transações de compra e venda de empresas, adaptando-se para atender às demandas de um ambiente de negócios que está sempre mudando, com enfoque nas *startups*. Este estudo indica que, com estratégias adequadas e práticas justas de negócio, o earn-out pode ser benéfico para todas as partes envolvidas.

Em conclusão, baseado nas descobertas apresentadas, recomenda-se que as partes em transações de earn-out busquem clareza contratual, transparência nas operações e alinhamento de objetivos para assegurar o sucesso da transação. Este estudo reforça a noção de que, com planejamento cuidadoso e uma abordagem equilibrada, o mecanismo de earn-out pode ser uma estratégia eficiente e justa nas transações de compra e venda de empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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.** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2016.

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

BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições.** São Paulo: Saraiva, 2017.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial.** 3. Ed. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 312 - 313.

Comitê de M&A e Reestruturação de Empresas da CAMARB em parceria com o escritório Manassero Campello Advogados, realizou uma mesa de debates com o tema "**Liquidação de danos em disputas sobre earn-out frustrado**". Como debatedores: Bruno Xavier, sócio da KPMG; Gabriel Buschinelli, professor do Insper, Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP; Maria do Céu Marques Rosado, sócia de Marques Rosado, Toledo Cesar e Carmona Advogados; Mauro Stacchini Jr., sócio diretor de Actual Contabilidade e Perícias, e Renata Steiner, árbitra independente, parecerista, e professora de Direito Civil da Escola de Direito da FGV-SP.

CUNHA, Lucas Marsili. **Formas de Coibir o Abuso do Poder de Controle nas Sociedades Anônimas.** São Paulo: Quartier Latin, 2019.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas.** São Paulo: Editora Pearson Prentice Hall, 2a Edição, 480p. 2007.

DINIZ, Maria Helena. **Dicionário jurídico – Q-Z.** São Paulo: Saraiva, 2008.

FRANKLE, Diane Holt; LANDSMAN, Stephen A.; GREENE, Jeffrey J. **The Mergers & Acquisitions Handbook: A Practical Guide to Negotiated Transactions**. 1a ed. New York: Browne&Co, 2007, p.01.

FREIRE, José Luiz de Sales. **Cláusulas de “earn out” em aquisições**. Disponível em <https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/>

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro 3: contratos e atos unilaterais**. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 227.

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

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. V.1, p.824.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa fé no Direito Privado**. Critérios para a sua aplicação. 2ª. ed São Paulo: Saraiva, 2018 § 53

NETO, A. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. São Paulo: Editora Atlas S.A. 1 a Edição, 2014.

Organização: Carlos Portugal Gouvêa, Mariana Pargendler e Maurizio Levi-Minzi. **Pareceres Fusões e Aquisições**. Capítulo 13 – Obrigações Vinculadas à Cláusula de Earn-out prevista no contrato. Pág. 345.

PAIVA, Mariana Monte Alegre. **Controvérsias tributárias dos mecanismos contratuais de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições**. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, 2017.

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

SMITH, Ian. **Financial Techniques for Business Acquisitions and Disposals**. Thorogood, 1998, p. 54.